

ANUÁRIO UQBAR 2019

12ª edição

Certificados
de Recebíveis
Imobiliários

 uqbar publicações

CRI

Caro leitor,

De certa forma, apesar de muita incerteza ter se esvanecido ao virarmos o ano, e da empolgação começar a surgir, o ritmo da realidade parece ainda mais lento do que gostaríamos. E tal narrativa se aplica tanto, abrangentemente, ao cenário macroeconômico do país, quanto, setorialmente, ao mercado de crédito imobiliário e seus respectivos derivativos no mercado de capitais. Neste sentido pode-se afirmar que o mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), nosso principal título de securitização imobiliária, tem neste momento seus fundamentos em base mais robusta, embora estes ainda não tenham sido convertidos em uma nova expansão de operações. Assim, o ano que terminou, e que é objeto deste Anuário, trouxe novidades positivas para o futuro do mercado de CRI, mas o ritmo de emissões deste título não se elevou em relação a 2017.

Muito bem-vinda para o mercado de CRI foi a edição da Instrução nº 600, em agosto, pela Comissão de Valores Mobiliários. Ali, desta vez sendo o carona e invertendo papéis, o mercado de CRI se balizou por uma norma voltada para o mercado de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Nela, instituiu-se o regime informacional em imprescindível base mensal, condição necessária (mas não suficiente) para o próprio sentido de utilização do mesmo. Esta é a semente da planta que pode viabilizar, um dia, a chegada do investidor institucional e do investidor não-residente ao mercado de CRI. Só então a securitização imobiliária mudará de patamar e marcadamente contribuirá para a expansão do financiamento imobiliário. Mas o que mais falta?

Caducado o jamais efetivo modelo de financiamento imobiliário centrado na caderneta de poupança, é hora de se instigar algo alternativo, em linha com o mundo contemporâneo, com todas as suas exigências e possibilidades, particularmente no tocante à intermediação financeira. Desconcentra-se a intermediação que se dá através dos poucos e gigantes balanços bancários, e busca-se opções sistematicamente mais efetivas para a sociedade. Assim, a securitização se apresenta como opção complementar relevante, conectando diretamente, através de sua tecnologia, investidores e tomadores de recursos. Mas quem são estes investidores?

No Brasil, historicamente, busca-se resolver todos os desafios imagináveis de *funding* através da suposta mágica da isenção fiscal sobre rendimentos para o investidor pessoa física. Cria-se, então, setores eternamente ineficientes dependentes deste benefício e uma classe de investidores ignorante da análise e seleção de risco, e aliena-se os investimentos de monta. Não seria a hora de se rever a miríade de incentivos fiscais existentes para o investidor pessoa física, incluindo aquele referente a investimentos em CRI, e talvez pensar em incentivos fiscais para devedores? Não seria mais justo e sistemicamente eficiente esta redistribuição de recursos? E, muito importante, não se atrairiam, assim, via rentabilidade, os necessários vultosos recursos de grandes investidores, aqueles que de fato podem expandir o financiamento imobiliário?

Este *Anuário Uqbar CRI 2019* traz o retrato do mercado deste título em 2018, juntamente com uma análise sobre qual caminho e quais desvios vamos trilhando. Como no ano passado, esta publicação será seguida de três outras dedicadas aos demais segmentos do mercado de Finanças Estruturadas, compondo em conjunto a edição 2019 dos *Anuários Uqbar*. No capítulo *Dados* os Infográficos ilustram os destaques de desempenho no mercado de CRI em 2018. Além da análise textual de mercado, que precede o capítulo *Dados*, este Anuário, como de praxe, apresenta os conhecidos Rankings Uqbar dos participantes e operações do segmento. Fechando, o capítulo Regulamentação e Legislação é de autoria do escritório Koury Lopes Advogados.

Com esta prática editorial anual esperamos estar contribuindo para a contínua transformação qualitativa do mercado de CRI, sempre com o desenvolvimento robusto em mente. Apostamos em um futuro promissor para este segmento, significativo em termos de contribuição para o bem-estar da sociedade brasileira. Informação e transparência são pré-requisitos elementares neste processo.

Agradecemos efusivamente nossos patrocinadores e desejamos a todos uma ótima e proveitosa leitura.

Equipe Uqbar

PATROCÍNIO

GOLD



O KLA é um jovem e dinâmico escritório de advocacia full-service, fundado em 2002. Com grupos multidisciplinares consolidados no mercado há mais de 16 anos, fornecemos soluções completas, de ponta a ponta, e sofisticadas para o setor imobiliário, entre outros.

www.klalaw.com.br

PREMIUM



A HABITASEC é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido 87 CRI até o final de 2018, totalizando R\$4 bilhões. Pertence a quatro sócios brasileiros que proporcionam independência e excelência na execução, distribuição e gestão dos CRI. Possui ótimo track record e forte distribuição principalmente junto à fundos de investimentos e family offices, buscando as melhores condições para cada CRI. A Habitasec possui rigorosa observância às melhores práticas de mercado.

www.habitasec.com.br



A CONVESTE é uma plataforma de sistemas e serviços que concilia os interesses das companhias imobiliárias com as necessidades do mercado de capitais. É líder no mercado financeiro com destaque para a excelência e inovação na gestão e monitoramento das carteiras, gerando credibilidade, segurança e transparência para os clientes e investidores.

www.conveste.com.br



ARB CAPITAL, líder de mercado em securitização no Brasil, foi responsável pela estruturação de mais de R\$35 bilhões em operações de crédito estruturado no mercado de capitais brasileiro. Consolida a robustez de um grande grupo internacional com a especialização e conhecimento de quem é referência local, em um modelo de administração fiduciária pautado na segurança e transparência na relação com investidores, com mais de R\$ 25 bilhões em operações de securitização sob gestão fiduciária.

www.rbcapital.com



O Grupo ISEC é o resultado da junção de renomadas securitizadoras e conta com o *know-how* de uma equipe de profissionais que atuam no mercado de securitização desde sua origem no país. Atualmente, com R\$ 4,15 bi geridos, prioriza a excelência operacional, e permite assim uma experiência diferenciada na gestão do patrimônio separado, oferecendo maior eficácia, transparência, clareza, simplicidade e segurança nas operações estruturadas.

www.grupoisec.com.br



A FORTESEC, que já movimentou mais de R\$1,5 BI desde 2015 através de operações estruturadas, conecta empreendedores em busca de recursos que lhes atendam a investidores em busca de bons investimentos. Com foco em gerir cada operação com proximidade, auxilia o empreendedor na condução do seu negócio e mune os investidores com todas as informações pertinentes ao investimento feito.

www.forteseccom.br

STANDARD



ÍNDICE DE CONTEÚDO

SUMÁRIO DE TERMOS E CONDIÇÕES	05
ANÁLISE DO MERCADO	09
MACRO	13
OUTRAS FONTES.....	15
SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH) / SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI).....	16
LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS (LIG).....	17
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI).....	18
RANKINGS	26
DADOS	30
RANKINGS UQBAR	34
LISTA DE RANKINGS.....	36
MERCADO PRIMÁRIO	37
CRI	37
Securizadora Imobiliária	38
Terceiros	39
Advogados.....	39
Agências de Classificação de Risco	40
Agentes Fiduciários	41
Líderes de Distribuição	42
Servicers.....	43
MERCADO SECUNDÁRIO	44
CRI	44
ESTOQUE.....	45
Securizadora Imobiliária	45
Terceiros	47
Agentes Fiduciários	47
Auditores	48
REGULAMENTO E LEGISLAÇÃO	50

© 2019 Uqbar

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

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

Sumário de Termos e Condições

1



REPENSAR O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL É O QUE NOS MOVE

— Nosso jeito criativo e único se junta a solidez e força de um grupo presente em **37 países** com mais de **USD 300 bilhões** em ativos sob gestão (AuM).

Agora, somos uma empresa do Grupo **ORIX**.



RB CAPITAL

Rethink Banking

rbcapital.com

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.
EMISSION	Somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
LASTRO	<p>Créditos imobiliários. Nas ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400 e da Instrução CVM nº 414, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão deverão obedecer ao limite máximo de 20,0% por devedor ou coobrigado. No entanto, esse percentual poderá ser excedido, quando o devedor ou o coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI auditadas por auditor independente registrado na CVM, hipótese em que tais demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM periodicamente.</p> <p>Em relação às sociedades empresariais, estas serão dispensadas do arquivamento das demonstrações financeiras na CVM, nas hipóteses em que os CRI: (i) sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada, neste caso, a negociação dos CRI no mercado secundário; ou (ii) sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 50 investidores profissionais. Nesta hipótese, os CRI subscritos somente poderão ser negociados pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares dos CRI, ou caso o titular aliene todos os CRI subscritos para um único investidor.</p>
GARANTIA	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá ainda contar com instituição do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRI contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.
REGIME FIDUCIÁRIO	Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio comum do Emissor até que se complete o resgate de todos os referidos CRI. Tais créditos não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores do CRI, por mais privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.

FORMA E REGISTRO	Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
CLASSE	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.
TAXA DE JUROS	Fixa ou flutuante.
ATUALIZAÇÃO MONETÁRIA	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. No entanto, é admitida a atualização mensal de valor, por índices de preço ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, se os títulos tiverem prazo de vencimento mínimo de 36 meses. CRI não podem ser indexados a moedas estrangeiras.
PAGAMENTO	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.
COLOCAÇÃO	Através de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. É dispensada a participação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRI para captação de importância não superior a R\$100,0 milhões, desde que, cumulativamente: (i) a distribuição seja realizada pela própria companhia securitizadora que seja a emissora do CRI; e (ii) a companhia securitizadora observe as normas específicas da CVM descritas no art. 9º da Instrução CVM nº 414; e (iii) a companhia securitizadora possua um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata o item anterior e, de maneira geral, pela atividade de distribuição. Caso não seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, a companhia securitizadora não pode contratar agente autônomo de investimento para distribuir os CRI objeto de ofertas públicas.
TRANSFERÊNCIA	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA	B3.

Análise do
Mercado

2

ENTRE EM CONTATO CONOSCO, A MELHOR OPÇÃO PARA A SUA SECURITIZAÇÃO.

Experiência

A Habitasec é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido 87 CRI até o final de 2018, totalizando R\$4 bilhões em CRI para loteamentos, incorporações, shopping centers, hotéis, built-to-suit, além de outros.

Distribuição Própria, Trazendo a Melhor Taxa para Cada Transação

Os sócios da Habitasec possuem amplo acesso e relacionamento junto aos melhores fundos de investimentos, family offices e demais investidores, sendo que muitos já possuem CRI emitidos pela Habitasec. Esta ampla distribuição possibilita trazer a melhor taxa e condições do mercado.

Excelência na Execução e Gestão

A nossa equipe possui ampla experiência e sólida reputação no setor financeiro. Os sócios trabalham diretamente na execução das transações e na gestão dos CRI já emitidos, em conjunto com uma equipe experiente para garantir a agilidade e qualidade dos CRI.

Independência

Prezamos pela transparência e ausência de conflitos de interesses, buscando emitir CRI que cumpram os objetivos tanto dos cedentes quanto dos investidores.

Em 2018 o mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) se manteve em ritmo de continuidade. Embora as variáveis determinantes da força e do potencial deste segmento venham incrementalmente melhorando, seu desempenho realizado no último ano ainda não traduz um alcance de patamares mais elevados. Tanto as fundamentais condições macroeconômicas, como o próprio ciclo imobiliário evoluíram num sentido construtivo em prol do mercado de CRI. Além disto, alguns passos relevantes dados no âmbito regulamentar trazem as possibilidades de novos tipos de operação e de maior robustez informacional, auspiciosas para o futuro do principal título de securitização imobiliária no país. Entretanto, embora por mais um ano deva ser celebrado o fato de que 100,0% das emissões de CRI realizadas tenham sido resultantes de operações denominadas de mercado, os respectivos números de emissão, estoque e montante negociado ficaram aquém de seus picos históricos.

O modelo vigente de financiamento imobiliário no Brasil, centrado na caderneta de poupança, há tempos vem dando mostras de sua inadequação. Como resultado, a dimensão do mercado de financiamento imobiliário no país continua sofrível. Certamente as condições históricas macroeconômicas, principalmente as monetárias, tiveram peso relevante neste resultado. Mas o modelo centrado na caderneta de poupança sobrevive fundamentado no atraso e em características anacrônicas e ineficientes. A barata captação via poupança depende de baixo nível de educação financeira de poupadores e concentra a intermediação financeira em pouquíssimos bancos. Neste sentido, a securitização imobiliária tem um papel fundamental a ser realizado na economia brasileira, agregando valor através de maior eficiência na intermediação financeira voltada para este setor, gerando liquidez, redistribuindo risco e expandindo as possibilidades de retorno, mas, em última análise, incrementando o financiamento imobiliário.

A nova administração no país, a partir de 2019, sinaliza intenção de avançar no sentido de aumento do mercado de securitização imobiliária. Neste sentido, a nova gestão da Caixa Econômica Federal (Caixa) sinaliza objetivos ambiciosos vis-à-vis o histórico daquela instituição. A Caixa, em função de sua dimensão e atuação como instituição pública na concessão de crédito imobiliário pode exercer papel catalisador estratégico para a expansão e desenvolvimento do mercado de CRI. De fato, diferentemente do que ocorre em mercados mais desenvolvidos de securitização imobiliária em outros países, as instituições financeiras no Brasil não atuam efetivamente como originadores que depois cedem créditos imobiliários em operações deste tipo. Se a Caixa se tornasse um cedente de peso de créditos imobiliários para operações de securitização a taxas de mercado, isto representaria um divisor de águas na evolução do mercado de CRI.

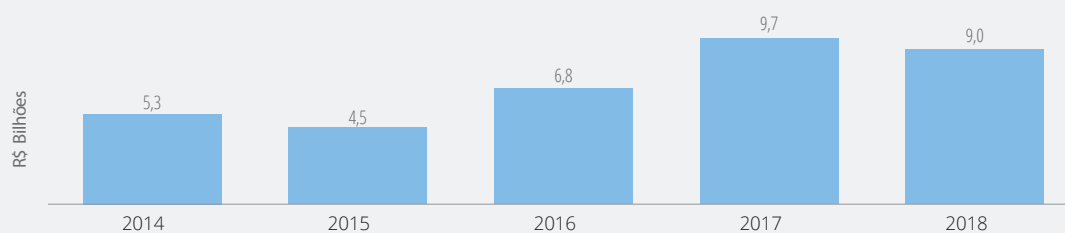
Em relação às possibilidades que já fazem parte da realidade, no começo de 2018 uma decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) permitindo composição de lastro de CRI através de empréstimos com garantia imobiliária, o conhecido *home equity*, gerou expectativas positivas de expansão de mercado, que teria este vetor adicional de crescimento possível. Entretanto, ao longo do último ano as operações realizadas contando com este tipo de lastro, que é um tipo de crédito pessoal, somaram montante ainda muito reduzido, apenas R\$49,9 milhões. Assim, apesar do *home equity* como lastro de CRI ter se tornado uma realidade em 2018, para todos os efeitos um volume relevante deste tipo de operação ainda está para acontecer.

Outro evento de cunho regulatório, também ocorrido no último ano, pode ser bastante auspicioso para o mercado de CRI. Em agosto a CVM emitiu sua Instrução nº 600, voltada, ineditamente, para o regramento das operações de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), no âmbito das ofertas públicas. Como parte desta nova norma, equiparando o novo regime informacional aplicável às operações de CRA com aquele aplicável às operações de CRI, as securitizadoras de CRI também passam agora a ter que divulgar informes em base mensal, e não mais trimestral. Os informes em base mensal vêm ao encontro da necessidade de maior transparência tempestiva que é condição imprescindível para o monitoramento efetivo destas operações, e, principalmente em relação àquelas com lastro pulverizado, para o surgimento de um mercado secundário de CRI que seja líquido e formador de preços. Investidores institucionais e estrangeiros, ainda ausentes do mercado de CRI, na prática, não enxergavam utilidade nos informes anteriores em base trimestral. Com a mudança da frequência de divulgação destes informes, um primeiro passo importante está dado para que o mercado de CRI venha a atrair estes tipos de investidores, que serão aqueles que, quando vierem a participar deste mercado, impactarão relevantemente seu tamanho, beneficiando, finalmente, a dimensão do financiamento imobiliário no Brasil.

No tocante ao desempenho realizado no último ano, repetindo aquilo que foi destaque em 2017, e que reflete um avanço no sentido de maior independência, sustentabilidade e agregação de valor do mercado de CRI, a integralidade das emissões deste título em 2018, que somaram R\$9,02 bilhões, se configurou como operação de mercado. Estas são operações fundamentadas em uma precificação, seja da cessão de créditos adquiridos pelas securitizadoras, seja dos títulos lastreados nestes créditos, a mercado, com a figura de pelo menos parte dos investidores não se confundindo com a do cedente. Anteriormente, até 2016, em função de brechas regulamentares, montantes relevantes de CRI eram emitidos com renumeração atrelada à Taxa Referencial (TR), em operações onde não ocorriam, de fato, transações de crédito efetivamente secundárias e transferência de risco entre partes distintas ou independentes. Além disto, operações do passado que majoravam os números consolidados, envolvendo grandes montantes de CRI remunerados de forma atrelada à TR, que tinham como investidor o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), não eram consideradas operações de mercado.

Abaixo, a **figura 1** traz a evolução anual do montante consolidado em emissões de CRI referentes a apenas às operações de mercado. Em 2018 obteve-se o terceiro maior valor deste indicador no registro histórico, atrás do alcançado em 2013 e em 2017:

FIGURA 1 \ Montante em Emissões de CRI (Operações de Mercado)



Fonte: Uqbar

A seguir, precedendo uma ampla análise do comportamento recente e da tendência do mercado de CRI, e uma leitura quantitativa dos aspectos de destaque deste segmento em 2018, é discutida a evolução de variáveis macroeconômicas chave para o mercado e financiamento imobiliários, e o desempenho recente de outras fontes de financiamento imobiliário, incluindo as recentemente criadas Letras Imobiliárias Garantidas (LIG).

MACRO

Embora progredindo saudavelmente em relação a doze meses atrás, o crescimento econômico e o desemprego em 2018 tiveram desempenho aquém daquilo que era esperado no início daquele ano. Por outro lado, a inflação e a taxa de juros de curto prazo terminaram o ano passado de forma até mais construtiva do que se previa há um ano. De qualquer forma, o quadro dinâmico representado pela evolução destas variáveis macroeconômicas determina um momento atual de fundamentos econômicos mais atrativos que aqueles dos últimos quatro anos, e isto também ocorre especificamente no setor imobiliário, muito em função das próprias variáveis macroeconômicas que, no Brasil, ainda têm peso determinante muito alto no desempenho deste segmento.

Os preços dos ativos financeiros de lastro imobiliário tiveram bom desempenho em 2018, tendência esta que, na realidade, já vinha ocorrendo desde 2016. Mas este comportamento, tanto no ano passado como no biênio anterior, foi um reflexo quase exclusivo da percepção, pelos agentes de mercado, de diminuição do componente básico do risco financeiro, referente à taxa de retorno de títulos governamentais, e não da realização de aumento de receitas de natureza imobiliária. Ou seja, tanto a economia real quanto o ciclo imobiliário só agora começam a entrar em fase de crescimento incremental de demanda. Mesmo assim, em termos gerais ainda há capacidade ociosa a ser diminuída. Há também marcada variabilidade geográfica em relação às condições atuais no setor imobiliário. Por exemplo, na comparação entre os dois principais mercados imobiliários do país, nas cidades de São Paulo e do Rio de Janeiro, há uma defasagem clara no que diz respeito à barganha entre oferta e demanda. São Paulo, em várias de suas áreas, se encontra em situação de mercado mais equilibrado, ao passo que o Rio de Janeiro, na maior parte de seu mercado, continua amplamente ofertado.

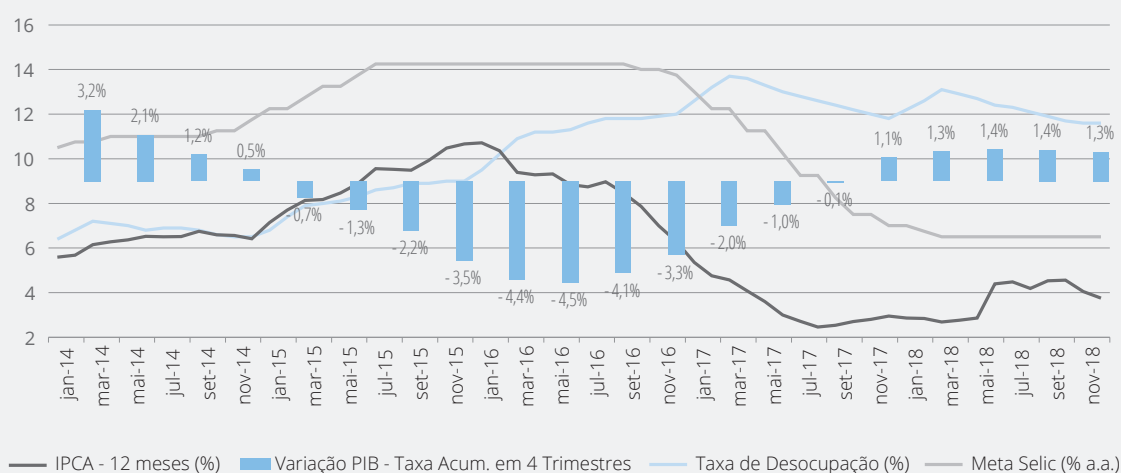
Uma vez já resolvida recentemente a incerteza eleitoral, o desempenho da economia brasileira e de seus ativos financeiros em 2019 será determinado, em grande parte, pelo desempenho na área fiscal governamental. Por sua vez, o desempenho fiscal será avaliado mais em função de seus prognósticos de médio e longo prazo, a partir daquilo que se alcançar através de reformas estruturais, com destaque para a reforma da previdência. Esta, por sua vez, dependerá das iniciativas e deliberações do poder executivo e do poder legislativo, no âmbito do desempenho da política no país. Desta forma, o risco mais relevante olhando-se para os próximos dozes meses é de natureza política.

Com o desemprego finalmente iniciando trajetória de queda, o poder de renda do trabalhador e do consumidor começando a se firmar, o seu nível de dívida e de alavancagem um pouco

mais aliviado, e as variáveis monetárias de inflação e taxa de juros melhor comportadas, uma sinalização concreta positiva que venha ocorrer em termos de reformas estruturais na área fiscal poderia dinamizar este quadro evolutivo no seu atual sentido construtivo. Pra começar, com tal desdobramento, investimentos corporativos, minorados nos últimos anos, saltariam de patamar. Existe, assim, atualmente, por conta de um risco essencialmente político, uma distribuição quase binária de cenários econômicos possíveis para 2019. É neste contexto que o setor imobiliário desempenhará.

Tal qual publicado na versão deste Anuário do ano passado, abaixo, a **figura 2** traz as trajetórias nos últimos cinco anos de quatro variáveis macroeconômicas: crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB), em base trimestral, desemprego, em termos da taxa Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) de desocupação, em base mensal, inflação, em termos do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em base mensal, e taxa de juros nominais de um dia, em termos da taxa Selic, em base diária.

FIGURA 2 \ PIB, Desemprego, Inflação e Juros



Fonte: Banco Central / IBGE / FOCUS (04/01/2019)

No que se refere a estas quatro variáveis fundamentais, de forte impacto determinante da oferta e da demanda no mercado imobiliário, o ano de 2019 começa melhor que o anterior, que, por sua vez, já representou uma evolução em relação a 2017. Particularmente, 2019 precisa avançar mais nos quesitos PIB e desemprego, já que as variáveis monetárias se encontram em território mais saudável, pelo menos em termos históricos. Assim, um ritmo de crescimento anual de PIB que se eleve de menos de 1,5% para acima de 3,0%, e uma taxa de desemprego que se reduza de 11,6% para algo de um dígito apenas são objetivos e condições necessários para 2019 se se almeja a expansão tangível do mercado e do financiamento imobiliários, e dos respectivos títulos de crédito deste segmento.

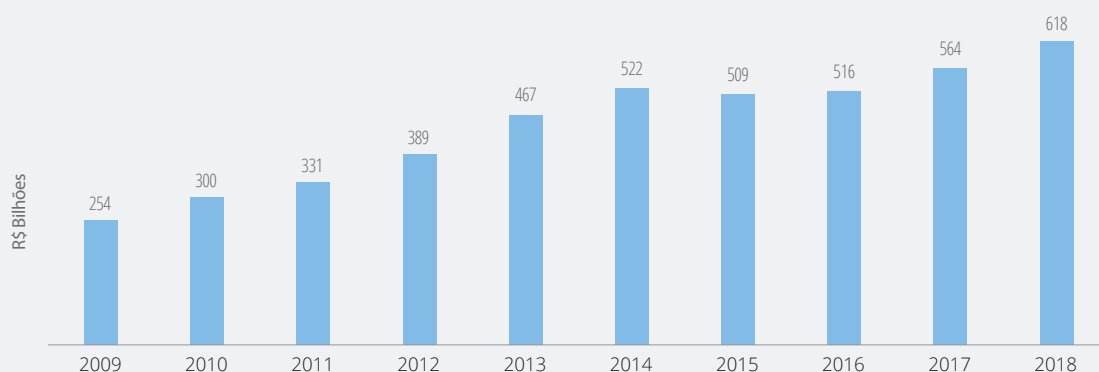
Maiores receitas, maiores lucros e maiores investimentos por parte de empresas, e maior poder de renda por parte de trabalhadores elevam, concomitantemente, oferta e demanda

imobiliária. Ao mesmo tempo, a diminuição da incerteza e do nível inflacionário e a queda dos juros reais, que resultam na expansão de crédito, intensificam ainda mais estes movimentos. Como colocado anteriormente, o elemento catalisador no ano que se adentra, para que se realize este cenário construtivo, se materializa na primeira reforma estrutural necessária, que é uma reforma convincente da previdência.

OUTRAS FONTES

Em 2018 houve continuação do movimento de recuperação do saldo consolidado de caderneta de poupança, que atingiu R\$618,15 bilhões ao final do ano, contra R\$563,74 bilhões ao final do ano anterior. Este crescimento anual nominal de 9,6%, ou real perto de 6,0%, se explica pelo nível praticado ao longo do ano da taxa Selic, que resultou em uma remuneração da poupança não muito abaixo da remuneração pela taxa Selic líquida de impostos. Ou seja, quando a remuneração da poupança, apesar de muito baixa, não fica demasiadamente atrás da Selic líquida, o comportamento de parte relevante de poupadores brasileiros ainda é tal que a captação da poupança tende a crescer em termos não negligentes. Isto reflete ainda o baixo nível médio de educação financeira do poupador médio brasileiro, seu alto conservadorismo, e, de certa forma, uma oferta de opções de investimentos, além da poupança, pelos agentes de mercado que não alcança por completo este universo poupador. Abaixo, na **figura 3**, a evolução anual do saldo consolidado da caderneta de poupança nos últimos dez anos, o qual havia se retraído no biênio 2015-2016 e retomou seu crescimento no último biênio.

FIGURA 3 \ Saldo da Caderneta de Poupança



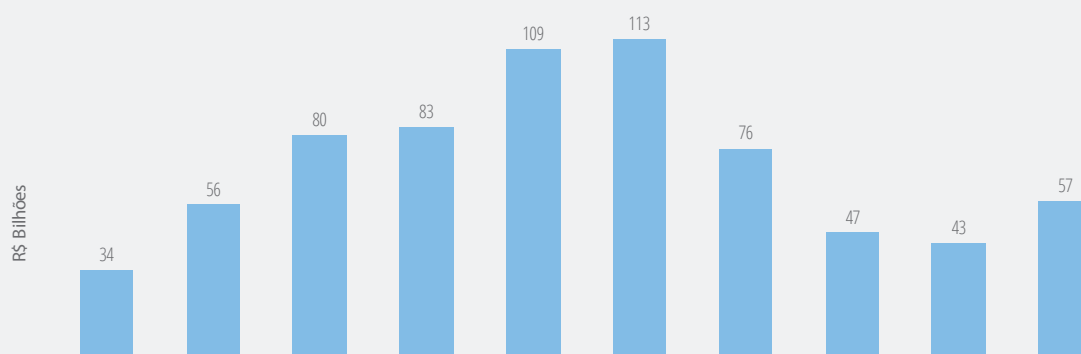
Fonte: Banco Central

A caderneta de poupança, em função do direcionamento regulamentar dos recursos captados pela mesma, continua figurando como a principal fonte de financiamento do segmento imobiliário. Trata-se de uma fonte bancária, pilar do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Pelos fatos de que há descasamento de prazos entre os depósitos em poupança e os créditos imobiliários originados a partir do direcionamento destes depósitos,

de que a remuneração destes depósitos é muito baixa e artificialmente determinada pelo governo, de que há enorme concentração destes depósitos em balanços de poucos bancos, entre outros, o modelo histórico de financiamento imobiliário no Brasil fundamentado na caderneta de poupança não alcançou sucesso.

Em função da inércia da recuperação da demanda imobiliária, em um quadro no último ano onde o desemprego apenas começou a se reduzir, ainda se situando em dois dígitos, e onde o crescimento econômico não se acelerou, não superando sequer 1,5% depois de longo período de contração intensa, os novos financiamentos imobiliários oriundos no direcionamento dos recursos captados na caderneta de poupança permaneceram em nível historicamente baixo. Depois de um crescimento anual ininterrupto desde 2002, este indicador caiu fortemente em 2015, e um pouco mais nos dois anos seguintes. Em 2018 houve modesta recuperação em relação ao ano anterior, atingindo-se R\$57,39 bilhões, como mostra a **figura 4**.

FIGURA 4 \ Novos Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE



Fonte: Abecip/Banco Central

Adicionalmente, quando se analisa quantitativamente o desempenho recente das fontes governamentais de financiamento imobiliário, constatam-se quedas de montantes e/ou unidades financiadas consolidados. O governo, pressionado por seu déficit fiscal, diminuiu seu ritmo de repasses do orçamento para o setor e, mesmo em se tratando de recursos do trabalhador, diminuiu os investimentos anuais de natureza imobiliária do FGTS. Tratam-se de reversões que contrariaram tendência histórica.

SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH) / SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI)

Em 31 de julho de 2018 o Banco Central publicou a Resolução nº 4.676, que, entre outros, altera o perfil do enquadramento do direcionamento para o financiamento imobiliário exigível junto às instituições captadoras de recursos através da caderneta de poupança. A nova Resolução, que passa a valer a partir de 2019, permitirá que o direcionamento dos recursos captados

junto à poupança seja cumprido sem necessidade de aplicá-los em empréstimos imobiliários no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Ou seja, os créditos imobiliários originados não estarão sujeitos ao formato SFH, com destaque para a não necessidade destes serem remunerados com base na TR e de se limitarem aos montantes menores daquele sistema. Adicionalmente, a maioria dos créditos imobiliários continuam tendo que ser residenciais.

A nova norma potencializa, assim, pela primeira vez, a interação saudável entre as instituições financeiras, como cedentes de créditos imobiliários, e as operações de securitização imobiliária. Os créditos imobiliários originados para atender o direcionamento serão econômica e financeiramente mais transacionáveis entre as primeiras e as últimas, além de se caracterizarem, em sua maioria, por serem do tipo que compõe carteiras pulverizadas de securitização, as quais viabilizam estruturas onde esta tecnologia financeira pode oferecer seus benefícios de forma plena.

Porém, restaria ainda o obstáculo resultante da exigibilidade do direcionamento. Em outras palavras, as instituições financeiras, ao cederem para operações de securitização créditos imobiliários originados para atender o direcionamento, necessitariam originar novos créditos imobiliários para continuar atendendo a exigibilidade. De qualquer forma, a depender da situação de balanço e da gestão de cada instituição financeira, a securitização poderá se tornar uma opção viável de captação de recursos e realização de lucros, uma vez que os créditos imobiliários representarão matéria-prima que poderá ser transformada através da tecnologia da securitização em títulos demandados por investidores de mercado.

Na verdade, além do direcionamento regulamentar para o segmento imobiliário, as instituições financeiras, até 2016, vinham aumentando suas carteiras em balanço deste tipo de crédito com recursos captados com emissões de Letras de Crédito Imobiliário (LCI). O lastro das LCI é composto por crédito imobiliário originado no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), a taxas de mercado. Com a recessão econômica e a elevação da curva de juros, o estoque consolidado de LCI parou de subir, e em 2018 despencou aproximadamente R\$26,75 bilhões, fechando o ano em R\$156,56 bilhões. Mas, mesmo sendo as LCI um instrumento não robusto de captação e de investimento no segmento imobiliário, com forte descasamento de prazo e taxa de juros em relação ao seu lastro, além de fraco nível de blindagem do mesmo, o comportamento do mercado de LCI no passado recente demonstra o viés das instituições financeiras. Estas, que são relativamente poucas, por ora parecem mais interessadas em reter em seus balanços, e de forma sistemicamente concentrada, o crédito imobiliário originado. Isto se explica muito em função da característica de captação barata que estes instrumentos, como a poupança e a LCI, representam, sendo ambos opções que possibilitam a isenção fiscal sobre os rendimentos para os seus investidores, e que são garantidas pelo Fundo Garantidor de Crédito.

LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS (LIG)

A Resolução CMN 4.598/2017 trouxe ao mercado mais um instrumento de captação bancária para o segmento imobiliário, as LIG, tendo as primeiras emissões deste título ocorrido no final de 2018. A LIG é um título de crédito emitido por instituições financeiras, garantido por carteira

de ativos que é predominantemente composta por créditos imobiliários e que é submetida ao regime fiduciário. A instituição emissora permanece responsável pelo adimplemento das obrigações decorrentes da LIG, independentemente do desempenho da carteira de ativos subjacentes. Investidores pessoa física e não residentes (salvo exceções) usufruem de isenção fiscal sobre rendimentos deste título.

Entretanto, o nascimento de mais este título está longe de assegurar as condições para um aumento do financiamento imobiliário na economia brasileira, objetivo alegado como justificativa para sua criação, e também para o incentivo fiscal que a acompanha.

Distintamente do regramento que é aplicável aos outros tipos de Letras de lastro imobiliário emitidas pelas instituições financeiras, como a LCI, cujos saldos credores devem ser deduzidos para fins de atendimento da exigibilidade no direcionamento de recursos captados via poupança, no caso das LIG, a Resolução CMN 4.676/2018, que regulamenta o direcionamento, determina que seja deduzido para os mesmos fins o saldo credor apenas dos títulos emitidos com prazo de vencimento inferior a três anos.

Assim, a LIG, que segundo sua norma já requer prazo mínimo de vencimento de dois anos, a partir de emissões com prazos de vencimento de três anos possibilita a ocorrência da duplicidade de função de seu lastro. Seu lastro obrigatório poderia, ao mesmo tempo, ser também o crédito imobiliário contabilizado para fins de atendimento da exigibilidade no direcionamento de recursos captados via poupança do seu emissor. O corolário seria uma capacidade duplicada de captação barata de recursos, por parte das instituições financeiras, por conta da incidência do incentivo fiscal relacionado a ambas modalidades de captação, sem que houvesse necessidade de qualquer incremento no montante total de créditos imobiliários originados.

Além da análise do impacto no financiamento imobiliário, a LIG, para efetivamente ter chance de atrair de forma relevante o investidor institucional e estrangeiro, requereria um *upgrade* em seu regime informacional exigido. Estes investidores demandam informação útil e tempestiva (em base mensal, e não trimestral como a norma exige) sobre o lastro destes títulos para a sua devida precificação. Sem este tipo de informação, ou seja, sem haver como efetivamente mensurar qual o valor agregado de um lastro supostamente diversificado e de risco de correlação não elevada com o do emissor, a LIG se torna tão somente um passivo do seu emissor, sem poderes mágicos para resultar em um mercado diferenciado de um mercado de outras Letras, como o da LCI. Esta é a lição básica de quem estuda os mercados mais desenvolvidos de *covered bonds*, que são títulos equivalentes às LIG.

CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

As condições macroeconômicas, e principalmente as variáveis monetárias, como a curva de juros, se comportaram de forma a melhorar os fundamentos do mercado de CRI durante o ano de 2018. Entretanto, conforme evidenciado pelo desempenho do mercado primário

deste título ao longo do ano, este processo de melhora ainda se encontra em estágio inicial. Os primeiros sinais de recuperação de demanda por crédito imobiliário ficaram limitados ao setor bancário. No mercado de CRI o ritmo de operações se manteve equivalente ao do ano anterior.

Tal qual ocorrido em 2017, no último ano 100,0% das operações de CRI foram operações de mercado, o que não deixa de ser uma característica bastante positiva. Mas, como a análise mais detalhada das operações no ano evidenciará na sequência, este foi mais um ano em que o mercado de CRI, como um instrumento independente, ainda não representou um impulso ao financiamento imobiliário residencial às pessoas físicas, a real finalidade original da criação deste título de securitização. Em sua quase totalidade, as instituições financeiras permaneceram distantes do papel de originadoras de carteiras pulverizadas de créditos imobiliários que se tornam cedentes das mesmas junto a operações de securitização, tendo algumas construtoras e incorporadoras imobiliárias preenchido este papel para o número reduzido de operações realizadas com este tipo de lastro. Na mesma linha, CRI com lastro devido por pessoas físicas representaram mais uma vez a minoria do montante e do número de operações emitidas no ano. Predominou, assim, o lastro em crédito imobiliário corporativo e de risco de crédito concentrado. Além disso, dos CRI emitidos, boa parte teve remuneração atrelada à Taxa DI, deixando em papel secundário os índices de inflação, mais comuns em contratos imobiliários residenciais.

Como aspectos positivos referentes ao ano que passou, que representam fatores relevantes para o crescimento futuro do mercado de CRI, tanto o novo regime informacional exigido a partir da edição da Instrução nº 600 da CVM, em base mensal, como a possibilidade de lastro composto por empréstimos com garantia imobiliária (*home equity*), configuram os principais destaques. Além disso, a Associação Brasileira das Securitizadoras (imobiliárias e do agronegócio), ABSia, que conta dentre seus associados algumas das maiores securitizadoras do país, teve seu segundo ano de atuação, fortalecendo institucionalmente o segmento. Vale destacar também que nos últimos anos um grupo mais reduzido de securitizadoras, desassociadas a bancos, vem se consolidando na liderança do mercado de CRI, indicando o potencial destas de adquirirem dimensão, estrutura e balanço maiores, aspecto imprescindível se o mercado de securitização imobiliária vier a saltar de patamar em um futuro próximo.

EMISSÕES

O segundo ano completo sob a vigência da Resolução CMN 4.410 demonstra o impacto que tal norma operou no mercado de CRI, ainda que este não tenha sido o alvo central desta resolução.

Retirados os incentivos concernentes ao direcionamento de recursos captados junto à caderneta de poupança pelas instituições financeiras, nos quais os investimentos em CRI com lastro composto por financiamentos imobiliários fora do formato do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) poderiam ser utilizados para atender tal exigibilidade, o mercado primário de CRI pode florescer de forma genuína e sustentável.

Sem a artificialidade de operações de CRI estruturadas para arbitrar a regulação pré-Resolução CMN 4.410, caracterizadas superficialmente pela remuneração indexada à Taxa Referencial (TR), o mercado primário de CRI ganhou em aderência ao mercado imobiliário de fato, principalmente o de cunho residencial, mas perdeu em dimensão.

**EM 2018, AS EMISSÕES DE CRI
TOTALIZARAM R\$9,02 BILHÕES,
DISTRIBUÍDOS EM 129 OPERAÇÕES...**

Em 2018, as emissões de CRI totalizaram R\$9,02 bilhões, distribuídos em 129 operações, o segundo ano consecutivo em que 100,0% das operações com emissões deste título se qualificaram como operações de mercado, segundo os critérios adotados pela Uqbar.

Comparado com 2017, o ano registra retração de 6,8% em relação ao montante e de 9,8% no que diz respeito ao número de operações. Comparativamente, de 2014 a 2016 as operações de CRI que se distanciam do conceito de operações de mercado predominaram em termos de montante emitido.

Apesar disso, o total anual emitido em CRI referente a 2018 tem no segundo semestre do ano o seu principal sustentáculo. Enquanto durante o primeiro semestre apenas março superou o nível de R\$1,00 bilhão mensal emitido, na segunda metade do ano a cifra mensal superou tal nível em duas oportunidades, sendo elas em agosto, com R\$1,35 bilhão, e em dezembro, com R\$1,67 bilhão, que por sinal foi a maior marca dos últimos 15 meses.

A aceleração do ritmo de emissões na segunda metade do ano passado pode ser um tanto promissora em termos de desempenho em 2019, principalmente quando se leva em conta a entrada em vigor da Resolução CMN 4.676, editada no último mês de julho. Ainda que não aborde a securitização imobiliária diretamente, a norma flexibiliza as condições de contratação dos financiamentos imobiliários com recursos dos depósitos de poupança e deve, assim, estimular o setor, já que essas operações deixam de estar condicionadas por limites de valor de avaliação do imóvel financiado, de taxa de juros e de estruturas de atualização, permitindo-se, inclusive, a atualização dos financiamentos por índices de preço. Desta forma, os créditos imobiliários se tornarão mais atrativos sob a perspectiva de estruturadores, gestores e investidores do mercado de securitização.

Em termos de número de operações, como dito anteriormente, em 2018 se alcançou 129 delas, abaixo das 143 operações realizadas em 2017. Tal qual ocorreu em relação ao perfil evolutivo do montante emitido de CRI ao longo do último ano, o número de operações se intensificou no segundo semestre, com aproximadamente 60,0% delas sendo emitidas neste período. Enquanto entre janeiro e junho computou-se uma média mensal de nove operações, entre julho e dezembro essa média saltou para doze operações.

Vale também destacar que o número de títulos de CRI emitidos em 2018 aumentou em relação a 2017, alcançando seu maior nível histórico, mesmo com diminuição do número de operações. Ao todo, em 2018 foram emitidos 236 títulos, enquanto que no ano anterior haviam sido emitidos 212 títulos.

SECURITIZADORAS

Nos últimos anos, securitizadoras imobiliárias atuantes desde o início do mercado perderam participação, e uma nova ordem se firmou no âmbito da quota de mercado desses participantes. Securitizadoras ligadas aos grandes bancos ou construtoras emitiram menos, enquanto novas securitizadoras foram registradas, e outras, depois de um hiato de alguns anos, voltaram a emitir CRI.

No placar geral do número de securitizadoras, 2018 registra 19 securitizadoras emitentes, considerando um universo potencial de 46 securitizadoras aptas a emitir CRI. Com os cancelamentos de registros de securitizadoras imobiliárias perante a CVM esse número acabou por encolher na comparação com 2017, época em que o número se situava em 51. Foram oito as securitizadoras que tiveram seus registros cancelados, entre as quais se encontram a Edafo (registrada e cancelada durante 2018), e a Brasil Plural, inserida no processo de aquisição e absorção de outras securitizadoras por parte da ISEC, como relatado na edição anterior do Anuário Uqbar CRI. Por outro lado, 2018 registrou apenas três securitizadoras neófitas, sendo que uma delas já teve seu registro cancelado, como mencionado anteriormente.

CEDENTES

A redução do número de operações emitidas em 2018, na comparação com o ano anterior, também parece ter impactado o número de cedentes distintos envolvidos nos CRI.

Em 2018 as 129 operações de CRI emitidas revelaram um total de 138 cedentes, entre pessoas jurídicas (137) e físicas (1). Em 2017, comparativamente, as 146 operações de CRI expuseram um total de 151 cedentes, todos pessoas jurídicas.

Entre as pessoas jurídicas, naturalmente a atividade econômica que predomina entre esses participantes é Atividades Imobiliárias, chegando ao número de 116 empresas. Esta categoria abarca empreendedoras, loteadoras, incorporadoras, entre outros participantes, como Fundos de Investimento Imobiliário (FII), que em 2018 perfizeram quatro unidades.

Intermediação Financeira é a outra principal atividade econômica dos cedentes atuantes deste mercado, não só em 2018 como historicamente. Do total de cedentes de 2018, doze são bancos, fundos de investimento ou companhias hipotecárias. Nota-se que, enquanto em anos anteriores a 2017 destacavam-se como cedentes alocados nesta categoria grandes bancos brasileiros, em 2018, por outro lado, já se percebe uma mudança de perfil, com companhias hipotecárias e bancos médios predominando nesta função, mesmo levando-se em conta que alguns destes não originam efetivamente o crédito cedido. Outros integrantes dessa categoria são os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) (4) e Fundos de Investimento em Participações (FIP) (1).

As empresas deste segmento estão presentes em um número de operações maior do que a parcela que auferem entre o número total de cedentes. Enquanto doze empresas de Intermediação Financeira cederam créditos para 35 operações, 116 empresas de Atividades Imobiliárias cederam créditos para 87 operações.

Uma gama diversificada de outras empresas, como aquelas de construção, serviços, alojamento e comércio, também marcou presença nesse mercado, emplacando um total de nove cedentes e marcando a continuidade de uma tendência mais recente de expansão do conjunto de captadores de recursos.

COMPOSIÇÃO DAS EMISSÕES DE CRI

Observado no detalhe, o mercado primário de CRI em 2018 parece ter caminhado, ainda que comedidamente, em direção a um perfil mais intimamente relacionado ao crédito imobiliário residencial. Isso significa dizer, pois, crédito imobiliário pulverizado e devido essencialmente por pessoas físicas.

Assim, em relação ao montante total emitido em 2018, o percentual referente aos CRI com lastro em Crédito Imobiliário se fixou em 84,5%. Já as operações com lastro em Aluguel somaram apenas 15,0%. Comparativamente a 2017, se nota expansão do percentual da primeira classe de ativo-lastro e redução, em quase igual medida, da classe Aluguel, considerando os percentuais para o ano de 77,6% e 20,8%.

Além disso, já nos primeiros momentos de 2018, a CVM tomou decisão no sentido de permitir que CRI tenham seu lastro composto por empréstimos com garantia imobiliária, o que é conhecido como *home equity*. Esse tipo de crédito recebe a chancela Crédito Pessoal na denominação da Uqbar. Em um início ainda tímido, Crédito Pessoal responde por apenas 0,6% do montante total emitido em CRI em 2018.

No quesito número de operações, os CRI com lastro em Crédito Imobiliário correspondem a 70,5% do total, ao passo que os com lastro em Aluguel respondem por 27,9%. As operações de Crédito Pessoal correspondem a 1,6%. Comparando essas três categorias de ativo-lastro através de ambos os indicadores, tem-se que as operações com lastro em Aluguel foram realizadas com média de montante emitido inferior à média do mercado.

É sob a ótica do tipo de devedor das operações emitidas em 2018 que se tem melhor ideia da mudança, acanhada, reitera-se, do perfil do lastro dos CRI. Entre 2018 e 2017 os CRI cujo lastro é devido por Pessoas Físicas (CRI PF) dobraram sua fatia em relação ao total. O percentual referente aos CRI PF encerrou 2018 no patamar anual de 12,2%, o que se compara com os 6,8% referentes a 2017. Enquanto isso, aqueles CRI devidos por Pessoas Jurídicas (CRI PJ) auferem 87,5% do total, um predomínio ainda incontestável. Operações com lastro devido tanto por pessoas físicas (PF) como por pessoas jurídicas (PJ) somaram montante equivalente a 0,2%, o mesmo percentual verificado em 2017.

A composição do consolidado de mercado por número de operações acaba por beneficiar a participação referente aos CRI PF. Aqueles CRI cujo lastro é devido por PF representam 20,9% do número total de operações, ao passo que os CRI PJ correspondem a 78,3%. CRI com lastro devido tanto por PJ como por PF foram emitidos em montante que representa 0,8% do total.

**EM UM INÍCIO AINDA
TÍMIDO, CRÉDITO PESSOAL
RESPONDE POR APENAS 0,6%
DO MONTANTE TOTAL EMITIDO
EM CRI EM 2018.**

O perfil do risco de crédito das operações de CRI emitidas em 2018, a seu turno, se mostra concentrado, de poucos devedores, mas houve uma desconcentração em relação a 2017. Em termos de montante, os CRI de risco de crédito concentrado representam 82,6% do total de 2018, contra 91,6% do ano anterior. Enquanto isso, parcela do montante correspondente a 17,4% é referente a CRI com risco pulverizado, o que, em boa parte das vezes, significa dizer CRI com lastro devidos por PF. Em 2017 esse percentual era metade do atual: apenas 8,4% do montante emitido em 2017 correspondia a CRI de risco pulverizado. Em termos de número de operações, os CRI de risco pulverizado de 2018 ampliaram sua participação para 28,7%. Já os de risco concentrado diminuíram sua hegemonia, apontando 71,3% do total.

EM TERMOS DE NÚMERO DE OPERAÇÕES, OS CRI DE RISCO PULVERIZADO DE 2018 AMPLIARAM SUA PARTICIPAÇÃO PARA 28,7%.

Deixa-se para trás os cortes das emissões de CRI mais relacionados ao lastro dos títulos e desloca-se para uma segmentação no nível das características dos títulos emitidos, tais como prazo, remuneração e classificação de risco.

A composição por faixa de prazo do montante emitido de CRI indica um encurtamento do prazo médio dos títulos emitidos. Se em 2017 predominavam (em termos de montante e de número) os títulos com prazo de vencimento entre cinco e dez anos, em 2018, em termos de montante, a principal faixa foi aquela de vencimento inferior a cinco anos.

O montante dos títulos com prazo de vencimento até cinco anos representou 42,9% do total emitido em 2018, e o número de títulos, 33,5%. Já a faixa de prazo compreendendo o período de vencimento entre cinco a dez anos representou 36,4% do montante total, mas foi aquela com maior representatividade em relação ao número de títulos emitidos: 45,3%. Já as faixas de dez a 15 anos e acima de 15 anos apresentaram montantes equivalentes a 18,3% e 2,4%, respectivamente, enquanto estas mesmas categorias, sob a ótica do número de títulos, foram responsáveis por 18,6% e 2,5% do total.

Tomando por base a noção de que créditos imobiliários pulverizados e devidos por pessoas físicas tendem a apresentar prazo de vencimento compatível com o longo prazo, conclui-se que a razão para o encurtamento dos prazos de vencimento resulta da participação dos CRI de risco concentrado e devido por pessoas jurídicas, sejam pertencentes a classe de ativo-lastro Crédito Imobiliário ou não.

No âmbito da composição das emissões de CRI em 2018 pelo indexador adotado para o cálculo da remuneração dos títulos, a predominância da Taxa DI ou de algum índice de inflação vai depender do indicador utilizado. Ao todo, em 2018, do montante total emitido, 49,7% esteve atrelado à Taxa DI, mas o percentual cai para 21,2% quando o critério adotado é o número de títulos emitidos no ano.

Também integram a composição do mercado primário de CRI os títulos indexados ao IPCA, que representam 39,5% do montante emitido e 45,8% do número de títulos. Já o IGP-M, outro índice de inflação, é adotado em 9,8% e 30,1% do montante e do número de títulos, respectivamente. A discrepância entre os indicadores é de alguma forma análoga

à discrepância também encontrada entre os percentuais relativos ao ativo-lastro Aluguel, tanto em relação ao montante como ao número de operações. Isso advém do fato do IGP-M ser o principal indexador utilizado para os contratos de locação em geral. Não obstante, também se detecta um impulso extra a esse indicador vindo dos CRI com lastro em contratos de financiamento para aquisição de unidades em loteamento, que são emitidos em menor monta, mas que, pelo menos em número de títulos, se proliferaram no ano. Finalmente, há também os CRI cuja remuneração é atrelada a outros indicadores, perfazendo 1,0% do montante emitido e 3,0% do número de títulos. Compõem esse agregado os índices de inflação INCC-DI e IGP-DI, além da remuneração não atrelada a indexador algum, chamados aqui de Taxa Fixa.

Como a maior parte dos CRI ainda é distribuída publicamente com esforços restritos, como se verá abaixo, predominam também os títulos que não são objeto de classificação de risco. Em 2018, CRI representando 53,8% do montante total emitido, e 66,9% do número de títulos, não dispunham de opinião de crédito por parte de uma agência de classificação de risco. Contudo, 42,9% do montante emitido diz respeito a CRI com nota de crédito atribuída entre 'A' e 'AAA', mas esse percentual cai para 12,3% sob a ótica do número de títulos. Adicionalmente, 3,3% e 20,8% do montante e do número de títulos, respectivamente, desfrutaram de nota compreendida entre 'B' e 'BBB'.

Em relação ao tipo de oferta através das quais as emissões de CRI foram realizadas em 2018, 32,2% do montante total foi distribuído no mercado conforme as normas da Instrução CVM nº 400 (ICVM 400) e da Instrução CVM nº 414 (ICVM 414), percentual superior ao computado em 2017 e 2016. Em termos de número de títulos, o percentual cai para 3,8%.

As ofertas registradas segundo o regime de esforços restritos, estabelecido pela Instrução CVM nº 476 (ICVM 476), ainda predominam em relação às registradas segundo a ICVM 400, ao perfazer 67,8% do total do montante, e 96,2% do número, de emissões em 2018. Destaca-se ainda o fato de, no fim de 2018, a norma concernente à distribuição de CRI ter sido equiparada à então recém-publicada Instrução CVM nº 600, que trata dos CRA. A Instrução CVM nº 603, entre outros pontos, esclareceu que ofertas CRI sob o regime da ICVM 476, até o limite de R\$100,0 milhões, podem ser realizadas sem a necessidade de contratação de instituição intermediária. Finalmente, em 2018, assim como em 2017, não se observou sequer um CRI dispensado de registro.

Pelo lado do investidor dos CRI emitidos durante 2018, e tomando como base uma amostra correspondente a 59,1% da cifra total (independentemente do tipo de oferta do CRI), verifica-se que, como no ano anterior, Fundos de Investimento e Pessoas Físicas dividem a maior parte do montante investido em CRI.

A classe de Fundos de Investimento é composta por aqueles regulados pela Instrução CVM nº 555 e pelos FII. Considerando que os FII de Renda Fixa, que investem majoritariamente em CRI, emitiram R\$2,92 bilhões em 2018, é razoável supor que os FII são, dentro da classe Fundos de Investimento, os principais agentes investidores. Investidores em geral, especialmente pessoas físicas, se expõem de forma indireta aos CRI através dos FII, e ainda podem se beneficiar de

uma carteira gerida ativamente por instituições especializadas no assunto. Isto posto, tem-se que Fundos de Investimento foram responsáveis por adquirir 45,2% do montante considerado para 2018. Já os investidores pessoa física, principal público dos CRI ofertados publicamente segundo os ritos da ICVM 400, foram os responsáveis pela aquisição de títulos que somaram 35,0% do montante emitido no período.

Por sua vez, distribuidores, representando as instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição, adquiriram 9,1% do total emitido, logo à frente das instituições financeiras, que auferiram 6,8% da amostra. Finalmente, a categoria Outros, amálgama de classes tais como pessoa jurídica, investidores pessoa física ou jurídica ligados aos participantes do consórcio e ao originador dos créditos, companhias seguradoras, além de entidades de previdência privada e clubes de investimento, somou participação equivalente a 3,9% do montante de CRI referente à amostra de 2018.

ESTOQUE

O montante em estoque de CRI na CETIP atingiu R\$73,82 bilhões ao final de 2018, sendo esta nova marca 3,3% inferior ao nível de um ano antes, quando este indicador se encontrava em R\$76,39 bilhões. Pela sua natureza de mais longo prazo, os CRI prolongam no tempo o efeito de um incremento anual do montante de emissões sobre o nível de estoque. A extensão desse prolongamento, por sua vez, é definida pelo histórico de prazo médio de vencimento dos CRI emitidos. Adicionalmente, constata-se um total de 881 operações ainda ativas ao final de 2018, compreendendo 1.172 títulos, um número recorde para ambos os indicadores.

MERCADO SECUNDÁRIO

Medido sob a ótica do montante negociado, o mercado secundário de CRI em 2018 encolheu 3,1% na comparação com 2017. Porém, ao totalizar R\$8,34 bilhões no ano, a cifra, composta pela soma dos negócios registrados na B3 e na CETIP, acaba por se situar como a terceira melhor marca dos últimos cinco anos.

Em contraste, o número de negócios com CRI mais genuinamente relacionados ao mercado secundário se expandiu com distinção. Para efeito comparativo, os 43.674 negócios computados em 2018 superaram, por larga margem, a soma das negociações registradas anualmente entre 2014 e 2017. Todavia, essa tendência já era identificada em 2017 frente ao ano anterior. Comparado a 2016, o número de negócios em 2017 já havia se expandido 266,1%. Em 2018, nova expansão registrou incremento percentual da ordem de 173,7%.

A notícia de relativo aumento da liquidez do mercado secundário de CRI é positiva, e pode-se inferir que há relação não desprezível entre esse fato e a relevância crescente dos FII de Renda Fixa, como visto anteriormente, mas o caráter “secundário” das negociações totais envolvendo CRI ainda deve ser objeto de atenção. Quanto mais distantes do momento de suas respectivas emissões, mais as transações dos títulos estão associadas com um mercado secundário

genuíno. Isto justifica, assim, para o benefício de uma análise de melhor discernimento, a segmentação, por intervalo de tempo entre emissão e negociação, das transações realizadas de CRI. Em 2018, por exemplo, os R\$8,34 bilhões e 43.674 negócios representaram 82,9% e 85,8%, respectivamente, do total computado para ambos os indicadores, independentemente da faixa de prazo.

RANKINGS

Se por um lado o montante de emissões e o saldo devedor dos CRI em 2018 se retraíram, por outro lado a concorrência entre os participantes do mercado se ampliou. Os Rankings Uqbar para o mercado de CRI registraram inúmeras permutações de posições na comparação entre os anos de 2017 e 2018. Abaixo, destaca-se as alterações mais relevantes nos rankings ocorridas no último ano.

Entre os emissores de CRI, as Securitizadoras Imobiliárias, apesar de 19 delas terem realizado emissões em 2018, verificou-se que mais de três quartos, tanto em termos de montante quanto de número de operações, concentrou-se em apenas cinco securitizadoras. Destaque maior para a True, anteriormente denominada Ápice, que conseguiu se manter no topo dos rankings de emissões de CRI em 2018 por ambos os critérios. No último ano a securitizadora realizou 35 operações que totalizaram R\$2,57 bilhões.

A RB Capital, por sua vez, emitiu R\$2,10 bilhões em CRI divididos em 13 operações, registrando, respectivamente, a vice-liderança e a quarta posição dos rankings anuais por montante emitido e número de operações. A RB Capital foi responsável pela maior emissão do ano: a 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização. Este é um CRI de classe única que foi objeto de oferta pública através da ICVM 400, com captação no valor de R\$662,8 milhões, juros de 99,0% da Taxa DI e que possui classificação de risco "AAA" pela Fitch. O lastro da operação consiste em debêntures, representadas por CCI, que têm a Rede D'Or São Luiz como devedora, e a GNI04 Empreendimentos Imobiliários como cedente. De acordo com o prospecto da operação, o valor captado com a emissão das debêntures deve ser destinado à construção, expansão, manutenção, desenvolvimento e/ou reforma de determinados imóveis localizados nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro e no Distrito Federal.

Completam o top5 de emissores de CRI em 2018 a Habitasec, o Grupo ISEC (denominado aqui simplesmente como ISEC) e a Fortesec. A Habitasec alcançou a terceira posição do ranking por montante emitido, com R\$1,05 bilhão, e a vice-liderança por número de operações, com 24 operações. A ISEC ficou com a quarta posição por montante emitido, com R\$947,7 milhões, e com a quinta posição por número de operações, com onze operações. Já a Fortesec terminou o ano na quinta posição por montante emitido, com R\$625,5 milhões, e na terceira posição por número de operações, com 16 operações.

Levando-se em consideração todas as operações de CRI ainda em circulação, independente do ano em que foram emitidas, a RB Capital lidera três dos quatro rankings de securitizadoras

imobiliárias publicados neste anuário. Aqui também vale mencionar o movimento ascendente da True, que apresentou crescimento de suas participações de mercado nestes rankings superiores aos registrados pela RB Capital.

Depois de ter dominado o mercado de agentes fiduciários de novas operações de CRI por dois anos consecutivos, a Vórtx não repetiu o desempenho em 2018. No caso do ranking pelo critério de montante emitido, a Pentágono conquistou a liderança com R\$4,31 bilhões. Já no caso do ranking por número de operações, a Vórtx manteve-se na liderança com 46 operações. Nesses dois rankings o top3 permaneceu dominado por Vórtx, Pentágono e Oliveira Trust, que em conjunto concentraram mais de 90,0% deste segmento do mercado de CRI.

Vale recordar que ao longo de 2018 a Vórtx passou por transtornos atuando na função de agente fiduciário, quando a CVM a proibiu temporariamente de atuar em novas ofertas públicas com esforços restritos, em decorrência de um episódio que envolveu debêntures emitidas pela EBPH Participações. Tempos depois o colegiado da autarquia revogou a proibição em relação a Vórtx e, após isso, como relatado no Portal TLON da Uqbar, a companhia renunciou à atividade de agente fiduciário em algumas operações de CRI.

Com efeito, os rankings que consideram todas as emissões de CRI em circulação permaneceram com a Pentágono no topo do pódio. Por outro lado, a Vórtx conseguiu superar a Oliveira Trust no ranking pelo critério de montante de saldo devedor. Em 31 de dezembro do último ano, o saldo devedor dos CRI nos quais a Pentágono atuava como agente fiduciário totalizava R\$37,92 bilhões (51,4% do total), divididos em 334 operações (38,0%). A Vórtx figura com R\$17,01 bilhões (23,0%), distribuídos entre 164 operações (18,6%), e a Oliveira Trust com R\$15,07 bilhões (20,4%) e 295 operações (33,5%).

Os Rankings Uqbar de escritórios de advocacia para o mercado de CRI em 2018 apresentaram diversas alterações de posições, exceto no posto de líder do mercado. Por mais um ano o PMKA alcançou a liderança, tanto em relação ao montante emitido quanto em relação ao número de operações. Ao todo, este escritório assessorou juridicamente 31 operações (22,0%) em 2018, que somaram R\$2,39 bilhões (20,6%).

O mercado de agências de classificação de risco de CRI se desenrolou com um roteiro semelhante ao dos escritórios de advocacia. O papel de líder permaneceu inalterado, entretanto, cada ranking deste segmento apresentou um ator principal diferente. A primeira posição pelo critério de montante classificado foi conquistada pela Fitch, com R\$2,98 bilhões, ao passo que, pelo critério de número de títulos classificados, foi conquistada pela Austin, com 61 atribuições.

Nos rankings de líderes de distribuição, por sua vez, as diversas alterações de posição incluem também o posto de liderança pelo critério de montante emitido. Em 2018 a CM Capital Markets manteve a liderança conquistada no ano anterior no ranking por número de títulos e assumiu este mesmo posto no ranking por montante emitido. A CM Capital Markets distribuiu R\$1,54 bilhão de CRI em 2018, divididos em 41 séries.

Ao se analisar o segmento de *servicers* no mercado de CRI em 2018, observa-se a manutenção da liderança pela Conveste e o surgimento da Maximus. Mais precisamente, a Conveste atuou em

operações que perfizeram o montante emitido de R\$560,6 milhões, cifra alcançada através de 13 operações. Esses valores proporcionaram à Conveste fatias de mercado de, respectivamente, 39,5% e 33,3%. Já a Maximus, segunda colocada em ambos os rankings, foi contratada em dez operações (25,6%) iniciadas no último ano, que totalizaram R\$299,0 milhões (21,1%).

Em relação ao mercado secundário de CRI, o último ano movimentou R\$8,34 bilhões, distribuídos em 43.674 negócios. O número de transações referente a 2018 representa um novo recorde de negócios anual e um crescimento de 173,7% na comparação com o ano anterior. Já o montante negociado decresceu 3,1% em relação a 2017.

A 57ª série da 4ª emissão da Gaia foi o título que apresentou o maior montante negociado em 2018. Com 481 negócios, esta série somou um montante negociado de R\$840,2 milhões. Emitido em 2013, estes títulos venceram em setembro de 2018. Os CRI desta emissão pagavam juros de 100,0% da Taxa DI e possuíam classificação de risco 'AA-' pela Liberum. O lastro da operação consistia em uma Escritura de Compra e Venda, representada por CCI, que tinha a BRPEC Agropecuária como devedora, e o FII BTG Renda III como cedente. Os imóveis vinculados à referida escritura eram do projeto Fazenda Cristo Redentor, nas cidades de Corumbá e Miranda, no Mato Grosso do Sul.

Com liquidez diária, o CRI mais negociado em termos de número de negócios foi a 104ª série da 1ª emissão da True, com 5.437 negócios, que juntos perfizeram o montante de R\$323,7 milhões. Emitido em 2017, este título foi objeto de oferta pública através da ICVM 400, paga juros de 100,0% da Taxa DI com acréscimo de *spread* de 0,90% ao ano e possui classificação de risco 'A+' pela S&P. O lastro da operação consiste em debêntures, representadas por CCI, que têm a Construtora Tenda como devedora e a Ares Serviços Imobiliários como cedente. De acordo com o prospecto da operação, o valor captado com a emissão das debêntures era destinado a aplicação em diversos empreendimentos imobiliários localizados no estado de São Paulo.



CONVESTE

Serviços Financeiros

Transformando números em resultados.

Três anos consecutivos em **1º lugar**.

Este é o reconhecimento da excelência na prestação dos nossos serviços.




RANKING UQBAR
TOP SERVICER

(62) 3094-4733

www.conveste.com.br

Rua 72, nº 325, Ed. Trend Office Home, 13º andar,
Jardim Goiás, Goiânia/GO - CEP: 74.805-480

@convestefinanceira   

3

Dados



GESTORA DESTAQUE DENTRE OS MAIORES EMISSORES DE OPERAÇÕES ESTRUTURADAS.

Estruturamos dívidas para empresas dos mais diversos tamanhos, segmentos e regiões. Prezamos sempre por operações que façam sentido para o tomador, através de uma alavancagem financeira saudável, e para o investidor, emitindo um ativo financeiro rentável e adequado ao seu perfil de risco. Atendemos às necessidades específicas de cada cliente e estruturamos operações adequadas ao fluxo do projeto/empresa. Mais do que uma securitizadora, somos uma gestora de ativos financeiros. Prezamos pelo controle e monitoramento de cada operação, auxiliando e acompanhando os clientes na condução do seu negócio e munindo os investidores com todas as informações pertinentes ao investimento feito.

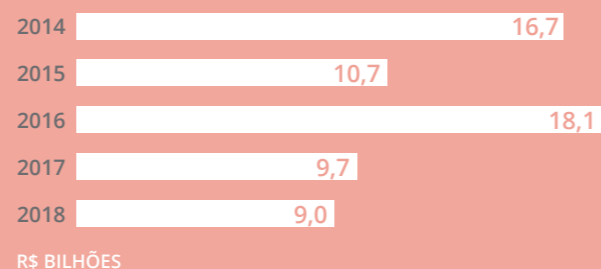
FORTESEC



Rua Fidêncio Ramos, 213, conj. 41, Vila Olímpia, São Paulo – SP
www.fortesec.com.br | contato@fortesec.com.br | (11) 4118-0640



EMISSÕES



COMPOSIÇÃO (%)

PRAZO (ANOS)	\$	#T
Até 5	42,9	33,5
De 5 a 10	36,4	45,3
De 10 a 15	18,3	18,6
Acima de 15	2,4	2,5

REMUNERAÇÃO	\$	#T
DI	49,7	21,2
IPCA	39,5	45,8
IGP-M	9,8	30,1
Outros	1,0	3,0

CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	\$	#T
AAA	24,7	3,0
AA	11,0	2,5
A	7,2	6,8
BBB	1,6	10,2
BB	1,3	6,8
B	0,4	3,8
Sem Class.	53,8	66,9

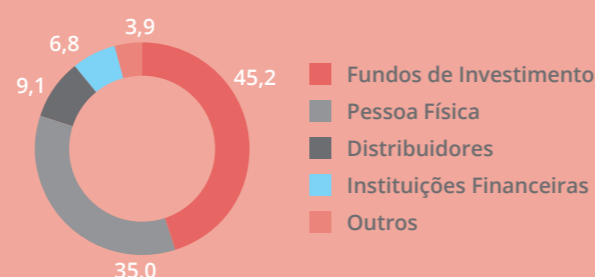
TIPO DE OFERTA	\$	#T
ICVM 400	32,2	3,8
ICVM 476	67,8	96,2

LASTRO	\$	#O
Crédito Imobiliário	84,5	70,5
Aluguel	15,0	27,9
Crédito Pessoal	0,6	1,6

TIPO DE DEVEDOR	\$	#O
Pessoa Jurídica	87,5	78,3
Pessoa Física	12,2	20,9
PF & PJ	0,2	0,8

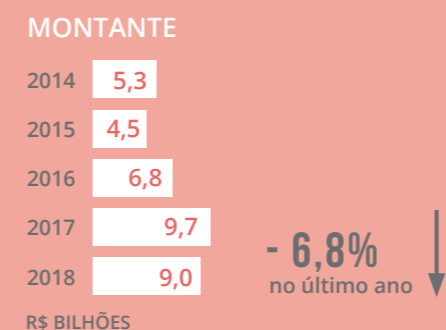
RISCO DE CRÉDITO	\$	#O
Concentrado	82,6	71,3
Pulverizado	17,4	28,7

PERFIL DO INVESTIDOR (\$)



OPERAÇÕES DE MERCADO

100%
DO TOTAL DE EMISSÕES



NEGOCIAÇÕES APÓS 180 DIAS DA EMISSÃO

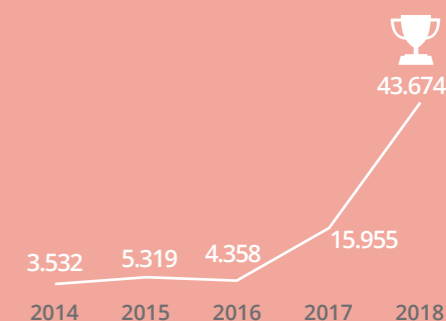
MONTANTE

82,9%
DO TOTAL

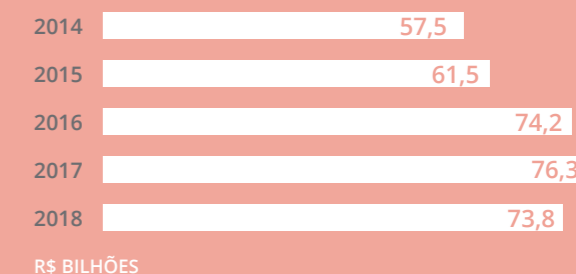


NÚMERO DE NEGÓCIOS

85,8%
DO TOTAL



ESTOQUE



SECURITIZADORAS

19 EMITIRAM
46 REGISTRADAS
03 NOVOS REGISTROS
08 CANCELAMENTOS

CEDENTES

138
CEDENTES

Rankings UQBAR

4



A história da ISEC começa no ano de 2012, quando passou a operar efetivamente na criação de alternativas de Funding ao mercado imobiliário. No final de 2015, após reestruturação societária, definiu-se como estratégia a consolidação do mercado através da aquisição e fusão neste segmento, com objetivo de tornar-se uma das principais securitizadoras do mercado brasileiro.

E ASSIM SURGE O GRUPO ISEC BRASIL; O RESULTADO DA UNIÃO DAS SECURITIZADORAS ISEC, NOVASEC, SCCI, BETA SECURITIZADORA E BRASIL PLURAL SECURITIZADORA.

Seu diferencial é estruturar produtos pensando na necessidade de cada cliente construindo operações únicas que atendam tanto o cliente quanto os investidores.

Atualmente com R\$ 4,15 bi em gestão, conta com uma equipe de profissionais que atuam no mercado de securitização desde sua origem no país, proporcionando assim, excelência operacional e experiência diferenciada na gestão do patrimônio separado, oferecendo maior eficácia, transparência, clareza, simplicidade e segurança nas operações estruturadas.

**A ISEC só está começando, mas já Sonha Grande:
SER A MAIOR SECURITIZADORA DO BRASIL.**

LISTA DE RANKINGS

MERCADO PRIMÁRIO

TERCEIROS	CRI	Montante Emitido em 2018
	Securizadoras Imobiliárias	Montante Emitido em 2018
		Número de Operações em 2018
	Advogados	Montante Emitido em 2018
		Número de Operações em 2018
	Agências de Classificação de Risco	Montante Classificado em 2018
		Número de Títulos Classificados em 2018
	Agentes Fiduciários	Montante Emitido em 2018
		Número de Operações em 2018
	Líderes de Distribuição	Montante Emitido em 2018
Número de Títulos em 2018		
Servicers	Montante Emitido em 2018	
	Número de Operações em 2018	

MERCADO SECUNDÁRIO


CRI	Montante Negociado em 2018 (+180 dias)
	Número de Negócios em 2018 (+180 dias)

ESTOQUE

TERCEIROS	Securizadoras Imobiliárias	Preço Unitário (Operações de Mercado)	
		Número de Operações (Operações de Mercado)	
		Preço Unitário (Todas as Operações)	
		Número de Operações (Todas as Operações)	
	Agentes Fiduciários	Preço Unitário (Todas as Operações)	
		Número de Operações (Todas as Operações)	
		Auditores	Preço Unitário (Todas as Operações)
			Número de Operações (Todas as Operações)

LEGENDA DAS TABELAS:

 – Percentual de participação

 – Posição no *Ranking Uqbar* no ano anterior


R\$ MM – Milhões de reais.

– Número de operações ou de títulos

MERCADO PRIMÁRIO

CRI

TABELA 1 \ CRI \ Montante Emitido em 2018

TÍTULO		2018	
Emissor - Emissão/Série	Classe	R\$ MM	
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/157ª	Única	663	7,4
Brazil Realty - 8ª/1ª	Única	405	4,5
True - 1ª/103ª	Única	400	4,4
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/189ª	Única	373	4,1
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/184ª	Única	300	3,3
True - 1ª/175ª	Única	258	2,9
True - 1ª/138ª	Única	254	2,8
True - 1ª/169ª	Única	240	2,7
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/188ª	Única	227	2,5
Habitasec - 1ª/106ª	Única	200	2,2
Dez Maiores		3.320	36,8
Total		9.018	100,0

Critério: Ordena os CRI por montante emitido durante o ano de 2018.

SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

TABELA 2 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Montante Emitido em 2018







Securitizadora	2018		2017	
	R\$ MM			
True	2.571	28,5	1	26,3
RB Capital	2.098	23,3	2	25,4
Habitasec	1.054	11,7	4	10,5
ISEC	948	10,5	3	12,8
Fortesec	626	6,9	7	3,1
Brazil Realty	515	5,7	-	-
Gaia	411	4,6	10	1,2
Cibrasec	196	2,2	5	8,0
Ourinvest	140	1,6	6	4,1
Barigui	102	1,1	8	1,4
Dez Maiores	8.661	96,0	9.110	94,1
Total	9.018	100,0	9.678	100,0

TABELA 3 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Número de Operações em 2018

Securitizadora	2018		2017	
	#			
True	35	27,1	1	19,6
Habitasec	24	18,6	2	14,0
Fortesec	16	12,4	5	8,4
RB Capital	13	10,1	3	12,6
ISEC	11	8,5	4	9,1
Gaia	5	3,9	15	1,4
Cibrasec	5	3,9	6	7,0
Logos	3	2,3	9	3,5
Vert	3	2,3	14	1,4
Brazil Realty	2	1,6	-	-
Dez Maiores	117	90,7	121	84,6
Total	129	100,0	143	100,0

Critério: Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total emitido e no número de operações efetivamente realizadas durante o ano de 2018. As securitizadoras que não divulgaram informações sobre suas emissões, mesmo tendo ofertas registradas, não são consideradas para os Rankings. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, naquele ano. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

TERCEIROS

ADVOGADOS

TABELA 4 \ Advogados \ Montante Emitido em 2018







Advogado	2018		2017	
	R\$ MM			
PMKA	2.393	20,6	1	27,2
Pinheiro Guimarães	2.376	20,4	2	16,5
Lefosse	1.563	13,4	15	1,7
CPBS	581	5,0	12	2,4
Madrona	484	4,2	14	1,7
NFA	455	3,9	10	2,6
Machado Meyer	448	3,9	4	7,3
IBS	416	3,6	8	2,7
LRNG	405	3,5	-	-
Cescon Barrieu	352	3,0	3	11,4
Dez Maiores	9.473	81,5	9.646	82,4
Total	11.626	100,0	11.704	100,0

TABELA 5 \ Advogados \ Número de Operações em 2018

Advogado	2018		2017	
	#			
PMKA	31	22,0	1	23,9
CPBS	15	10,6	10	3,5
Madrona	12	8,5	7	4,9
IBS	11	7,8	2	9,9
NFA	10	7,1	9	3,5
Bicalho e Mollica	8	5,7	4	6,3
Pinheiro Guimarães	7	5,0	5	4,9
CaselliNavarro	7	5,0	-	-
Duarte Garcia	5	3,5	-	-
Stocche Forbes	4	2,8	21	1,4
Dez Maiores	110	78,0	104	73,2
Total	141	100,0	142	100,0

Critério: Ordenam os assessores legais com base no montante emitido e no número de operações de CRI realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias durante o ano de 2018. A assessoria considerada neste Ranking é aquela prestada pelo participante às Securitizadoras Imobiliárias, aos Coordenadores Líder, às Cedentes, ou quando este atua como *deal counsel* no processo de estruturação da operação. Quando dois ou mais escritórios de advogados assessoram conjuntamente uma mesma operação, o crédito é atribuído integralmente a todos os participantes. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2018. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

TABELA 6 \ Agências de Classificação de Risco \ Montante Classificado em 2018







Agência de Classificação	2018		2017	
	R\$ MM			
Fitch	2.983	54,4	1	51,9
S & P	1.185	21,6	2	21,7
Liberum	488	8,9	4	8,1
Moody's	455	8,3	3	11,5
LF	164	3,0	6	3,2
Austin	144	2,6	5	3,6
SR	60	1,1	7	0,0
Total	5.478	100,0	4.764	100,0

TABELA 7 \ Agências de Classificação de Risco \ Número de Títulos Classificados em 2018

Agência de Classificação	2018		2017	
	#			
Austin	61	60,4	1	40,9
Fitch	12	11,9	2	16,9
Liberum	9	8,9	4	11,3
LF	9	8,9	3	16,9
S & P	5	5,0	5	8,5
SR	3	3,0	7	1,4
Moody's	2	2,0	6	4,2
Total	101	100,0	71	100,0

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 no ano de 2018. 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. Quando um título recebe classificações de duas ou mais agências, o montante objeto da classificação é atribuído a ambas as agências. O critério de desempate do Ranking por número de títulos é o montante classificado, e vice-versa.

AGENTES FIDUCIÁRIOS

TABELA 8 \ Agentes Fiduciários \ Montante Emitido em 2018







Agente Fiduciário	2018		2017	
	R\$ MM			
Pentágono	4.306	47,8	2	34,6
Vórtx	2.728	30,2	1	55,9
Oliveira Trust	1.782	19,8	3	7,2
Simplific Pavarini	146	1,6	-	-
SLW	21	0,2	5	0,6
GDC Partners	20	0,2	4	1,2
Terra	15	0,2	-	-
Total	9.018	100,0	9.678	100,0

TABELA 9 \ Agentes Fiduciários \ Número de Operações em 2018

Agente Fiduciário	2018		2017	
	#			
Vórtx	46	35,7	1	55,9
Oliveira Trust	38	29,5	3	13,3
Pentágono	37	28,7	2	24,5
Simplific Pavarini	3	2,3	-	-
Terra	3	2,3	-	-
SLW	1	0,8	5	2,1
GDC Partners	1	0,8	4	2,8
Total	129	100,0	143	100,0

Critério: Ordenam os agentes fiduciários com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2018. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2018. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

LÍDERES DE DISTRIBUIÇÃO

TABELA 10 \ Líderes de Distribuição \ Montante Emitido em 2018







Líder de Distribuição	2018		2017	
	R\$ MM			
CM Capital Markets	1.540	17,1	6	5,4
Safra	1.343	14,9	17	1,2
Bradesco BBI	1.175	13,0	10	2,5
XP	1.089	12,1	1	18,3
BR Partners	763	8,5	4	10,8
RB Capital	535	5,9	3	13,0
Terra	494	5,5	14	1,7
Itaú BBA	394	4,4	2	13,9
Brasil Plural	353	3,9	-	-
Fram Capital	153	1,7	18	1,2
Dez Maiores	7.839	87,0	7.951	82,8
Total	9.015	100,0	9.601	100,0

TABELA 11 \ Líderes de Distribuição \ Número de Títulos em 2018

Líder de Distribuição	2018		2017	
	#			
CM Capital Markets	41	31,8	1	18,6
Terra	13	10,1	13	2,9
RB Capital	10	7,8	2	8,6
Itaú BBA	10	7,8	7	5,0
XP	6	4,7	4	7,1
BR Partners	5	3,9	6	5,7
Safra	4	3,1	22	0,7
Bradesco BBI	4	3,1	11	3,6
Fram Capital	4	3,1	8	5,0
Brasil Plural	3	2,3	-	-
Dez Maiores	100	77,5	103	73,6
Total	129	100,0	140	100,0

Critério: Ordenam os líderes de distribuição de CRI com base no montante emitido e no número de CRI distribuídos durante o ano de 2018. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2018. O critério de desempate do Ranking por número de títulos é o montante emitido, e vice-versa.

SERVICERS

TABELA 12 \ Servicers \ Montante Emitido em 2018







Servicer	2018		2017	
	R\$ MM			
Conveste	561	39,5	1	49,0
Maximus	299	21,1	-	-
Gaiaserv	151	10,6	2	16,2
Habix	100	7,1	7	3,6
Ethos	87	6,1	6	4,2
Interservicer	67	4,7	4	8,2
Aztronic	60	4,3	-	-
Creditas	50	3,5	-	-
Cebraco	32	2,3	8	1,9
Arke	10	0,7	-	-
Total	1.418	100,0	621	100,0

TABELA 13 \ Servicers \ Número de Operações em 2018

Servicer	2018		2017	
	#			
Conveste	13	33,3	1	42,9
Maximus	10	25,6	-	-
Habix	5	12,8	3	10,7
Gaiaserv	2	5,1	6	3,6
Ethos	2	5,1	5	7,1
Interservicer	2	5,1	2	21,4
Creditas	2	5,1	-	-
Aztronic	1	2,6	-	-
Cebraco	1	2,6	8	3,6
Arke	1	2,6	-	-
Total	39	100,0	28	100,0

Critério: Ordenam os servicers com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2018. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2018. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

MERCADO SECUNDÁRIO

CRI

TABELA 14 \ CRI \ Montante Negociado em 2018 (+180 dias)



TÍTULO		2018	
Emissor - Emissão/Série	Classe	R\$ MM	
Gaia Securitizadora - 4ª/57ª	Única	840	10,1
True - 1ª/107ª	Única	404	4,8
True - 1ª/104ª	Única	324	3,9
True - 1ª/98ª	Única	317	3,8
True - 1ª/94ª	Única	301	3,6
True - 1ª/64ª	Única	273	3,3
Novasec - 1ª/25ª	Única	255	3,1
Cibrasec - 2ª/288ª	Única	231	2,8
Habitasec - 1ª/32ª	Única	183	2,2
True - 1ª/106ª	Única	168	2,0
Dez Maiores		3.294	39,5
Total		8.334	100,0

TABELA 15 \ CRI \ Número de Negócios em 2018 (+180 dias)

TÍTULO		2018	
Emissor - Emissão/Série	Classe	R\$ MM	
True - 1ª/104ª	Única	5.437	12,5
True - 1ª/107ª	Única	5.127	11,7
Novasec - 1ª/25ª	Única	4.076	9,3
True - 1ª/94ª	Única	3.666	8,4
True - 1ª/64ª	Única	2.476	5,7
Brazil Realty - 5ª/1ª	Única	1.797	4,1
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/145ª	Única	1.726	4,0
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/156ª	Única	1.609	3,7
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/135ª	Única	918	2,1
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/77ª	Única	834	1,9
Dez Maiores		27.666	63,4
Total		43.663	100,0

Critério: Ordenam os CRI por montante negociado e número de negócios realizados na BM&FBOVESPA e registrados na CETIP durante o ano de 2018. Nestes Rankings somente são considerados os negócios realizados após 180 dias desde a data de emissão do respectivo título. O critério de desempate do Ranking por número de negócios é o montante negociado, e vice-versa.

ESTOQUE

SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

TABELA 16 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Preço Unitário (Operações de Mercado)




Securitizadora	2018		2017	
	R\$ MM			
RB Capital	10.296	25,5	1	24,8
True	7.935	19,6	2	17,4
Brazilian Securities	3.779	9,4	3	14,3
ISEC	3.372	8,3	4	7,7
Habitasec	2.879	7,1	7	5,1
Gaia	2.340	5,8	5	6,4
Cibrasec	2.138	5,3	6	5,8
PDG	1.579	3,9	8	2,7
Brazil Realty	1.040	2,6	12	1,5
Fortesec	856	2,1	13	1,3
Dez Maiores	36.216	89,6	33.124	88,4
Total	40.404	100,0	37.457	100,0

TABELA 17 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Número de Operações (Operações de Mercado)




Securitizadora	2018		2017	
	#			
RB Capital	104	14,3	2	14,1
True	101	13,9	3	11,1
Brazilian Securities	92	12,7	1	15,0
Habitasec	78	10,7	7	7,8
Gaia	61	8,4	4	9,3
Cibrasec	57	7,9	5	9,3
ISEC	56	7,7	6	7,8
Fortesec	40	5,5	8	4,1
Polo Capital	21	2,9	9	3,2
Barigui	18	2,5	10	2,9
Dez Maiores	628	86,5	563	84,7
Total	726	100,0	665	100,0

TABELA 18 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Preço Unitário (Todas as Operações)







Securitizadora	2018		2017	
	R\$ MM			
Cibrasec	20.207	27,4	1	30,2
RB Capital	16.396	22,2	2	21,1
True	9.211	12,5	3	10,5
Brazilian Securities	5.521	7,5	4	9,7
Gaia	4.142	5,6	5	6,1
Barigui	3.958	5,4	6	6,0
ISEC	3.883	5,3	7	4,5
Habitasec	3.089	4,2	8	2,8
PDG	2.034	2,8	9	1,9
Brazil Realty	1.040	1,4	12	0,7
Dez Maiores	69.481	94,1	71.518	93,7
Total	73.815	100,0	76.338	100,0

TABELA 19 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Número de Operações (Todas as Operações)

Securitizadora	2018		2017	
	#			
RB Capital	125	14,2	2	13,8
Brazilian Securities	117	13,3	1	15,7
True	115	13,1	4	10,6
Cibrasec	92	10,4	3	12,3
Habitasec	80	9,1	8	6,5
Gaia	70	7,9	5	8,5
ISEC	63	7,2	6	7,1
Barigui	54	6,1	7	6,7
Fortesec	40	4,5	9	3,2
Polo Capital	21	2,4	10	2,5
Dez Maiores	777	88,2	724	87,0
Total	881	100,0	832	100,0

Critério: Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia de 2018. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelas Securitizadoras Imobiliárias não são consideradas para os Rankings. Dos Rankings de Operações de Mercado são excluídos os títulos indexados à TR. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.

TERCEIROS

AGENTES FIDUCIÁRIOS

TABELA 20 \ Agentes Fiduciários \ Preço Unitário (Todas as Operações)







Agente Fiduciário	2018		2017	
	R\$ MM			
Pentágono	37.919	51,4	1	48,2
Vórtx	17.013	23,0	3	21,4
Oliveira Trust	15.066	20,4	2	21,7
GDC Partners	1.659	2,2	4	3,2
Simplific Pavarini	927	1,3	5	2,7
Planner	792	1,1	6	1,7
SLW	403	0,5	7	1,1
Orla	20	0,0	-	-
Terra	15	0,0	-	-
Total	73.813	100,0	76.338	100,0

TABELA 21 \ Agentes Fiduciários \ Número de Operações (Todas as Operações)

Agente Fiduciário	2018		2017	
	#			
Pentágono	334	38,0	1	38,5
Oliveira Trust	295	33,5	2	34,3
Vórtx	164	18,6	3	14,1
Planner	29	3,3	4	4,2
Simplific Pavarini	25	2,8	6	3,0
GDC Partners	20	2,3	5	3,8
SLW	9	1,0	7	2,2
Terra	3	0,3	-	-
Orla	1	0,1	-	-
Total	880	100,0	832	100,0

Critério: Ordenam os agentes fiduciários com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia de 2018. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos agentes fiduciários não são consideradas para os Rankings. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.

AUDITORES

TABELA 22 \ Auditores \ Preço Unitário (Todas as Operações)








Auditor	2018		2017	
	R\$ MM			
Grant Thornton	26.338	35,7	2	32,5
KPMG	26.320	35,7	1	38,9
PwC	6.222	8,4	3	10,7
Deloitte	4.142	5,6	4	6,1
Crowe Horwath	3.236	4,4	5	3,1
EY	2.890	3,9	7	2,5
BLB	2.052	2,8	6	2,7
BDO	1.872	2,5	8	1,7
LCC	220	0,3	11	0,3
RL Solutions	168	0,2	13	0,1
Dez Maiores	73.461	99,5	75.728	99,2
Total	73.815	100,0	76.338	100,0

TABELA 23 \ Auditores \ Número de Operações (Todas as Operações)

Auditor	2018		2017	
	#			
Grant Thornton	252	28,6	1	25,5
KPMG	189	21,5	2	24,6
PwC	134	15,2	3	17,8
Crowe Horwath	86	9,8	5	7,2
Deloitte	70	7,9	4	8,5
EY	53	6,0	6	5,4
BLB	34	3,9	7	4,0
BDO	31	3,5	8	3,2
RL Solutions	10	1,1	10	1,0
Bexcell	8	0,9	9	1,4
Dez Maiores	867	98,4	821	98,7
Total	881	100,0	832	100,0

Critério: Ordenam os auditores de Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia de 2018. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos participantes da operação não são consideradas para o Ranking. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.


 Inteligência de mercado

 Treinamentos

 Portal TLON

 Análise de risco

 Publicações

 Consultoria estratégica

 Dados

Há 15 anos somos referência nacional e internacional no mercado de finanças estruturadas no Brasil.

FIDC

FII

CRA

CRI

Regulamentação e Legislação:

Análise e expectativas
para o mercado de CRI no Brasil

Por Ricardo Stuber e Thatiane Soares

*As opiniões expressas neste capítulo são as de
seus autores e não necessariamente as da Uqbar
Educação e Informação Financeira Avançada Ltda.*

5



thinking ahead

KLA

INTRODUÇÃO

2018 foi um ano muito relevante para os mercados de capitais e imobiliário, em especial no que diz respeito à securitização imobiliária. Além do aprimoramento do conceito de crédito imobiliário, com a possibilidade de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) com lastro em operações de *home equity*, e a confirmação da emissão de CRI com lastro em debêntures privadas, houve alterações relevantes nas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como a publicação da Instrução CVM nº 600, que traz obrigações para as companhias securitizadoras de crédito, a Instrução CVM nº 601, que alterou a Instrução CVM nº 476, e a Instrução CVM nº 603, que trouxe novos esclarecimentos às ofertas de CRI.

Outro ponto de bastante destaque em 2018 foi a rigorosa atuação fiscalizadora da CVM em ofertas de esforços restritos, que também trataremos neste artigo.

CONCEITO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E O AMADURECIMENTO DO MERCADO BRASILEIRO

A legislação brasileira é omissa quanto ao conceito legal de “crédito imobiliário”. Tanto a Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que institui o Sistema de Financiamento Imobiliário (SEI) e os CRI com o objetivo de dinamizar este setor, quanto a Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, não definem e tampouco exemplificam qual a consistência da natureza imobiliária deste crédito, ainda que, por diversas vezes, tenha sido elencada como fundamental para existência das operações financeiras no âmbito imobiliário. Justifica-se, portanto, a insegurança jurídica causada no mercado brasileiro proporcionada pela falta de definição de tal conceito.

Com efeito, a CVM, ao longo dos anos, vem construindo o conceito de crédito imobiliário caso a caso, sendo, portanto, constantemente objeto de exame e reexame por parte da autarquia, o que faz com que o mercado de securitização imobiliária fique incerto quanto à sua natureza regulatória. De todo modo, segundo Pablo Renteira, diretor da CVM, a autarquia busca sempre definir o conceito de modo a coincidir com as necessidades do mercado e proteção ao investidor.

A partir da análise de decisões administrativas do Colegiado da CVM, as quais balizam este conceito, cabe ressaltar as duas recentes deliberações de que “o empréstimo a pessoa natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia constitui crédito imobiliário na sua origem, uma vez que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel, mediante a outorga da garantia real, para obter recursos a custos reduzidos”¹, operação comumente conhecida com *home equity*, e que pode servir de lastro para emissão de CRI.

¹ Recurso contra decisão da SRE – Registro de oferta pública de distribuição de Certificado de Recebíveis Imobiliários –CM Capital Markets DTVM Ltda. E Outro - Proc. SEI 19957.008927/2017-73.

No mesmo sentido, ampliando a possibilidade de composição do lastro dos CRI, a CVM autorizou a Rede D'Or São Luiz S.A., empresa nacional de hospitais privados, a realizar a emissão do CRI com lastro em Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) representativas de debêntures emitidas pela companhia, com alegação da área técnica no sentido de que “embora a empresa não tenha como objeto social atividade tipicamente imobiliária, restou comprovado na documentação da Oferta o efetivo direcionamento dos recursos à atividade imobiliária, ficando configurado o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, além de a estrutura da Oferta estar em linha com os mais recentes precedentes da CVM no que tange à destinação dos recursos, sua fiscalização e mecanismos de controle que garantam a aplicação integral dos recursos em imóveis pré-determinados durante a vigência dos CRI.”² Cabe ressaltar que tal autorização aconteceu cinco anos após uma operação da mesma companhia com semelhantes características ter sido barrada pelo órgão.

Levando em consideração que a CVM entendia que um crédito só seria classificado como imobiliário conforme sua origem, isto é, “aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário”, conforme entendimento consolidado pelo recurso contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) (processo CVM nº 2002/3032), ambas as decisões tiveram como finalidade o estímulo ao lastro para captação de recursos para as operações de CRI, abrindo espaço para que outras empresas financiem projetos imobiliários, uma vez que o conceito foi ampliado e passou a abranger, além da origem, a destinação dos recursos obtidos para finalidade imobiliária. Desta forma, notou-se o amadurecimento do mercado brasileiro a fim de estimular tais operações financeiras.

A REGULAMENTAÇÃO DA LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA E SEUS EFEITOS

O Conselho Monetário Nacional, por meio do Banco Central do Brasil (BCB), seguindo esse crescimento do mercado imobiliário, aprovou a Resolução nº 4.598/17, atendendo ao disposto na Lei nº 13.097/2015, que dispõe sobre a regulamentação necessária para emissão da Letra Imobiliária Garantia (LIG) por instituições financeiras.

A LIG, instrumento similar aos *covered bonds*, é título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, emitido por instituições financeiras, garantido por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário. A instituição emissora permanece responsável pelo adimplemento das obrigações decorrentes da LIG, independentemente do desempenho da carteira de ativos subjacentes. O rendimento e o ganho de capital decorrentes do investimento na LIG são isentos de imposto sobre a renda quando auferidos por pessoa física residente no país ou por residente ou domiciliado no exterior (exceto em país com tributação favorecida).

^{2/} Registro de Oferta Pública de distribuição de CRI de emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Proc. SEI 19957.010578/2017-50.

De acordo com a Resolução nº 4.598, a LIG somente pode ser emitida por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo.

Com relação às características da LIG, a Resolução nº 4.598 estabelece que a sua remuneração pode ser baseada em taxa de juros fixa e/ou flutuante, combinadas ou não, bem como em outras taxas, desde que de conhecimento público e regularmente calculadas. Além disso, a LIG deve ser emitida com prazo médio ponderado de, no mínimo, 24 meses, sendo vedado à instituição emissora resgatar antecipadamente o título, total ou parcialmente, bem como efetuar operações de recompra antes de doze meses contados da data de emissão.

Adicionalmente, conforme estabelecido na Lei nº 13.097, a LIG está submetida a regime fiduciário, sendo que os ativos que integram a sua carteira de ativos não se confundem com o patrimônio e as demais obrigações da instituição emissora.

Nesse sentido, a Resolução estabelece que o Regime Especial de Amortização incidirá sobre a LIG, quando não for efetuado o pagamento de principal de LIG no vencimento original, na ocorrência das hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição emissora, ou de reconhecimento do seu estado de insolvência pelo Banco Central do Brasil (“Hipóteses de Investidura do Agente Fiduciário”).

A norma também apresenta os requisitos para composição da carteira de ativos, sendo eles: (i) Elegibilidade; (ii) Composição; (iii) Suficiência; (iv) Prazo; e (v) Liquidez.

A responsabilidade por monitorar a carteira de ativos foi atribuída pela Lei nº 13.097 à própria instituição emissora, com a supervisão de um agente fiduciário, que deve verificar o atendimento aos requisitos de suficiência e de liquidez da carteira de ativos.

A Resolução nº 4.598, por sua vez, detalhou as responsabilidades da instituição emissora, na qualidade de administradora da carteira de ativos, dentre as quais está o estabelecimento de procedimentos e controles para o atendimento dos requisitos da carteira de ativos.

A instituição emissora deve elaborar, em conjunto com o agente fiduciário, um plano de transição da administração da carteira de ativos, a ser implementado nas Hipóteses de Investidura do Agente Fiduciário. Tal plano deverá dispor, no mínimo, sobre os seguintes aspectos: (i) mecanismos de governança e procedimentos a serem adotados para assegurar a continuidade das atividades; (ii) ações de comunicação a serem realizadas pelo agente fiduciário; (iii) barreiras e riscos que podem afetar a execução do plano; (iv) mecanismos a serem adotados para eliminar ou mitigar as barreiras e os riscos de que trata o item anterior; e (v) contratação de terceiros para a prestação de serviços relacionados com a administração da carteira de ativos.

Em 2018 foram emitidas e distribuídas as primeiras LIG pelo Banco Santander na B3, somando um valor aproximadamente de R\$24 milhões, e já no início de 2019 o Banco Inter anunciou que realizou a captação de R\$12 milhões com LIG, sendo a primeira movimentação do banco na modalidade. Tais iniciativas demonstram o anseio das instituições financeiras brasileiras para diversificar as fontes de recursos para créditos imobiliários.

ALTERAÇÕES DAS INSTRUÇÕES NORMATIVAS PELA CVM

Considerando a constante reformulação de entendimentos por parte da CVM, foram publicadas em 2018, dentre outras, três alterações de Instruções Normativas da CVM que trazem consigo seus efeitos para o mercado e seus agentes.

INSTRUÇÃO CVM Nº 600

Em 1º agosto de 2018 a Instrução CVM nº 600 ([ICVM 600](#)) foi publicada pela CVM. A norma atualmente regulamenta as ofertas públicas de Certificados de Recebíveis de Agronegócio (CRA), que apesar de terem sido instituídos pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, os CRA não haviam sido devidamente regulamentados de forma específica pela CVM, e eram aplicados, de forma análoga, pela Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, que regulamenta as ofertas públicas de CRI.

Além de instituir as regras e procedimentos em relação às ofertas públicas de distribuição de CRA, a norma aborda, ainda, deveres e vedações aos principais prestadores de serviço que atuam na oferta pública, dentre eles a própria companhia securitizadora.

A partir da vigência da norma, as companhias securitizadoras não possuem mais a obrigação de aportarem seus recursos para assegurar a cobrança dos créditos inadimplidos, podendo realizar as ofertas públicas sem a contratação de instituição intermediária, desde que o valor da operação seja de até R\$100 milhões e que os CRA sejam distribuídos pela própria securitizadora emissora do título. A securitizadora deverá, ainda, observar os requisitos de *compliance* e designar um diretor responsável pela fiscalização do cumprimento de tais normas. Diante disso, especificamente tal alteração também foi estendida para as emissões de CRI.

Outra alteração de grande relevância da ICVM 600, com impacto direto no mercado de CRI foi a alteração do regime informacional exigido nas operações de CRI, que passam a ter que divulgar informes mensais, ao invés de trimestrais, como anteriormente regulamentado. Este passo melhora a transparência do mercado de CRI no tocante à tempestividade informacional, diminuindo a distância entre o evento em si e a divulgação de tal evento ao investidor.

O mercado entende esta possibilidade de a oferta ser conduzida pela própria securitizadora como um ponto positivo, tendo em vista que poderá diminuir a burocracia envolvida e a redução de custos das referidas operações, promovendo atratividade aos investidores interessados em adquirir o título.

INSTRUÇÃO CVM Nº 601

No mesmo mês de 2018, a CVM publicou a Instrução CVM nº 601 ([Instrução CVM 601](#)), a qual alterou a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ([Instrução CVM 400](#)), e a Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 ([Instrução CVM 476](#)). A principal finalidade foi de aprimorar o regime de ofertas públicas com esforços restritos, bem como regulamentar a utilização de lote suplementar para estabilização dos preços das ofertas.

Dentre as principais alterações na estrutura da oferta, a norma dispensou a restrição ao *lock up* pelo prazo de 90 dias para negociação no mercado secundário, sendo os títulos de dívida decorrentes do exercício do contrato de garantia nas ofertas com esforços restritos, e introduziu os lotes suplementares (*green shoe*) nas ofertas públicas de esforços restritos visando a estabilização dos preços, conforme mencionado, para ambas as Instruções Normativas alteradas.

A Instrução CVM 601 instituiu, ainda, no âmbito da Instrução CVM 476, (i) alterações no rol de deveres do intermediário líder; (ii) o dever de os emissores de valores mobiliários de divulgar suas demonstrações financeiras até o dia anterior ao início das negociações; (iii) a proibição da troca das características essenciais após o início da oferta, não admitindo, portanto, a troca da instituição intermediária líder, e da espécie, série e classe da oferta.

Por fim, a Instrução CVM 601 incluiu artigos à Instrução CVM 476, que estabelece a responsabilidade dos administradores dos *players* em relação às obrigações impostas, bem como às violações das obrigações e à caracterização da falta grave.

INSTRUÇÃO CVM Nº 603

A Instrução CVM nº 603 foi publicada pela CVM no mês de outubro, no dia 31, e trouxe alterações pontuais aplicáveis às emissões de CRI e CRA, que, de acordo com a autarquia, visam esclarecer as dúvidas e questões quanto as novas regras aplicáveis às companhias securitizadoras.

A norma esclarece que a realização das ofertas até o limite de R\$100 milhões por parte da securitizadora sem a contratação de instituição intermediária, no âmbito do regime da Instrução CVM 476, estende-se às ofertas de CRI, como fora previsto na Instrução CVM 600 de agosto do mesmo ano. Informa também que a vedação para aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas não ocorrerá com a simples aquisição, mas quando estas originarem ou emitirem direitos.

Ademais, foi estabelecido que a obrigatoriedade de atualização trimestral de *rating* não se aplicará às emissões que já foram realizadas, portanto, prevalecendo o disposto no termo de securitização envolvido.

Por fim, contemplou a revogação dos dispositivos que exigiam o exame do informe periódico dos certificados por ocasião da realização do trabalho de asseguarção razoável da auditoria independente, uma vez que a periodicidade deste documento passou de trimestral para mensal e que a contabilidade dos patrimônios em separado se desvinculou da contabilidade da securitizadora, não havendo mais para aqueles a exigência de auditoria de tais informes.

ALTERAÇÕES DAS REGRAS PARA O FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO PELO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL

Em 31 de julho de 2018, o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução CMN nº 4.676, que dispõe sobre os integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE),

do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), as condições gerais e os critérios para contratação de financiamento imobiliário pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e disciplina o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança.

Tal norma, entre outros pontos, altera o perfil do enquadramento do direcionamento para o financiamento imobiliário exigível junto às instituições captadoras de recursos através da caderneta de poupança.

Entrando em vigor a partir de 1º de janeiro de 2019, a nova Resolução permite que o direcionamento dos recursos captados junto à poupança seja cumprido sem necessidade de aplicá-los em empréstimos imobiliários no âmbito do SFH. Ou seja, os créditos imobiliários originados não estarão sujeitos ao formato SFH, com destaque para, então, a não necessidade destes serem remunerados com base na Taxa de Referência e de se limitarem aos montantes menores daquele sistema. Entre outras alterações, a nova norma também exclui a possibilidade de se contabilizar, para fins de direcionamento, qualquer aquisição de LCI, LH e LIG, esta última em prazo mais curto que 36 meses.

O ANO MARCADO PELAS FISCALIZAÇÕES RIGOROSAS DA CVM

Diante de um cenário de corrupções país afora, e um passado repleto de críticas à CVM pela demora na conclusão dos processos, a autarquia demonstrou ao longo do ano uma postura mais rigorosa na fiscalização do mercado de capitais brasileiro.

As penalidades aplicadas, de forma geral, serviram a todo mercado como um comunicado de advertência aos mais diversos participantes do mercado de capitais brasileiros a possíveis descumprimentos e abusos às regras estabelecidas na legislação.

Em decisão inédita em julho de 2018, a CVM determinou que quatro participantes do mercado (Venture Capital Participações e Investimentos, Orla DTVM, Argus Classificadora de Risco de Crédito (LF Rating) e a Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários) se abstenham de atuar em ofertas públicas com esforços restritos pelo período de um ano. As principais alegações da autarquia foram fundamentadas no artigo 9º da Lei nº 6.385/76, artigo 11 da Instrução CVM nº 583, artigos 10 e 11 da Instrução CVM 476 e artigo 10 da Instrução CVM nº 521, por um eventual descumprimento de regras e não atendimento às atribuições normativas por parte dos *players* da oferta.

Outro aspecto considerado como novidade ao mercado foi a reconsideração da CVM quanto à penalidade aplicada a Vórtx, com a conclusão do colegiado em ter exagerado na dose ao determinar a suspensão do agente fiduciário, admitindo que a medida adotada tem caráter excepcional, sendo que seu uso deve ser feito quando houver um “conjunto de evidências que demonstre a prática reiterada de irregularidades pelo participante, indicando um padrão no seu comportamento”.

A Argus (LF Rating) publicou uma nota em sua defesa, logo após a publicação da Deliberação CVM 796. A empresa de *rating* considerou as penalidades como “uma forte e desproporcional punição, tomada sem que tivessem sido ouvidos ou condição de ampla defesa”, além disso, informou que alguns dias antes da decisão a autarquia enviou duas solicitações de informações sobre a operação classificada, as quais foram exaustivamente respondidas e esclarecidas. Desse modo, em agosto, o colegiado em decisão atendeu aos pedidos da empresa e concedeu efeito suspensivo da proibição de atuação até que pontos específicos do pedido de reconsideração sejam analisados, indo de encontro à manifestação da área técnica, que entendeu que a proibição temporária imposta à empresa deveria ser mantida.

Com relação ao intermediário líder da oferta, a Orla DTVM S.A., seu pedido de reconsideração foi analisado pela SRE, que entendeu que a “a Recorrente não foi capaz de trazer elementos que ensejassem a modificação da decisão do Colegiado contida na Deliberação 796”. E, acompanhando a área técnica, o Colegiado decidiu, por unanimidade, o indeferimento do pedido da reconsideração apresentado pela empresa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ano de 2018 foi marcante para o mercado brasileiro, demonstrando uma atuação minuciosa por parte da CVM em suas decisões e penalidades aplicadas, bem como em suas manifestações para movimentação e amadurecimento do mercado imobiliário brasileiro, que gradualmente se mostra mais atraente aos investidores estrangeiros. Nota-se também uma preocupação da CVM em seguir aprimorando o conceito de crédito imobiliário e proteção dos investidores.

Para o ano de 2019, há uma expectativa de uma audiência pública sobre uma nova norma de CRI, que provavelmente trará uma definição regulamentar para o conceito de “crédito imobiliário”, o que deverá gerar novos impactos no setor, bem como uma regulamentação específica para as securitizadoras, conforme já sinalizado pela CVM na Audiência Pública SDM nº 03/2018.

Adicionalmente, também há uma expectativa sobre como o novo governo tratará a questão da isenção fiscal para pessoas físicas na compra de CRI.

Por fim, ainda que não seja um evento regulamentar ocorrido no ano de 2018, considerando que este artigo foi elaborado em janeiro de 2019, vale mencionar a recente Instrução CVM nº 605, publicada em 25 de janeiro de 2019.

Tal norma foi fruto da Audiência Pública SDM nº 03/2018, de agosto de 2018, cujo principal ponto de alteração consistia na limitação da aquisição de valores mobiliários por fundos que possuam cotistas caracterizados como Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) representando mais de 15% do PL do fundo em ofertas não registradas.

Em função da recente Resolução CMN nº 4.695 ([Resolução 4695](#)), que alterou aspectos relevantes com relação às aplicações dos recursos dos RPPS, a CVM resolveu aguardar e verificar os efeitos das regras impostas pela Resolução 4.695. Isso se deu pelo fato da Resolução 4695

ter sido editada em 27/11/2018, data posterior ao fim do prazo para manifestações no âmbito da audiência pública.

As alterações, pontuais, foram no sentido de (i) limitar as distribuições de CRI e CRA com esforços restritos àqueles emitidos por companhias securitizadoras registradas como companhias abertas; e (ii) incluir novas hipóteses de infração grave na instrução que trata de fundo de investimento e naquela que trata da atividade de classificação de risco de crédito.

Com relação ao primeiro ponto, como o atual regime de divulgação de informações de CRI e CRA se encontra presente na regra aplicável às companhias securitizadoras registradas como emissores, os dispositivos de monitoramento e controle das carteiras dos certificados, incluindo os relatórios de acompanhamento do desempenho da carteira de direitos creditórios e o envio de tais documentos à CVM, não eram exigíveis nas ofertas com esforços restritos, quando realizadas por securitizadoras não registradas, trazendo prejuízo informacional ao mercado e à CVM e dificultando a supervisão dessas emissões, bem como dos patrimônios em separado constituídos.

Já com relação ao segundo ponto, a inclusão de novas matérias como infração grave está em linha com a maior fiscalização e rigor que vêm sendo impostos pela CVM com relação à atuação dos mais diversos *players*, conforme pudemos notar ao longo do ano de 2018 e já mencionado neste mesmo artigo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

https://www.griclub.org/news/view/realestate/lig-traz-ao-pais-o-modelo-de-covered-bonds-como-alternativa-de-credito-para-o-setor-imobiliario_178.html

Relatório de Consultoria Técnica sobre Letras Imobiliárias Garantidas e o Crédito Habitacional. Câmara Brasileira da Indústria da Construção – CBIC. Brasília, 2016. Disponível em https://cbic.org.br/wp-content/uploads/2017/11/Letras_Imobiliarias_Garantidas_e_o_Credito_Habitacional_2017.pdf

<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180801-1.html>

<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180823-1.html>

<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181031-2.html>

<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180720-1.html>

<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli796.html>

<https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/cvm-feroz-vortex/#.XDP-eKfOqRs>

<http://www.lfrating.com/lfrating-news>



Criada em 2003, a Uqbar é a empresa de referência quando o assunto é finanças estruturadas no Brasil. Atuando de forma independente e com uma equipe com muitos anos de experiência nos mercados nacional e internacional, a Uqbar oferece aos diversos participantes de mercado uma série de produtos e serviços altamente especializados.

Uqbar Educação: Treinamentos únicos e de alto valor agregado. Mais de 3,5 mil profissionais treinados em eventos sob medida, Workshops, Academias e cursos on-line.

Uqbar Publicações: Anuários, Guias, Radar e Diretórios que cobrem todo o espectro informacional, dados, estatísticas, indicadores exclusivos e análises setoriais e de operações específicas.

Uqbar Analytics: Consultoria estratégica, análise de riscos e venda de banco de dados. Serviços sob medida fortemente alicerçados em inteligência de mercado e criação de soluções customizadas.

Portal TLOn: Portal dedicado aos mercados de CRI, CRA, FII e FIDC. Acompanhamento diário através de artigos analíticos e informacionais, rankings, dados e biblioteca de documentos.

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

www.uqbar.com.br / www.tlon.com.br

Siga-nos    

PATROCÍNIO GOLD:



PATROCÍNIO PREMIUM:



PATROCÍNIO STANDARD:

