

# ANUÁRIO UQBAR



10ª EDIÇÃO



## SECURITIZAÇÃO E FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO 2017

**Caro leitor,**

O ano de 2017 se inicia com um sentimento predominante de que, por ora, o pior já passou. Por outro lado, uma vez já galgado os primeiros metros do fundo do poço, a constatação é a de que, para se sustentar a continuidade da escalada, o país precisará provar o domínio de inéditas habilidades alpinistas. Algumas boas técnicas antigas que haviam sido desprezadas começam a ser readquiridas, mas as paredes são agora mais escorregadias, faltam recursos para equipamentos mais modernos, e surgiu um peso morto difícil de se desvencilhar. Pior, há uma profusão de disputantes vozes ditando como proceder e quem segue à frente.

O efeito das condições macroeconômicas no desempenho do setor imobiliário é determinante. O começo de reversão de um quadro da economia brasileira que havia muito se fragilizado já faz com que haja instantânea transferência destes primeiros sinais positivos para a precificação de mercado de ativos financeiros de natureza imobiliária. Destaca-se neste sentido a forte redução da inflação corrente e esperada e, conseqüentemente, dos níveis de juros no espaço intermediário da sua curva, impactando as taxas implícitas de desconto de modelos de valorização de ativos financeiros.

Em contrapartida, encontrando-se a demanda na economia diminuída em função de uma política monetária intensamente restritiva e uma política fiscal que ensaia alguma efetiva contenção, os ativos imobiliários reais permanecem sem poder de geração de valor monetário corrente, inclusive ainda muito vacados e até inadimplidos. Este lado real do setor imobiliário só retomará um movimento de ascensão e expansão a partir de uma reação da demanda, ou seja, aumentos de investimentos, consumo e gastos governamentais.

O Anuário Uqbar Securitização e Financiamento Imobiliário, edição 2017, traz o filme da trajetória das fontes de financiamento imobiliário em sua temporada do ano passado. Dados completos referentes a todas as fontes de financiamento imobiliário e análise de todos respectivos aspectos relevantes que aconteceram em 2016 compõem o seu conteúdo. Como se vê, trata-se de um período que se caracterizou por um grande estresse, principalmente na sua primeira metade, e que, ao se desenrolar e se aproximar de seu final, passou a sinalizar alguns bons augúrios, embora em base ainda muito incipiente.

Conhecer melhor o que se sucedeu em 2016 no universo de financiamento e investimento imobiliário é condição *sine qua non* para se remodelar onde aprofundaram-se falhas estruturais e se perseverar onde avançou o desenvolvimento de mercado. Talvez, como discutido nesta publicação, o ano de 2016 traz a contribuição da melhora potencial através

do sofrimento da piora real. Como exemplo de destaque, a constatada exaustão do modelo de financiamento imobiliário centrado na caderneta de poupança pode vir a significar, finalmente, contribuições mais protagonistas para fontes alternativas e sustentáveis de financiamento imobiliário, seja no mercado bancário, através do advento das Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), seja no mercado de capitais, através das operações de securitização e dos fundos de investimento dedicados ao setor.

Em 2016 o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) se valorizou substancialmente e o segmento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) Imobiliários, embora ainda relativamente pequeno, se expandiu marcadamente. Já os Fundos de Investimento em Participações (FIP) Imobiliários passam a usufruir de nova e moderna norma para o mercado de FIP. E regulamentação adotada pelo Banco Central do Brasil no último ano tende a motivar uma participação crescente de operações de mercado, aquelas envolvendo cedentes e investidores distintos, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), o principal título de securitização imobiliária no país.

A Uqbar continua apostando no contínuo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e no crescente impacto positivo deste no desenvolvimento do setor imobiliário. Como parte deste processo, os aprimoramentos na prática da transparência se mostram imprescindíveis. Vivendo da informação e, mais especificamente, da qualidade da informação, entendemos profundamente o valor e a importância da transparência para o fomento da liquidez, do interesse do investidor, e do alcance de financiamento do mercado de capitais. Este Anuário, em sua décima edição agora, representa também mais uma contribuição nossa para a divulgação da informação e a construção do conhecimento no universo de securitização e financiamento imobiliário.

Acima e avante!

Tenham todos uma boa leitura.

**Equipe Uqbar**



A RB CAPITAL oferece soluções de crédito estruturado e gestão de recursos no mercado de capitais brasileiro. Por meio de operações de securitização, já emitiu R\$23,3 bi e, hoje, conta com mais de R\$18 bi sob gestão fiduciária. Na atividade de gestão de fundos, possui R\$2,7 bi em ativos sob gestão (AUM). Em 2016, a RB CAPITAL passou a integrar o Grupo ORIX, um conglomerado internacional com mais de US\$300 bi em AUM.

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



O SOUZA, CESCOS, BARRIEU & FLESCHE é um dos principais escritórios de advocacia do Brasil. Seus advogados se destacam pelo comprometimento com a defesa dos interesses dos clientes e pela atuação em operações altamente sofisticadas e muitas vezes inéditas no mercado. Seu objetivo é ser sempre a primeira opção de seus clientes para suas questões jurídicas mais complexas e assuntos mais estratégicos.

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



A HABITASEC é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido 46 CRIs, R\$1,9 bilhão. Pertence a quatro sócios brasileiros que proporcionam excelência na execução e gestão dos CRIs. Possui ótimo track record e amplo acesso à investidores. Proporciona independência e qualidade na emissão de CRIs e CRAs.

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



A ISEC trabalha para o desenvolvimento imobiliário e do agronegócio visando ser mais que um veículo de emissão de títulos, ajudando os clientes a atingir seus objetivos de forma eficaz e com confiança integrando-os ao mercado de capitais, buscando estar entre as melhores empresas no segmento sendo um referencial de confiabilidade na prestação de serviços.

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



Com um grupo de 09 sócios e 79 profissionais do direito altamente qualificados e recomendados pelas diversas publicações nacionais e internacionais, o MADRONA ADVOGADOS atua com foco na advocacia empresarial, operações de fusões e aquisições, mercado de capitais, direito financeiro e Infraestrutura, além de forte atuação nas áreas tributária, imobiliária, contencioso cível e trabalhista.

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

## ÍNDICE DE CONTEÚDO

	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>1</b>	<b>GOVERNO</b>	<b>23</b>
	<b>Introdução</b>	<b>25</b>
	<b>Fundo de Garantia do Tempo do Serviço (FGTS)</b>	<b>27</b>
	<b>Repasses do Governo</b>	<b>31</b>
<b>2</b>	<b>MERCADO BANCÁRIO</b>	<b>33</b>
	<b>Introdução</b>	<b>35</b>
	<b>Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)</b>	<b>38</b>
	<b>Letras</b>	<b>44</b>
	Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	<b>45</b>
	Termos e Condições	<b>48</b>
	Letras Imobiliárias Garantidas (LIG)	<b>50</b>
	<b>MERCADO DE CAPITALIS</b>	<b>52</b>
<b>3</b>	<b>Introdução</b>	<b>54</b>
	<b>Renda Fixa</b>	<b>55</b>
	Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	<b>56</b>
	<b>Renda Variável</b>	<b>59</b>
	Ações de Empresas do Setor Imobiliário	<b>60</b>
	Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII)	<b>62</b>
	Termos e Condições	<b>64</b>
	Classificação dos Fundos	<b>69</b>
	Mercado Secundário	<b>72</b>
	Análise Setorial	<b>79</b>
	Investidores	<b>84</b>
	Fundos de Investimento em Participações (FIP)	<b>86</b>
	Termos e Condições	<b>87</b>
	<b>Securitização</b>	<b>92</b>
	Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	<b>97</b>
	Termos e Condições	<b>99</b>
	Emissores	<b>106</b>
	Cedentes	<b>111</b>
	Mercado Secundário	<b>113</b>
	Investidores	<b>115</b>
	Cotas de FIDC Imobiliário	<b>116</b>
	Termos e Condições	<b>116</b>
	Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)	<b>120</b>
	Termos e Condições	<b>122</b>

<b>4</b>	<b>RANKINGS DE 2016</b>	<b>124</b>
	<b>Introdução</b>	<b>126</b>
	<b>Mercado Primário</b>	<b>147</b>
	CRI	149
	Cotas de FII	151
	<b>Mercado Secundário</b>	<b>152</b>
	CRI	153
	Cotas de FII	154
	<b>Entidades Emissoras</b>	<b>159</b>
	Securitizadoras Imobiliárias	161
	FIDC Imobiliários	165
	FII	165
	FIP Imobiliários	166
	<b>Terceiros</b>	<b>167</b>
	Administradores	169
	FIDC Imobiliários	169
	FII	170
	FIP Imobiliários	172
	Advogados	173
	CRI	173
	FII	174
	Agências de Classificação de Risco	175
	CRI	175
	Agentes Fiduciários	176
	CRI	176
	Auditores	178
	Securitizadoras Imobiliárias	178
	FII	179
	Estruturadores	181
	FII	181
	Gestores	182
	FII	182
	Líderes de Distribuição	184
	CRI	184
	FII	186

## ÍNDICE DE FIGURAS

Os dados das figuras desta publicação têm como data base 30 de dezembro de 2016. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal TLON](#).

FIG. 1	Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)	14
FIG. 2	Variação Anual do Estoque de LCI e LH (em R\$ milhões)	16
FIG. 3	PIB, Desemprego, Inflação e Juros	20
FIG. 4	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	29
FIG. 5	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	30
FIG. 6	Saldo de Repasses do Governo (em R\$ milhões)	32
FIG. 7	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	40
FIG. 8	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	40
FIG. 9	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2016 por Tipo de Imóvel (% de Montante)	41
FIG. 10	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2016 por Tipo de Financiamento (% de Montante)	42
FIG. 11	Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)	43
FIG. 12	Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	46
FIG. 13	Estoque de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	47
FIG. 14	Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	47
FIG. 15	Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	58
FIG. 16	Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2016	58
FIG. 17	Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2016 (em R\$ milhões)	60
FIG. 18	Histórico da Capitalização de Mercado das Empresas do Setor Imobiliário	61
FIG. 19	Índice Imobiliário (IMOB) - Evolução Histórica	62
FIG. 20	Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões)	67
FIG. 21	Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII	68
FIG. 22	Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII	68
FIG. 23	Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)	69
FIG. 24	Número de FII por Tipo de Ativo em 30/12/2016	70
FIG. 25	Composição da Capitalização de Mercado de FII por Tipo de Ativo (% de Montante)	71
FIG. 26	Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante)	72
FIG. 27	Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante)	72
FIG. 28	Histórico dos Negócios Registrados na CETIP	73
FIG. 29	Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	74
FIG. 30	Evolução Recente dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	75
FIG. 31	Histórico da Capitalização de Mercado (em R\$ milhões) – 10 Maiores Índices de Negociabilidade	76
FIG. 32	Histórico do <i>Float</i> Mensal (%) – 10 Maiores Índices de Negociabilidade	76
FIG. 33	Histórico do Rendimento Mensal (% do Valor de Mercado) - 10 Maiores Índices de Negociabilidade	77
FIG. 34	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) - Evolução Histórica	78
FIG. 35	Histórico do número de FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA	78
FIG. 36	Histórico das Emissões dos FII Listados por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	80

FIG. 37	Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	81
FIG. 38	Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo	82
FIG. 39	Histórico da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	82
FIG. 40	Histórico do <i>Float</i> Mensal Médio dos FII por Tipo de Ativo (%)	83
FIG. 41	Histórico do Rendimento Médio Mensal dos FII por Tipo de Ativo (% do Valor de Mercado)	84
FIG. 42	Composição do Montante Emitido de FII em 2016 por Classe de Investidor (% de Montante)	85
FIG. 43	Histórico do Patrimônio Líquido de FIP Imobiliários	91
FIG. 44	Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões)	94
FIG. 45	Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	95
FIG. 46	Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Devedor	96
FIG. 47	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	101
FIG. 48	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	102
FIG. 49	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Operação (em R\$ milhões)	103
FIG. 50	Estoque de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	103
FIG. 51	Histórico da Composição do Montante Emitido de CRI por Faixa Final de Prazo (% de Montante)	104
FIG. 52	Histórico da Composição do Montante Emitido de CRI por Indexador (% de Montante)	105
FIG. 53	<i>Spreads</i> Médios por Indexador (% a.a.)	106
FIG. 54	Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM	107
FIG. 55	Participação no Montante de Emissões em 2016 por Securitizadora Imobiliária	107
FIG. 56	Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária	108
FIG. 57	Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	109
FIG. 58	Composição do Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Ativo Lastro (% de Montante)	110
FIG. 59	Composição do Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Operação (% de Montante)	111
FIG. 60	Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2016	112
FIG. 61	Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica - Ano 2016	112
FIG. 62	Negócios de CRI na CETIP e BM&FBOVESPA – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	113
FIG. 63	Composição do Montante Emitido de CRI em 2016 por Classe de Investidor (% de Montante)	115
FIG. 64	Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM	119
FIG. 65	Histórico do Montante de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários (em R\$ milhões)	119
FIG. 66	Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários	120
FIG. 67	Depósitos de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	121
FIG. 68	Estoque de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	121
FIG. 69	Negociações de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	122

## ÍNDICE DE TABELAS

Os dados das tabelas desta publicação têm como data base 30 de dezembro de 2016. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal TLON](#).

TAB. 1	Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica	42
TAB. 2	Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2016	57
TAB. 3	FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA em 2016* - Liquidez e Variação de Preço das Cotas	79
TAB. 4	Negociações de CRI na CETIP por Faixa de Prazo Após a Emissão - 2015 e 2016	114
TAB. 5	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016	149
TAB. 6	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado	149
TAB. 7	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)	150
TAB. 8	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado (Operações de Mercado)	150
TAB. 9	Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016	151
TAB. 10	Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2016	153
TAB. 11	Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2016	153
TAB. 12	Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2016	154
TAB. 13	Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2016	154
TAB. 14	Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2016	155
TAB. 15	Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2016	155
TAB. 16	Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2016	156
TAB. 17	Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2016	156
TAB. 18	Ranking de Capitalização de Mercado das Cotas de FII	157
TAB. 19	Ranking de Float de Cotas de FII em 2016	157
TAB. 20	Ranking de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII	158
TAB. 21	Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016	161
TAB. 22	Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016	161
TAB. 23	Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)	162
TAB. 24	Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016 (Operações de Mercado)	162
TAB. 25	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	163
TAB. 26	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	163
TAB. 27	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI (Operações de Mercado)	164
TAB. 28	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI (Operações de Mercado)	164
TAB. 29	Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL	165
TAB. 30	Ranking de FII por Montante de PL	165
TAB. 31	Ranking de FIP Imobiliários por Montante de PL	166
TAB. 32	Ranking dos Administradores de FIDC Imobiliário por Patrimônio Líquido	169
TAB. 33	Ranking dos Administradores de FIDC Imobiliário por Número de Fundos	169
TAB. 34	Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido	170
TAB. 35	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos	170
TAB. 36	Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado	171

TAB. 37	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados	171
TAB. 38	Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido	172
TAB. 39	Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos	172
TAB. 40	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2016	173
TAB. 41	Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2016	173
TAB. 42	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2016	174
TAB. 43	Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2016	174
TAB. 44	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2016	175
TAB. 45	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2016	175
TAB. 46	Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2016	176
TAB. 47	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2016	176
TAB. 48	Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI	177
TAB. 49	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI	177
TAB. 50	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	178
TAB. 51	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	178
TAB. 52	Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido	179
TAB. 53	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos	179
TAB. 54	Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado	180
TAB. 55	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados	180
TAB. 56	Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2016	181
TAB. 57	Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2016	181
TAB. 58	Ranking dos Gestores de FII por Patrimônio Líquido	182
TAB. 59	Ranking dos Gestores de FII por Número de Fundos	182
TAB. 60	Ranking dos Gestores de FII por Capitalização de Mercado	183
TAB. 61	Ranking dos Gestores de FII por Número de Fundos Negociados	183
TAB. 62	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016	184
TAB. 63	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016	184
TAB. 64	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)	185
TAB. 65	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016 (Operações de Mercado)	185
TAB. 66	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016	186
TAB. 67	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Títulos em 2016	186

© 2017 Uqbar

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

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

# INTRODUÇÃO

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

Do ponto de vista de quem inicia o ano de 2017, o mercado de financiamento imobiliário apresenta perspectivas distintas, dependendo se se olha ao passado recente ou ao futuro próximo. Tendo sido recentemente determinada, em grande parte, pelo desempenho excepcional macroeconômico no país nos últimos dois anos, a trajetória da atividade do segmento imobiliário poderá, finalmente, começar a se reverter, passando a contar incrementalmente com fundamentos econômicos menos frágeis. Inflação decrescente e taxas de juros declinantes lideram este início de potenciais boas novas. Mas crescimento econômico, aumento de emprego e elevação de renda são desejos ainda a se materializar, normalmente realizáveis somente uma vez consolidadas as melhoras de natureza monetária.

Este Anuário se volta à leitura dos acontecimentos e desempenho referentes às fontes de financiamento imobiliário em 2016. Tratando-se de um ano marcante para a economia brasileira e, conseqüentemente, para este setor, ressalta-se a importância do entendimento aprofundado deste período recente como parte do conhecimento necessário para determinação de tendências futuras e tomadas de decisões no universo imobiliário a partir de 2017. A análise e os dados desta publicação são divididos de acordo com os tipos de fonte de financiamento imobiliário na economia brasileira, oriundas no Governo, nos bancos e no mercado de capitais.

### **FONTES GOVERNAMENTAIS**

Em relação às fontes do Governo, estas se constituem nos repasses do orçamento e nos investimentos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) (ver capítulo 1). O montante de recursos advindos de repasses em 2016 se manteve em nível similar ao realizado no ano anterior, enquanto novos financiamentos e investimentos imobiliários por parte do FGTS se elevaram por mais um ano. Em 2015 o fundo dos trabalhadores gerenciado pelo Governo havia aplicado R\$53,28 bilhões no setor. No ano passado esta cifra cresceu para R\$57,62 bilhões, um aumento nominal de 8,2%. Até 2015, o valor anual oriundo no FGTS vinha crescendo entre 10,0% e 50,0%.

### **FONTES BANCÁRIAS**

A principal fonte de financiamento imobiliário no país, em termos históricos, tem sido a caderneta de poupança, uma fonte bancária, pilar do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) (ver capítulo 2). Depois de um crescimento anual ininterrupto desde 2002, em 2016, pelo segundo ano consecutivo, o montante consolidado em novos financiamentos imobiliários oriundos nesta fonte despencou, atingindo menos da metade da cifra referente ao ano de 2014, em termos nominais (em termos reais a queda

é maior). Foram R\$46,61 bilhões em 2016, contra R\$75,58 bilhões em 2015 e R\$112,85 bilhões em 2014.

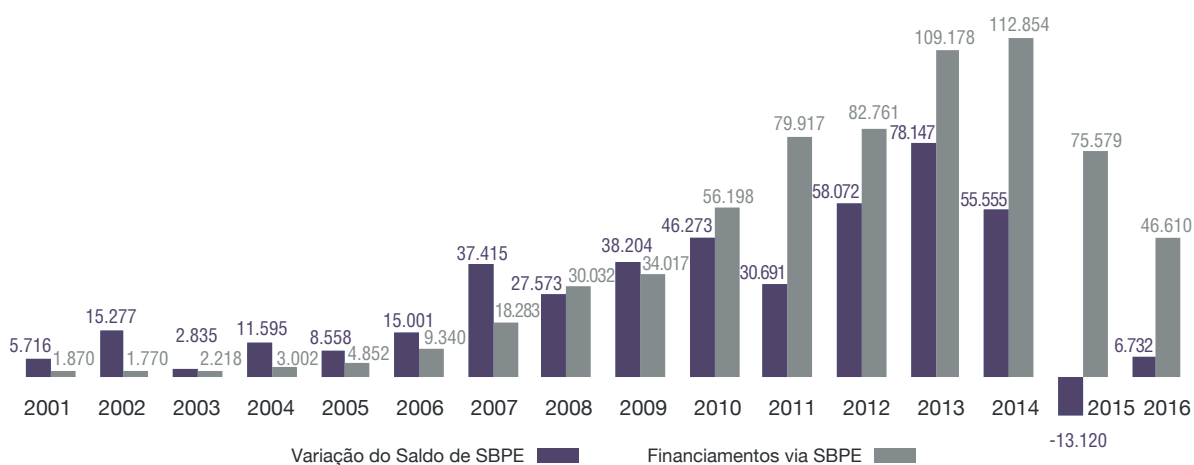
O saldo nominal da caderneta de poupança no último ano, apesar do montante em saques haver superado o montante em depósitos em R\$40,70 bilhões, conseguiu se manter basicamente estável em função de sua rentabilidade nominal. Em dezembro de 2016 o saldo da poupança atingiu R\$515,96 bilhões, contra R\$509,22 bilhões ao final de 2015. Ambas as cifras são inferiores, mesmo em termos nominais, ao saldo no final de 2014, que havia alcançado R\$522,34 bilhões.

A **figura 1** traz as evoluções anuais da variação do saldo da poupança e de novos financiamentos imobiliários oriundos desta fonte. A queda abrupta do montante de novos financiamentos nos últimos dois anos reflete a parada de crescimento, ou variações nulas, do saldo da poupança no mesmo período. Lembrando que o fluxo de amortização do estoque de financiamentos imobiliários também contribui para o montante disponível para novos financiamentos.

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

FIG. 1

Fonte: Abecip / Banco Central / Uqbar



A capacidade de crescimento da caderneta de poupança como fonte de financiamento imobiliário padece atualmente de dois fatores, um conjuntural e outro estrutural. Por um lado, constata-se a baixa propensão à poupança do pequeno poupador, que corresponde à maioria dos depositantes deste veículo, em momento de alto nível de desemprego e perda de poder aquisitivo de salários. Por outro lado, mantém-se uma rentabilidade para os depósitos de poupança muito inferior àquela de instrumentos de risco e liquidez equivalentes, como, por exemplo, títulos de Governo.

Pode-se arguir que a própria demanda por crédito imobiliário, mesmo aquele enquadrado de acordo com os critérios do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), se reduziu em 2016. Os bancos, com menor nível de captação

de depósitos de caderneta de poupança, e mais seletivos na concessão de crédito, chegaram a encarecer o próprio crédito SFH, dado que havia espaço para aumento das taxas de juros que vinham sendo praticadas, estas tendo como teto regulamentar o equivalente à Taxa Referencial (TR) + 12,0% ao ano. Assim, mesmo tratando-se de crédito imobiliário subsidiado, patamares mais baixos das curvas de oferta e de demanda no universo SFH se cruzaram em nível de custo mais elevado e de montante consolidado diminuído.

Ainda em relação ao crédito imobiliário que se enquadra de acordo com os parâmetros do SFH, vale apontar que, de acordo com alterações regulamentares, os valores máximos de preços de imóveis a serem financiados foram ajustados para cima em 2016, para R\$950.000 e R\$800.000, dependendo da região geográfica, o equivalente a aumentos de 26,7% e 23,1% respectivamente. Adicionalmente, entre setembro de 2016 e dezembro de 2017, segundo resoluções do Banco Central do Brasil (BCB), o valor máximo de preço de imóvel financiável via SFH foi majorado para R\$1,5 milhão. Tais ajustes tendem a elevar a demanda por este tipo de crédito imobiliário.

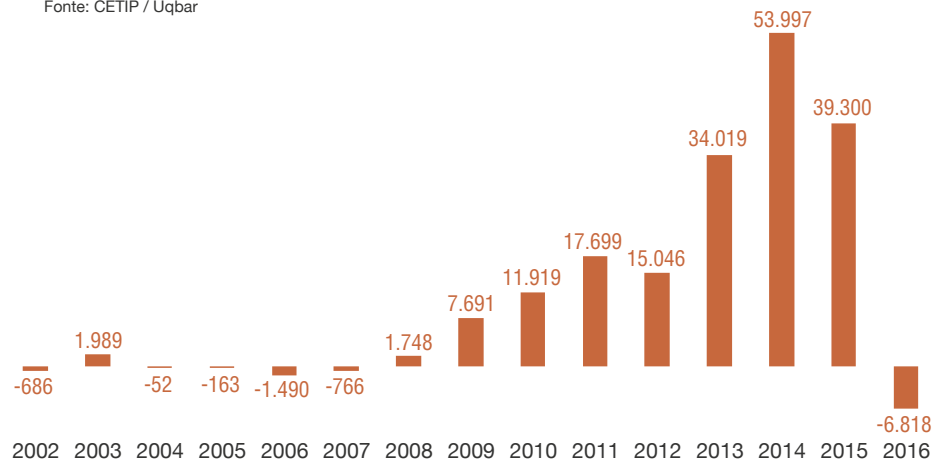
Outra fonte bancária importante de crédito imobiliário, a qual viu seus valores consolidados –em termos de depósito e de estoque– cederem pela primeira vez em 2016, desde sua criação em 2004, foram as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Alcançando valores de montante recordes e protagonistas no financiamento imobiliário em 2015, as LCI tiveram como gargalo da continuação da expansão de seu segmento em 2016 a queda da demanda pelo crédito imobiliário que é concedido a taxas livres de mercado. Apesar do interesse do investidor pessoa física por estes títulos –atraído pela isenção fiscal nos rendimentos, a indexação destes à taxa DI, a liquidez de prazos curtos e a garantia provida pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC)– a captação por parte dos bancos tropeçou em razão da insuficiência de lastro imobiliário originado. Isto porque justamente a rentabilidade atrativa buscada por investidores, em função de taxas de juro nominal e real excepcionalmente elevadas na economia brasileira em 2016, se provou o obstáculo incontornável na ponta do tomador do empréstimo imobiliário, que declinou seu custo excessivamente elevado e inviável.

Assim, ao final de 2016, o montante consolidado em estoque de LCI caiu pela primeira vez em dez anos. Contraposta a variações anuais positivas em 2014 e 2015, de R\$53,93 bilhões e R\$30,64 bilhões, respectivamente, a variação anual do montante consolidado em estoque de LCI foi negativa em -R\$6,91 bilhões em 2016. A **figura 2** ilustra a evolução da variação anual de estoque de LCI, incluindo as Letras Hipotecárias (LH), as quais apresentam valores recentes meramente residuais.

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

FIG. 2

Fonte: CETIP / Uqbar



Uma terceira fonte bancária de financiamento imobiliário que é potencialmente relevante, mas ainda não vigente por não estar regulamentada, são as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG). No começo de 2017 o BCB colocou em audiência pública minuta de resolução que visa regulamentar a emissão das LIG, já criadas por lei em 2015. Trata-se do equivalente nacional dos chamados *covered bonds*, títulos de dívida de instituições financeiras que contam com lastro apartado. No caso das LIG, de acordo com a minuta de resolução do BCB, este lastro poderá ser composto por um mínimo de 80,0% em créditos imobiliários. Um dos objetivos principais do Governo e do Regulador é criar uma fonte bancária de financiamento imobiliário de longo prazo, diferentemente da caderneta de poupança e das atuais Letras. A proposta de regulação do BCB trata, entre outros, dos requerimentos necessários para a emissão da LIG, incluindo a administração da carteira de créditos que servirá como lastro e garantia dos títulos e os deveres e prerrogativas das instituições emissoras e dos agentes fiduciários. Porém, tal qual ensina a prática do mercado de *covered bonds* e corrobora este ensinamento a prática do mercado de CRI, só vingará um mercado de LIG, que se diferencie do próprio mercado de LCI, na medida em que o investidor daquele título possa usufruir de uma robusta e efetiva transparência em relação ao lastro das operações, incluindo informações tempestivas e detalhadas de desempenho dos créditos que lastreiam esses títulos. Caso contrário, a LIG não trará novidades com relação a montante de financiamento imobiliário, prazo e taxas de juros; representará apenas uma substituição do tipo de Letra emitida. Assim como aconteceu com as LH, que foram substituídas pelas LCI, as LIG ocuparão o espaço das LCI. Vale notar que, apesar de levar o termo “imobiliário” no nome e usufruir dos mesmos benefícios fiscais das outras Letras imobiliárias, segundo a minuta em audiência pública os novos títulos de crédito, diferentemente dos atuais, não precisarão ser lastreados em sua totalidade por créditos imobiliários.

## MERCADO DE CAPITALIS

Quando se redireciona a análise para a leitura do desempenho das várias fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais, detecta-se um volume de negócios ao longo do último ano comparável àquele produzido no ano anterior, embora haja uma percepção mais construtiva em relação às expectativas que vigoram ao final de 2016 quando comparadas ao estado das coisas um ano antes (ver capítulo 3).

O volume consolidado de emissões de debêntures no último ano, por empresas do setor imobiliário, se equiparou aos dos anos de 2014 e 2015, período em que o setor já sofria redução de negócios e fragilização de balanços. Em 2016 foram R\$2,13 bilhões em emissões de debêntures, referentes a 13 séries. Para efeito de comparação, em 2012 e 2013, anos mais fortes de emissão de dívida por parte de empresas do setor imobiliário, o volume das operações, tanto em termos de montante emitido como pelo critério de número, girou em torno de três vezes o volume referente a 2016.

Já as emissões de ações no setor foram nulas pelo terceiro ano seguido em 2016. Em relação às empresas que fecharam o ano com valores de capitalização de mercado mais elevados, destaca-se a continuação da subida de posições na classificação de empresas de Shopping Centers e até de gestão imobiliária, em detrimento das empresas de incorporação e construção. Vale notar que, a reboque de emissões corporativas que já acontecem em outros segmentos da economia neste início de 2017, emissões de debêntures – e até de ações – de empresas do setor imobiliário devem encontrar um cenário mais propenso para sua realização neste ano que se adentra.

Conforme se discute nas respectivas seções deste Anuário, no capítulo 3, dedicadas às várias fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais, algumas destas oferecem os melhores prospectos para o seu desenvolvimento sustentável a médio e longo prazos, principalmente se favorecidas por um concomitante movimento de modernização institucional. Pode-se apontar entre estas fontes as operações de securitização de lastro imobiliário, principalmente aquelas de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), este último uma fonte de renda variável.

Os FII, a partir do grande impulso de sua norma atual, a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 472 (ICVM 472), de 2008, se transformaram em veículo preferencial de investimento em carteiras de imóveis e de títulos imobiliários por parte relevante do universo investidor, com destaque para pessoas físicas. Depois de um movimento de crescimento acelerado até 2013, o mercado de FII amadureceu através de anos mais desafiantes em 2014 e 2015. No ano passado, a rentabilidade do setor virou, proporcionando fortes ganhos aos investidores em cotas destes fundos, embora tal desempenho

tenha sido fruto mais de um movimento da curva de juros na economia do que de um fortalecimento da demanda por imóveis e aluguéis ou de uma queda nos níveis de vacância.

As emissões de cotas de FII em 2016 ainda se mantiveram em níveis muito mais reduzidos que aqueles vistos no período exuberante de IPOs entre 2011 e 2013. Mesmo assim, em comparação com 2015, houve um ligeiro crescimento do montante em emissões, principalmente por parte de fundos já listados, com destaque para o FII Kinea Rendimentos Imobiliários. Em termos de rentabilidade, tal qual espelhado pela valorização em 2016 de seu índice setorial –o IFIX–, de 32,3%, o último ano foi de forte desempenho. A partir de expectativas de transmissão na economia brasileira dos efeitos de um quadro mais benéfico das variáveis de natureza monetária para o lado real imobiliário, um contexto mais positivo para a retomada de crescimento em emissões de cotas de FII em 2017 deve se materializar.

Em termos de valorização, o mercado de FII listados na BM&FBOVESPA testemunhou ao longo de 2016 forte redução do seu deságio médio, tendo os valores crescentes de capitalização de mercado dos fundos se aproximado dos seus valores contábeis que, ao contrário, se viram moderadamente decrescentes. Em termos de liquidez, o mercado secundário de cotas de FII chegou a registrar recordes, como o valor consolidado anual de número de negócios, de 1.309.976. Além disto, o valor consolidado de montante negociado se mostrou crescente, fechando o ano com a segunda maior marca anual histórica, de R\$5,61 bilhões.

Já os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) que se dedicam ao segmento imobiliário atravessaram um ano de depuração em 2016. Alguns destes fundos, estruturados e utilizados não como veículos de captação e investimentos de perfil de *private equity*, mas meramente como veículos que supostamente ofereciam oportunidades de arbitragem regulatória, acabaram sendo identificados no contexto de investigações recentes da justiça brasileira de atividades de fraude. Neste sentido, uma nova norma do mercado de FIP, que passa a vigorar em 2017, é muito bem-vinda ao determinar diversas responsabilidades e vedações, inclusive no que concerne aos gestores destes fundos, e ao criar o conceito de entidade de investimento e dar novo tratamento às demonstrações financeiras exigíveis.

No que diz respeito ao desempenho do principal título de securitização imobiliária do mercado brasileiro, os CRI, registra-se que o seu montante consolidado em emissões em 2016 atingiu recorde histórico anual. Porém, uma quantidade desproporcional deste montante foi adquirido pelo FGTS, em operações lastreadas em financiamentos habitacionais no formato SFH. Desta forma, o volume recorde de emissões no ano se fundamentou em investimentos gerenciados pelo Governo, de rentabilidade relativamente mais

baixa, portanto não representativos das reais condições do mercado. Embora em anos anteriores o FGTS também tenha adquirido montantes bastante relevantes do total de CRI emitido, em 2016 esta participação atingiu nível recorde, de 53,7% da amostra, equivalente à metade do total emitido.

Em função de mudança regulamentar pelo BCB que já havia ocorrido em 2015, extinguiu-se a possibilidade de que investimentos em CRI com lastro composto por financiamentos imobiliários fora do formato SFH fossem enquadrados, para fins de exigibilidade regulamentar, no direcionamento exigível de recursos captados via caderneta de poupança. Assim, em 2016, a participação na composição do mercado primário de operações com lastro devido por pessoa jurídica foi reduzida substancialmente. Consequentemente, pela primeira vez desde 2004, as operações de CRI lastreadas em créditos imobiliários devidos por pessoa física representaram mais de 65,0% do total emitido no ano.

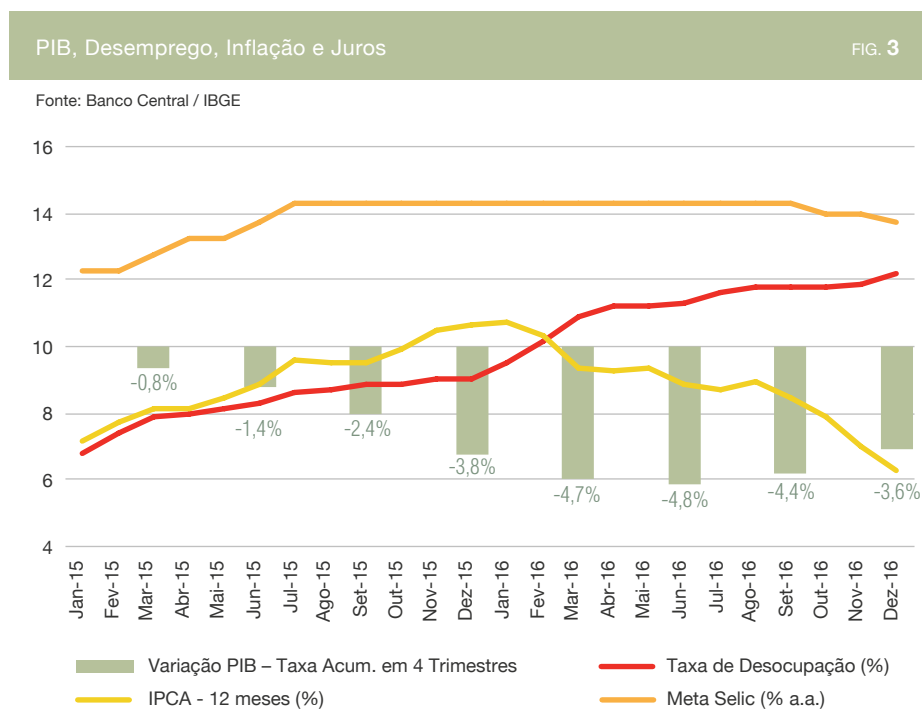
Um outro veículo de securitização, de fundamental importância para o desenvolvimento do mercado de capitais, que foi capaz de expandir em 2016 o valor consolidado de suas carteiras compostas por ativos de natureza imobiliária, é o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Os chamados FIDC Imobiliários, apesar de representarem investimentos que somam montante ainda relativamente pequeno quando comparado ao valor de investimentos em CRI, ou ao de investimentos em outros FIDC, têm se revelado um conjunto de operações com tendência de ampliação e potencial de ganho de participação no mercado de securitização de créditos imobiliários nos próximos anos.

## **O IMPACTO DA MACROECONOMIA**

O universo de negócios imobiliários é cíclico e seu comportamento apresenta correlação relevante com o desempenho de variáveis macroeconômicas fundamentais, como o Produto Interno Bruto (PIB), o desemprego, a inflação e as taxas de juros. O ano de 2016 para o setor imobiliário se provou uma tempestade perfeita em relação às trajetórias destas variáveis, tendo a economia do país, peculiarmente, sofrido pela continuação de forte recessão e de taxas de juros reais excepcionalmente elevadas, ao mesmo tempo em que se desorganizava por uma inflação em base anual que namorava os dois dígitos. A forte recessão atingiu em cheio o poder de compra do consumidor, os gastos e investimentos das empresas, e os investimentos do Governo. O desemprego saltou de patamar. Foi um ano de árduos desafios para construtoras e incorporadoras imobiliárias, com números crescentes de distratos e agudos problemas de liquidez e de crédito. Algumas destas empresas que tinham seu valor de mercado em vários bilhões

de reais há poucos anos, liderando então o setor, transformaram-se em pó e dor de cabeça para seus credores.

A **figura 3** traz a evolução nos últimos dois anos do desempenho das quatro variáveis macroeconômicas citadas acima: o PIB, em termos de crescimento anual, em base trimestral; o desemprego, em termos da taxa PNAD (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios) de desocupação, em base mensal; a inflação, em termos do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), em base mensal; e a taxa de juros nominais de um dia, em termos da meta da taxa Selic, em base diária.



As variáveis de produção e desemprego explicitam um dos piores biênios de desempenho da economia brasileira no registro histórico. A primeira delas, depois dos níveis equivalentes a um estado de depressão atingidos no primeiro semestre de 2016, pelo menos sinaliza uma tendência de diminuição de recessão ao término do ano passado. É crescente o número de analistas que preveem uma taxa de crescimento anual do PIB em território positivo em algum momento do segundo semestre de 2017. Já a segunda variável, referente ao nível de desemprego, ainda não dá mostras de arrefecimento. Pelo contrário, devido à natureza da dinâmica do ajuste macroeconômico de retomada de crescimento, a taxa de desemprego ainda é estimada de se elevar durante 2017, antes de reverter sua trajetória no ano seguinte.

Já as variáveis de natureza monetária, inflação e juros, antecipam um quadro mais construtivo, com registro de tendência mais clara já em 2016. A inflação de doze meses caiu ao longo de todo o ano em 2016, fechando o

período abaixo do teto da meta atual alvejada pelo BCB, de 6,5%. Os juros, por sua vez, necessitam esperar a consolidação da tendência de queda inflacionária. Assim, foram reduzidos marginalmente no último trimestre do ano. Porém, tal ritmo de redução já está sendo acelerado no começo de 2017.

As implicações resultantes do desempenho das variáveis da economia real para o setor imobiliário, como PIB e desemprego, são bastante diretas. Níveis altos de vacância, e mesmo de inadimplência, devem persistir por mais um pouco. Por outro lado, as trajetórias das variáveis de natureza monetária –inflação e juros– impactam, já no presente, por conta de expectativas em relação ao futuro, os preços de ativos. Assim, valores de cotas de FII, ou mesmo de ações de empresas imobiliárias, refletindo este impacto na precificação de ativos, já atingem patamares muito mais elevados que seus valores deprimidos de um ano atrás.

### **MUDANÇA DE MODELO?**

Em um contexto de melhora das variáveis fundamentais macroeconômicas, com impacto direto e certo no cíclico setor imobiliário, cabe mais uma vez a indagação de por que não dinamizar esta recuperação setorial com um modelo de financiamento imobiliário mais robusto, consistente e sustentável. Sendo a questão habitacional e o desenvolvimento do mercado imobiliário prioridades de política governamental, a efetividade das fontes de financiamento do setor ganha relevo e protagonismo. A superação do anacrônico modelo de financiamento baseado desproporcionalmente na caderneta de poupança torna-se, assim, parte fundamental da estratégia de saída decisiva deste período recente de lamentável desempenho econômico e de retomada de crescimento em ritmo condizente com as necessidades de elevação do grau de desenvolvimento do país.

Um modelo de financiamento imobiliário aprimorado deveria unificar as opções de fontes bancárias e não deveria se basear em transferência de renda do pequeno poupador. Deveria favorecer o casamento de prazos e de formatos de remuneração entre os ativos e passivos originados, incentivar a especialização na gestão da intermediação financeira e distribuir de forma mais pulverizada as oportunidades de captação e de investimento de recursos. Deveria atrair o capital de grandes investidores institucionais de longo prazo e de investidores estrangeiros.

O mercado de CRI, embora ainda de dimensões relativamente pequenas em relação às dimensões das necessidades de financiamento imobiliário no país, já oferece muitas das respostas às “ineficiências” estruturais do modelo de financiamento baseado na caderneta de poupança e, complementarmente, no mercado de LCI. Porém, uma das principais carências ainda vigentes no mercado de CRI, que se refere ao nível de

transparência em sua prática, ainda exige muito avanço se se pretende alcançar um nível mais desenvolvido. E é justamente esta prática de uma transparência robusta que constituiria um fator determinante para o eventual sucesso de um mercado de LIG, uma fonte bancária.

Mas o ator com maior potencial transformativo no desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário no Brasil é o Governo. E são algumas as suas possibilidades de atuação catalisadora neste desenvolvimento. Sendo a Caixa Econômica Federal responsável, por larga margem, pela maior carteira de créditos imobiliários no país, tem-se o Governo com papel determinante na gestão do maior cedente potencial de créditos imobiliários para operações de securitização. Ao mesmo tempo, através de suas instituições financeiras, o Governo conta com diferentes alternativas de atuação como investidor ou como provedor de reforço de crédito. Por fim, cabe ao Governo desenvolver o arcabouço jurídico-regulamentar apropriado para sustentar suas iniciativas neste sentido. O caminho é amplamente conhecido, faltando ainda a vontade de percorrê-lo.

Este Anuário aborda todas as fontes de financiamento imobiliário: do Governo, no capítulo 1, do Mercado Bancário, no capítulo 2, e do Mercado de Capitais, no capítulo 3. Nestes três capítulos iniciais é apresentado um vasto conjunto de dados e informações referentes ao ano de 2016 e ao histórico precedente. Em seguida, no capítulo 4, são cobertos todos os *Rankings* de operações e participantes.

1

GOVERNO

# SOB MEDIDA PARA SUAS NECESSIDADES



TREINAMENTO

DADOS

INTELIGÊNCIA  
DE MERCADO

ANÁLISE  
DE RISCO

CONSULTORIA  
ESTRATÉGICA



ENTRE EM CONTATO:

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

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

(55) 21 2529 2925



## INTRODUÇÃO

O capítulo Governo aborda o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses. As duas fontes de financiamento estão sob responsabilidade, direta ou indireta, do Poder Executivo Federal. Diferente das fontes bancárias, como a caderneta de poupança, as fontes de financiamento oriundas do Governo têm papel mais destacado no financiamento de imóveis à população de baixa renda. Por estes dois canais vitais de operacionalização da política habitacional do Governo desembocam montantes vultosos destinados ao financiamento do setor imobiliário.

O FGTS foi instituído em 1967, no bojo de iniciativas anteriores do governo federal que visavam estimular o crédito imobiliário e habitacional no Brasil, tais como a criação do banco público setorial (Banco Nacional da Habitação) e da implementação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O modelo adotado à época, e em vigor até hoje, envolve a captação pública de poupança e concessão de crédito direcionado.

O modelo então adotado mostra sinais de esgotamento. Como fator limitante atua a própria concepção dos mecanismos em vigor, altamente dependente da ação do Governo e de caráter fortemente pró-cíclico em relação às condições macroeconômicas. Além disso, o perfil da economia brasileira que se apresentava no início da década de 1960 e que fomentou a adoção do referido modelo sofreu mudanças substantivas desde então, tal como ocorre com o mercado de trabalho.

Em relação ao FGTS, tal qual é descrito na respectiva seção deste capítulo, aquela fonte se baseia na instituição da poupança forçada ao trabalhador, tutelada pelo Governo e, portanto, sujeita a decisões políticas em detrimento das econômicas. Em troca, o “poupador” obtém remuneração inferior ao que rendem títulos do governo atrelados à Selic e, não raro, ao índice de inflação. O dimensionamento do custo-benefício associado ao FGTS é uma tarefa obscura, mas cabe questionar se o trabalhador não estaria em melhor posição se pudesse, ele mesmo, definir o que fazer com 8,0% de seu salário.

De forma geral, tanto o FGTS como Repasses se inserem em uma discussão mais ampla sobre o papel do crédito direcionado no Brasil. O tomador de crédito direcionado se financia a juros mais baixos do que aquele que obtém financiamento a juros livres. Assim, o custo para esse último, grosso modo, tende a ser majorado para compensar a diferença entre ambos, causando uma distorção nas taxas de juros de mercado, o que conseqüentemente afeta o mercado de crédito, inclusive o imobiliário, e a política monetária brasileira. Ao contrário do mercado de crédito livre, o de crédito direcionado não responde aos incentivos de mercado ou a mudanças na taxa de juros básica (Selic) na economia, e sua existência só é possível

devido à sub-remuneração oferecida ao cotista do FGTS, aos repasses de recursos do Tesouro Nacional, além da baixa remuneração da caderneta de poupança (ver Capítulo 3).

As duas seções neste capítulo são dedicadas ao FGTS, associado ao Governo pela participação deste no conselho que gere e administra o fundo, e aos Repasses, que têm origem no Orçamento Geral da União (OGU) e que são utilizados em programas sociais, tais como o Minha Casa, Minha Vida. São apresentados tabelas e gráficos, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos relacionados ao desempenho histórico destas duas fontes até o ano de 2016.

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

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) tem por objetivo a proteção do empregado demitido sem justa causa. É recolhido, mensalmente, o equivalente a 8,0% do valor do salário de empregados por meio de depósitos efetuados na Caixa Econômica Federal (Caixa) pelos respectivos empregadores, em contas vinculadas ao contrato de trabalho. O saldo mantido por empregados no fundo é corrigido pela Taxa Referencial (TR) e acrescido de juros equivalentes a 3,0% ao ano. Em momentos específicos, e sujeito a condições pré-definidas, o trabalhador poderá sacar a respectiva quantia como, por exemplo, na aquisição de imóvel. Pelo lado do ativo, por sua vez, o FGTS utiliza os recursos arrecadados para financiar programas de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana. O fundo é administrado por um conselho curador composto por representantes oriundos das classes de trabalhadores e dos empregadores e também do Governo, que também atua, por intermédio do Ministério das Cidades, na elaboração de orçamentos e definição de metas. A Caixa, a seu turno, é a instituição que operacionaliza tanto os recolhimentos como as aplicações de recursos do fundo.

Em 2017 o FGTS completa meio século de atividade. Com o advento dele, a equipe econômica à época do governo do presidente Castello Branco –composta por Octávio Bulhões e Roberto Campos– pretendia substituir o antigo regime de estabilidade dos trabalhadores, fazendo parte de um amplo e extenso conjunto de reformas institucionais e ajuste econômico elaborado logo após o golpe militar de 1964. A antiga regra trabalhista, oriunda da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), estabelecia que após dez anos de emprego na mesma empresa um trabalhador não poderia ser demitido senão por justa causa. Se o fosse, este empregado teria direito a uma indenização equivalente a um salário por ano trabalhado acrescida de multa. A partir da Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966, que criou o FGTS e passou a vigorar no primeiro dia do ano seguinte, o empregado que optasse pelo novo sistema perderia a estabilidade e a indenização a que fazia jus anteriormente no caso de demissão sem justa causa. Mas, em troca de recolhimento mensal de 8,0% do seu salário bruto, aquele trabalhador que optasse pelo FGTS poderia sacar o dinheiro da conta vinculada também em outras situações além daquela de demissão sem justa causa, como no caso de compra de imóvel e à época de sua aposentadoria. Até a promulgação da Constituição Federal de 1988 os dois regimes conviveram em paralelo, a partir da qual todos os trabalhadores foram transferidos obrigatoriamente para o regime do FGTS.

Desde 1997 –ano a partir do qual os dados a respeito do FGTS estão disponíveis– até 2016, o montante nominal arrecadado anualmente pelo fundo desenhou trajetória quase ininterrupta de alta, tendo saltado dos R\$12,93 bilhões para R\$107,33 bilhões no último ano. Em 2016, entretanto, registrou-se pela primeira vez queda nominal (além de real) na arrecadação anual. Já os saques cresceram em ritmo menor, de R\$13,63 bilhões em 1997 para R\$98,69 bilhões em 2016. Assim, se depreende que o FGTS saiu de uma posição de captação líquida negativa de R\$703,5 milhões em 1997 para captação líquida positiva de R\$8,64 bilhões em 2016. Note-se que, apesar de estar no campo positivo, a captação líquida para o ano de 2016 é a menor desde 2009. Para efeito comparativo, em 2015 a captação líquida havia sido da ordem de R\$14,41 bilhões, decorrente de arrecadação de R\$113,53 bilhões e saques em volume de R\$99,12 bilhões. A razão para o movimento recente de diminuição do montante arrecadado tem raiz na progressiva elevação da taxa de desemprego, o que pressiona o aumento de saques.

Independentemente da conjuntura recente, o setor imobiliário permanece como o principal segmento alvo de aplicação de recursos do FGTS, à frente de saneamento básico e de infraestrutura urbana. Além de financiamento habitacional tradicional direto, como se verá abaixo, o FGTS

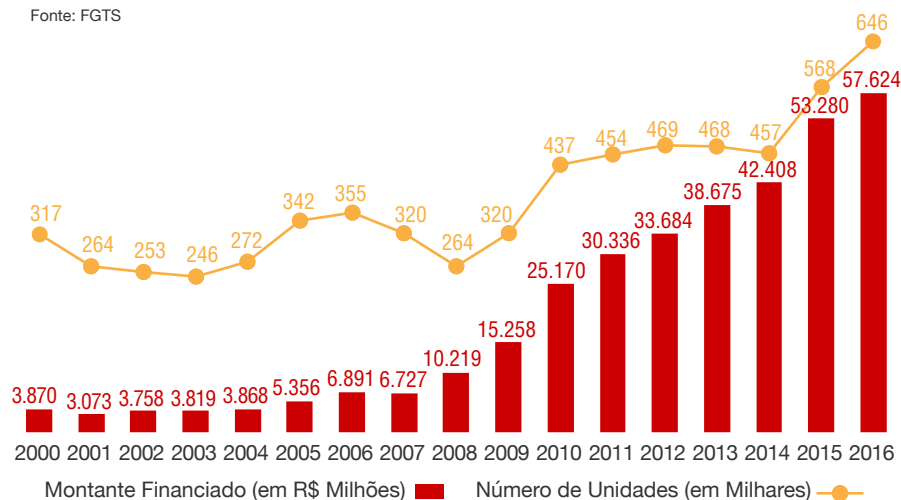
também atua através de investimentos em aquisição de debêntures, cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) com lastro em operações de habitação, e, principalmente, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Em 2016 o FGTS investiu sua maior quantia anual nestes títulos, quase R\$10,00 bilhões em CRI de lastro composto por créditos imobiliários originados junto ao SFH, ao passo que em 2015 a cifra destinada à aquisição destes títulos havia alcançado somente R\$600,0 milhões.

A seguir, as **figuras 4 e 5** traçam a evolução histórica do financiamento imobiliário concedido com recursos do FGTS<sup>1</sup>. Comparado ao financiamento imobiliário consolidado contratado no âmbito do SFH, aquele contratado exclusivamente via FGTS assume um caráter mais direcionado para o segmento habitacional de baixa renda. O valor máximo do imóvel passível de financiamento é de R\$225.000, ao passo que no âmbito do SFH esse valor salta para R\$950.000. O montante em financiamentos habitacionais concedidos pelo FGTS ultrapassou, pelo segundo ano seguido, os R\$50,00 bilhões, e encerrou 2016 em patamar 8,2% acima do registrado em 2015, ao passo que o número de unidades financiadas cresceu 13,6% no mesmo período. Em 2016 os financiamentos imobiliários concedidos com recursos do FGTS atingiram a cifra de R\$57,62 bilhões, e lograram financiar a construção ou aquisição de 645.513 unidades habitacionais. No ano de 2015 estes números haviam se fixado na marca dos R\$53,28 bilhões e 568.081 unidades habitacionais. Assim, se calcula que o valor de financiamento médio por unidade apresentou queda nominal e real em 2016, pela primeira vez desde 2004. Esta cifra encerrou 2016 alcançando R\$89.268,15, nível 4,8% inferior ao registrado em 2015, de R\$93.789,29.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS

FIG. 4

Fonte: FGTS

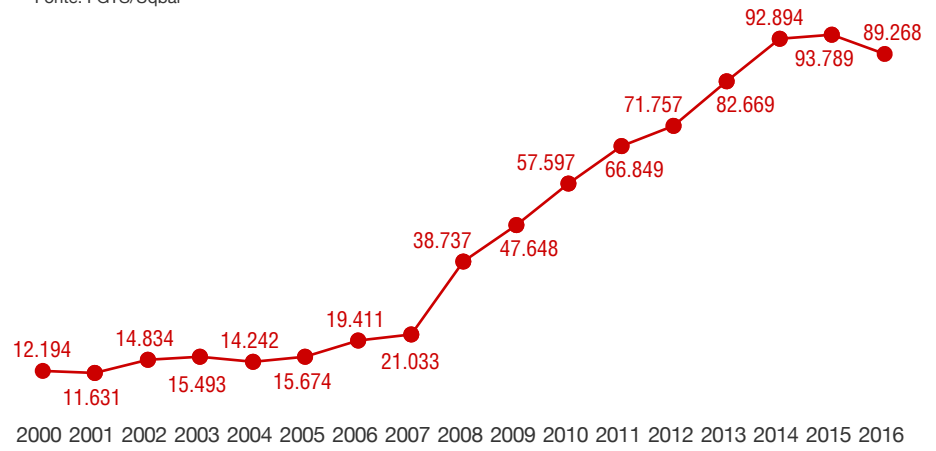


<sup>1</sup> Todos os números desta seção têm como base o site do FGTS que foi consultado em 13/01/2017.

Financiamento Médio por Unidade (em R\$)

FIG. 5

Fonte: FGTS/Uqbar



# REPASSES DO GOVERNO

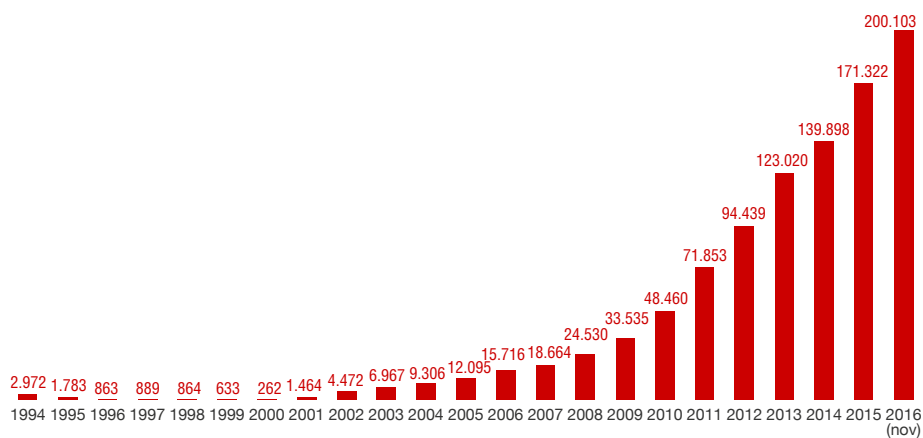
Os Repasses são uma importante fonte de financiamento habitacional sob controle direto do Governo, cuja quantia é comparável àquela empenhada pelo FGTS. Os Repasses são oriundos do Orçamento Geral da União (OGU), tendo como fonte de recursos o Tesouro Nacional, e exercem papel importante em programas sociais, tais como o Minha Casa, Minha Vida.

O saldo de Repasses, como retratado pela **figura 6**, continuou em 2016 com forte ritmo de expansão. Ao fim de novembro de 2016, este indicador já se situava na marca dos R\$200,10 bilhões, o que, frente ao número referente a dezembro de 2015 -R\$171,32 bilhões- se traduz em crescimento nominal de 16,8%. Esta variação percentual nominal se situa em patamar bem abaixo daquela verificada entre os anos de 2014 e 2015, de 22,5%, e mais ainda daquelas computadas entre 2007 e 2013, sempre acima dos 30,0%. Porém, a diferença absoluta entre as cifras de dezembro de 2015 e novembro de 2016 alcança R\$28,78 bilhões. Apesar do número parcial (referente ao período janeiro-novembro), este é o segundo maior incremento anual absoluto, em termos nominais, desde 1994. Para efeito comparativo, entre o final de 2014 e de 2015 a diferença havia sido da ordem de R\$31,42 bilhões, a maior cifra nominal histórica.

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

FIG. 6

Fonte: Banco Central



# 2

# MERCADO BANCÁRIO

# academias. uqbar

*3 dias de treinamento intensivo: teórico, prático e divertido*

Produzidas desde 2008, as Academias Uqbar são eventos educacionais de referência em treinamento nos mercados de financiamento imobiliário e finanças estruturadas, tendo como objetivo transmitir e construir conhecimento através de uma combinação única de teoria e prática.

Estes treinamentos têm como alguns de seus ingredientes básicos o treinamento lúdico, o conteúdo exclusivo e a experiência didática especializada. Potencializando o efeito da aplicação destes ingredientes, estes eventos acontecem em um ambiente pensado e planejado para estimular a busca pelo conhecimento e a aprendizagem colaborativa.

As Academias são destinadas a todos os profissionais que buscam um entendimento abrangente, técnico e prático das novas alternativas de financiamento e investimento proporcionadas pelo desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

12<sup>a</sup> **academia.**  
**uqbar** *de securitização*

17 a 20 de maio de 2017  
Angra dos Reis

7<sup>a</sup> **academia.**  
**uqbar** *imobiliária*

04 a 07 de outubro de 2017  
Búzios



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



## INTRODUÇÃO

O ano de 2016 viu exacerbada a insustentabilidade do crescimento da caderneta de poupança como fonte principal de financiamento imobiliário no país. Pelo segundo ano seguido o saldo consolidado da poupança basicamente não se alterou em termos nominais, o que significa queda real desde 2014. O montante consolidado de novos financiamentos imobiliários com recursos no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que tem a captação da caderneta de poupança como sustentáculo, despencou pelo segundo ano consecutivo. Tal quadro revela tanto a fragilidade da conjuntura macroeconômica nos últimos dois anos, como o agravamento de um modelo de financiamento vigente fundamentado em fonte estruturalmente vulnerável.

Também as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), título não ideal para esta função, mas que vem assumindo papel crescente no financiamento imobiliário, sentiram um baque em 2016 no movimento histórico de expansão de seu mercado. Os montantes em depósitos anuais e de estoque no final do ano destes títulos caíram pela primeira vez no registro histórico.

A caderneta de poupança e as LCI, foco deste capítulo do Anuário, são as fontes bancárias de financiamento imobiliário, compondo ambas o passivo de instituições financeiras, principalmente bancos. Ambas as fontes são regulamentadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e, no caso da caderneta de poupança, tem remuneração mensal de seus depósitos captados equivalente à Taxa Referencial (TR) acrescida de 6,0% a.a., ou, quando a meta da taxa Selic for 8,5% ou menos, 70,0% desta meta. Além disso, investimentos em caderneta de poupança, em contraste com a “iliquidez” dos créditos imobiliários originados com os recursos desta fonte, são resgatáveis a qualquer momento.

Nos últimos dois anos a rentabilidade da caderneta de poupança se provou muito aquém daquela de investimentos de risco e de liquidez comparáveis, como os próprios títulos públicos. Tal fator vem contribuindo para o baixo desempenho recente de captação desta fonte de financiamento imobiliário.

Em relação às regras de direcionamento dos recursos captados via caderneta de poupança, conforme a norma que regula o tema, que é a Resolução nº 3.932 do BCB em sua versão atualizada, da totalidade daquele montante: um mínimo de 65,0% deve ser direcionado para o financiamento imobiliário, sendo 52,0%, ao menos, nas condições do SFH, e até 13,0% a taxas de mercado; e 24,5% deve ser mantido em encaixe obrigatório no BCB, remunerado pela mesma taxa da poupança, mas destes 24,5%, até 18,0% pode, alternativamente, ser aplicado em operações de financiamento habitacional nas condições do SFH.

Os principais parâmetros de enquadramento que definem as condições de financiamento no âmbito do SFH dizem respeito ao valor máximo do imóvel sendo adquirido ou construído, à proporção máxima do valor do imóvel a ser financiada, ao prazo máximo de financiamento e ao teto do custo do financiamento da aquisição ou construção do imóvel. O valor máximo (ou médio, no caso de construções de múltiplas unidades) atual do imóvel sendo adquirido ou construído é de R\$800.000 para a maioria das regiões geográficas e de R\$950.000 para regiões metropolitanas dos estados de SP, RJ, MG e para o DF. Para o período entre setembro de 2016 e dezembro de 2017, a resolução do BCB de 2016 elevou este valor máximo, exclusivamente para o caso de aquisição de imóveis novos residenciais, para R\$1,5 milhão. A proporção máxima do valor do imóvel a ser financiada atinge 80,0%. Finalmente, o prazo de financiamento não pode superar 35 anos e o custo de financiamento de aquisição ou construção de imóveis não pode exceder o equivalente à TR+12,0% a.a..

Outras modalidades de direcionamento dos recursos captados via caderneta de poupança também se enquadram, segundo a regulamentação, para fins de atingimento dos 52,0% exigíveis nas condições do SFH. No contexto deste Anuário, são destacados os investimentos em CRI, que, por sua vez, devem ser lastreados em créditos imobiliários originados segundo as condições do SFH.

Já as LCI emitidas por instituições financeiras têm seu saldo devedor consolidado não superior ao saldo devedor consolidado dos créditos imobiliários que as lastreiam. Apesar da Lei nº 10.931 –que criou a LCI– determinar em seu artigo 12, parágrafo 1º, item VII, que as LCI emitidas devem conter a identificação dos créditos caucionados e seu valor, presume-se que, na prática, não haja controle deste vínculo por crédito imobiliário individualizado, e sim por saldo devedor consolidado, o que enfraquece o suposto valor de reforço de crédito do lastro destes títulos. Daí, inclusive, uma das motivações para a criação, ainda não consumada, das LIG. Estes novos títulos, similares aos chamados *covered bonds*, que ainda têm sua norma em fase de audiência pública, devem contar, entre outros aspectos, com o regime fiduciário em relação ao seu lastro, justamente para a devida separação e identificação individual dos respectivos créditos componentes daquele. Conforme apontado na Introdução deste Anuário, a qualidade informacional em relação ao desempenho do lastro das LIG, em seus aspectos tempestivos e de detalhamento, deve se provar determinante do efetivo valor de reforço de crédito destes lastros, estabelecendo –ou não– a real diferenciação em relação às LCI, e o próprio sucesso –ou não– das LIG.

A maior parte do montante emitido de LCI corresponde a títulos de curto prazo, descasados do prazo típico de um crédito imobiliário. Na sua maior parte, também, estes títulos têm rentabilidade atrelada à taxa de Depósitos Interfinanceiros (DI), o que novamente tende a diferir do formato de rentabilidade típico de um crédito imobiliário, mais comumente indexada a um índice de inflação. Assim, tanto em prazo como em tipo de juros, vigora um comum descasamento entre as LCI e seus respectivos lastros.

Rendimentos de investimentos em LCI se beneficiam da isenção tributária, para pessoa física, e da cobertura, até o valor de R\$250.000, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Além disso, os créditos imobiliários que compõem o lastro das LCI contam necessariamente com alienação fiduciária ou hipoteca em garantia.

Apesar da atratividade das características de risco, retorno e liquidez das LCI, como opção de investimento, devido ao nível em que vigorou a curva de juros da economia durante 2016 e ao contexto econômico estressante no mesmo período do ponto de vista de renda, desemprego, inadimplência e vacância imobiliária, não houve originação suficiente de crédito imobiliário para composição necessária do lastro das LCI. Assim, com menos papel a ser ofertado, a própria rentabilidade relativa das LCI tendeu a se reduzir no último ano e o volume de emissões anuais destes títulos caiu pela primeira vez no registro histórico.

Nas duas seções deste capítulo são apresentados gráficos e tabelas, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos de desempenho histórico e de 2016 do SBPE, através da caderneta de poupança, e das Letras de lastro imobiliário, sendo que, em relação a estas últimas, também são apresentados os Termos e Condições das LCI.

Na seção dedicada às Letras abordamos também as LIG. Este título, criado por lei em janeiro de 2015, tem ainda sua regulamentação em gestação. Apresentamos as principais características da LIG, aquelas já conhecidas e também aquelas propostas na minuta de resolução do BCB atualmente em audiência pública. Alguns aspectos considerados pela Uqbar como fundamentais para um real surgimento de um mercado deste novo título são apontados. Ademais, é oferecido um comparativo entre as características dos *covered bonds*, em seu desenvolvido mercado na Europa, e dos títulos de securitização, como o CRI.

# SISTEMA BRASILEIRO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMOS (SBPE)

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) tem sido historicamente a maior fonte de financiamento imobiliário no Brasil. As instituições financeiras que integram o SBPE captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através dos depósitos voluntários em caderneta de poupança. A concessão de crédito imobiliário com recursos do SBPE obedece a regras regulamentares de direcionamento, as chamadas exigibilidades. Atualmente, segundo a Resolução nº 3.932 de 2010 do Banco Central do Brasil (BCB), 65,0% dos depósitos de poupança devem ser aplicados em financiamentos imobiliários, sendo que 80,0% desta parcela devem ser destinados a operações de financiamento habitacional no âmbito das regras do SFH. Adicionalmente, de 24,5% dos depósitos de poupança que devem ser direcionados como encaixe no BCB, 18,0% também podem ser aplicados em financiamentos imobiliários no âmbito do SFH. Por sua vez, os financiamentos habitacionais no âmbito do SFH obedecem algumas regras, entre as quais se destaca o valor máximo do imóvel sendo financiado, de R\$950.000 nos três estados mais populosos e no DF e de R\$800.000 nos demais, o teto do custo efetivo de financiamento (de 12,0%), a parcela máxima do imóvel que pode ser financiada (de 80,0%), e o prazo máximo de financiamento (de 35 anos).

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) tem sido, historicamente, a maior fonte de financiamento imobiliário no Brasil através da captação de recursos em depósitos de caderneta de poupança pelas suas instituições integrantes. A concessão de crédito imobiliário com recursos do SBPE obedece a regras regulamentares de direcionamento, as chamadas exigibilidades, determinadas segundo a Resolução nº 3.932, de 2010, do Banco Central do Brasil (BCB).

Em 2016, dando sequência à tendência iniciada no ano anterior, em divergência à trajetória ocorrida desde o começo deste milênio, o saldo consolidado de caderneta de poupança, em termos nominais, se manteve basicamente constante, mesmo computada a rentabilização anual. Isto basicamente significa que houve queda real do saldo por dois anos seguidos, além de montantes em saques superiores a montantes em depósitos (saques líquidos).

Como o SBPE, para efeito de se viabilizar os financiamentos no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), se fundamenta (pelo lado da captação) em recursos relativamente baratos, a taxa de remuneração dos depósitos em poupança tem sido consistentemente menor que o custo básico de oportunidade na economia. Porém, em 2015, a rentabilidade da poupança se mostrou ainda mais diminuta em termos relativos, com sua taxa não alcançando sequer o nível de inflação naquele ano. Em 2016 ocorreu pequena melhora deste desempenho, pelo menos em relação à inflação, que se reduziu nos meses finais do ano. Mesmo assim, o pequeno poupador, que forma parte relevante da base de depositantes da poupança, impactado por uma conjuntura macroeconômica bastante recessiva, se portou quase sempre como sacador líquido de recursos desta fonte ao longo dos últimos dois anos.

Pelo lado da demanda por crédito imobiliário, mesmo em se tratando de crédito em condições do SFH, em função do crescente desemprego e da queda de renda recentes, estima-se que houve diminuição no último ano. Pelo lado da oferta de crédito imobiliário, além do saldo decrescente da poupança, houve tendência de encarecimento dos financiamentos ofertados, dado que havia espaço regulamentar, dentro das condições do SFH, para aumento de taxas sendo praticadas. Assim, com demanda e oferta mais baixas, pelo segundo ano consecutivo, e diferente do que ocorria anualmente desde o ano de 2002, o montante anual de financiamentos imobiliários oriundos da caderneta de poupança decresceu, e substancialmente.

A **figura 7** mostra que, depois da redução nominal de 33,0% no ano anterior, de R\$112,85 bilhões em 2014 para R\$75,58 bilhões em 2015, o valor anual do montante em novos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE caiu novamente fortemente em 2016. O indicador se contraiu em outros 38,3% no ano passado, para R\$46,61 bilhões. Ou seja,

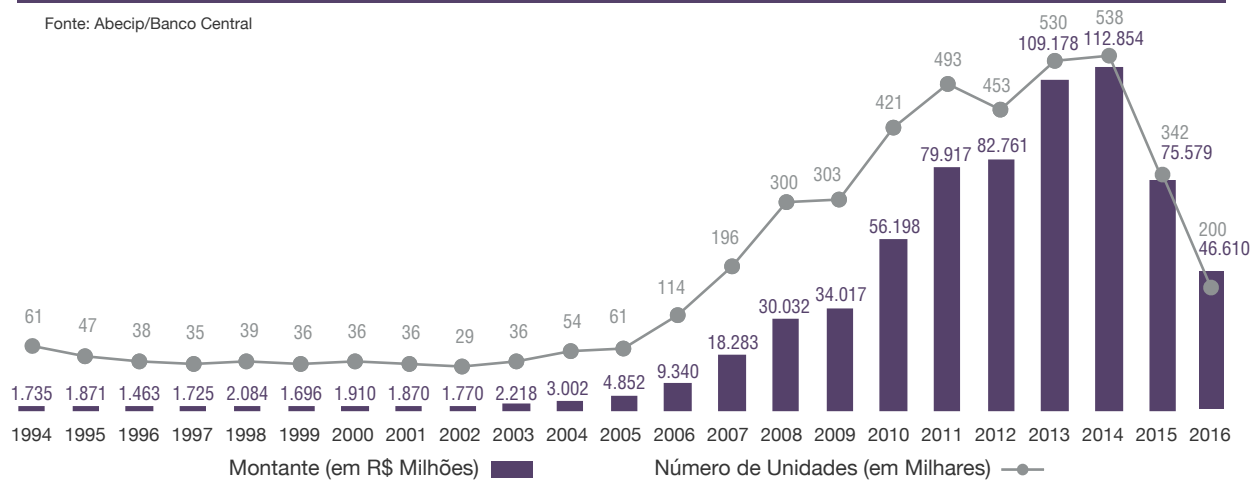
mesmo em termos nominais, houve uma queda de 53,7% entre os níveis de 2014 e de 2016.

Em termos de unidades habitacionais financiadas, o número total anual também caiu consideravelmente nos últimos dois anos. Depois de se alcançar 538.347 unidades habitacionais em 2014, foram 341.508 em 2015 e apenas 199.689 em 2016, o equivalente a uma redução acumulada de 62,9% no período. O número de 2016 se contraiu quase ao nível daquele de 2007, nove anos antes.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE

FIG. 7

Fonte: Abecip/Banco Central

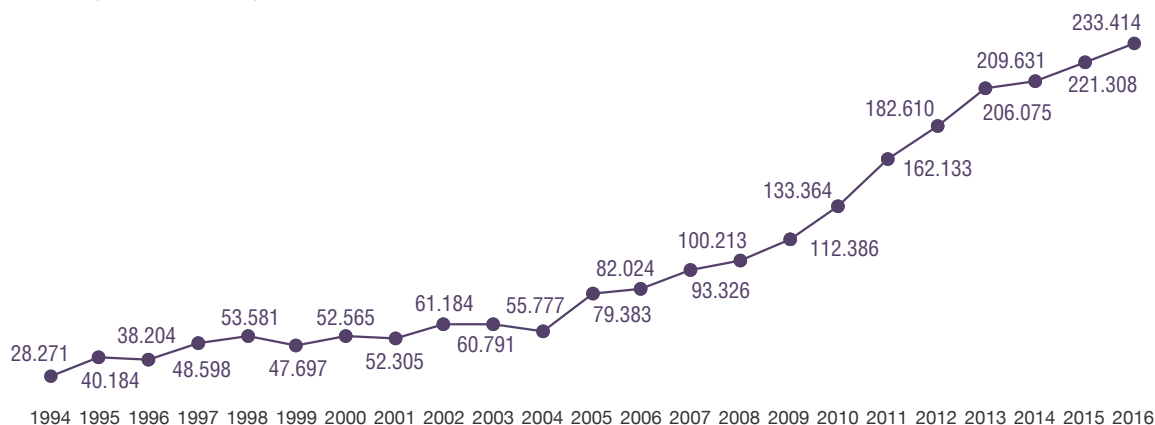


Conforme ilustra a **figura 8**, o valor nominal do financiamento médio por unidade continuou subindo apesar da taxa anual de aumento ficar mais uma vez abaixo dos índices inflacionários. Entre os finais de 2014 e de 2015 o aumento do financiamento médio havia sido de 5,6%, bem abaixo do IPCA para o mesmo período, de 10,7%. Em 2016 o valor do financiamento médio se elevou de R\$221.308 para R\$233.414, o equivalente a 5,5%, contra um IPCA de 6,3%.

Financiamento Médio por Unidade (em R\$)

FIG. 8

Fonte: Abecip / Banco Central / Uqbar

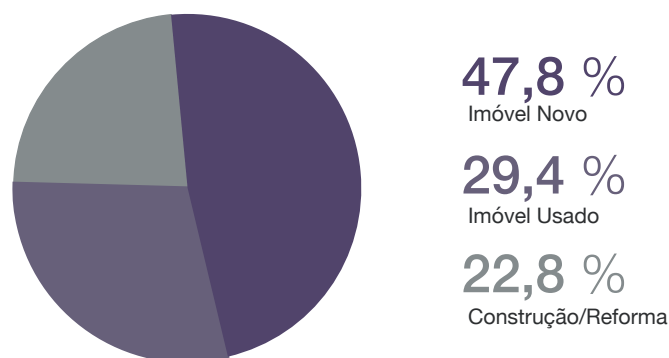


A segmentação em 2016 dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE pela condição ou estágio de desenvolvimento (tipo) do imóvel financiado mostra, em relação a 2015, um crescimento da fatia referente a financiamentos concedidos para aquisição de imóveis novos, que atinge agora 47,8% do total, embora corresponda a um montante bem mais baixo (R\$22,27 bilhões). Já a fatia referente a financiamentos para aquisição de imóveis usados caiu marginalmente para 29,4%, correspondendo a um montante bem mais reduzido (R\$13,70 bilhões). Por fim, tal qual exibido pela **figura 9**, a fatia referente a financiamentos de construção ou reforma de imóveis atingiu apenas 22,8% do total do ano, correspondendo a um montante muito menor que em 2015 (R\$10,63 bilhões).

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2016 por Tipo de Imóvel (% de Montante)

FIG. 9

Fonte: Abecip

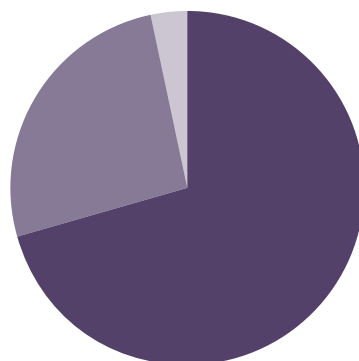


A composição dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE em 2016, por tipo de financiamento, quando comparada com a de 2015, aponta para a redução da fatia que se refere às operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, que atingiram 70,8% (R\$32,99 bilhões) do total. A parcela restante, equivalente a 29,2% do total, se referiu a operações de crédito imobiliário contratadas a taxas de mercado (TM), sendo 26,0% (R\$12,12 bilhões) referentes à fatia crescente de financiamentos de imóveis residenciais, e 3,2% (R\$1,50 bilhão), referentes à fatia decrescente de financiamentos de imóveis comerciais, conforme ilustrado na **figura 10**.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2016 por Tipo de Financiamento (% de Montante)

FIG. 10

Fonte: Abecip



70,8 %

SFH

26,0 %

TM - Residencial

3,2 %

TM - Comercial

A **tabela 1** traz a evolução anual do saldo da caderneta de poupança, juntamente com as variações percentuais anuais e acumuladas deste saldo e da remuneração dos depósitos. Note-se que o saldo, quase constante –em termos nominais– desde 2014, teria se reduzido não fosse o efeito da remuneração. Ou seja, nesse período houve saques líquidos, ou montantes de saques brutos acima de montantes de depósitos brutos. Ao final de 2016, o saldo de depósitos atingiu R\$515,96 bilhões, um pouco abaixo do nível de dois anos antes (2014) de R\$522,34 bilhões.

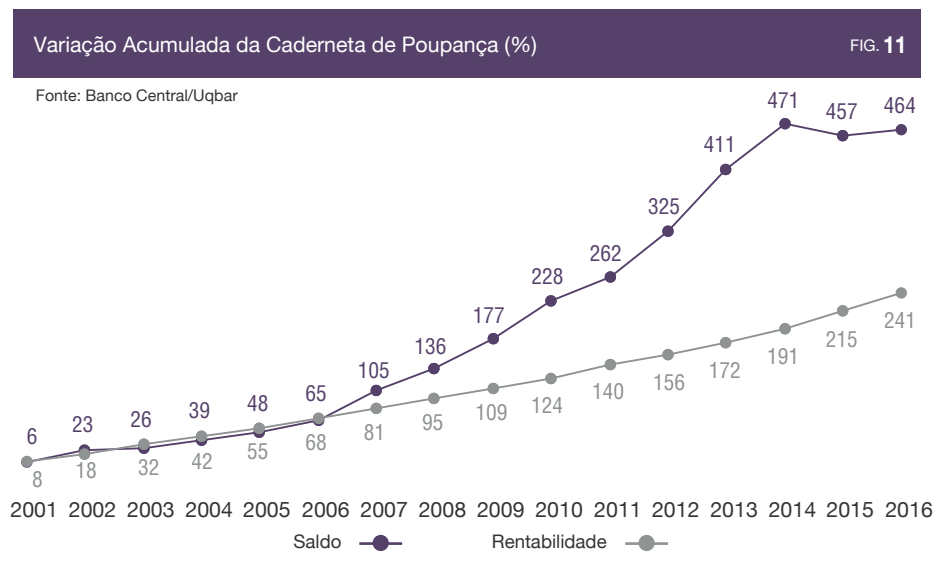
Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica

TAB. 1

Ano	Saldo (R\$ milhões)	Variação (%)		Remuneração da Poupança (%)	
		Anual	Acumulada	Anual	Acumulada
2000	91.430	-	-	8,6	-
2001	97.146	6,3	6,3	8,5	8,5
2002	112.423	15,7	23,0	9,0	18,2
2003	115.258	2,5	26,1	11,3	31,6
2004	126.853	10,1	38,7	8,0	42,1
2005	135.412	6,7	48,1	9,2	55,2
2006	150.413	11,1	64,5	8,4	68,3
2007	187.827	24,9	105,4	7,8	81,4
2008	215.401	14,7	135,6	7,7	95,4
2009	253.605	17,7	177,4	7,1	109,3
2010	299.878	18,2	228,0	6,8	123,5
2011	330.569	10,2	261,6	7,5	140,3
2012	388.642	17,6	325,1	6,6	156,1
2013	466.789	20,1	410,5	6,3	172,3
2014	522.344	11,9	471,3	7,0	191,4
2015	509.223	-2,5	457,0	7,9	214,5
2016	515.955	1,3	464,3	8,3	240,8

Fonte: Banco Central/Uqbar

Finalmente, a **figura 11** exibe, em forma gráfica, as evoluções cumulativas das variações percentuais do saldo de caderneta de poupança e da remuneração dos seus depósitos desde o ano 2001. A partir de 2014 interrompe-se a tendência de crescimento do saldo nominal da caderneta de poupança.



# LETRAS

Esta seção apresenta os principais números referentes às Letras de Crédito Imobiliário (LCI), o principal título de crédito emitido por bancos e instituições financeiras específicas através do qual são captados recursos vinculados ao financiamento imobiliário.

Adicionalmente, são comentadas as características, e suas possíveis implicações, das Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), título em estágio ainda não finalizado de criação e regulamentação.

## LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (LCI)

As Letras de Crédito Imobiliário (LCI), criadas pela Lei nº 10.931 de 2004 são o principal título emitido pelas instituições financeiras com intuito de captar recursos para concessão de crédito para o setor imobiliário. Por conta da atratividade deste título para o investidor, houve exuberante crescimento de suas emissões ao longo da última década. Porém, em função da necessidade de lastro em crédito imobiliário, no último ano, pela primeira vez, o volume de emissões de LCI decresceu, acusando dificuldade por parte dos bancos de originação de crédito imobiliário em volume compatível com a demanda pelo título.

Os créditos imobiliários que, pela legislação criadora das LCI constituem lastro necessário e garantidor daqueles títulos, devem ser garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de imóvel. Ainda segundo a Lei nº 10.931, os créditos imobiliários componentes do lastro devem ser identificados e vinculados à LCI garantida pelos mesmos. Na prática, porém, entende-se que as instituições financeiras emittentes de LCI controlam apenas os saldos devedores consolidados destes títulos e de seus lastros em créditos imobiliários.

Investidores são atraídos às LCI por diversos fatores. Há a isenção de imposto de renda sobre rendimentos para as pessoas físicas e há a liquidez de vencimentos ou resgates relativamente de curto prazo. Há também a possibilidade, bastante praticada, de remuneração atrelada à taxa DI. Soma-se a isto o fato de que, além de se tratar de títulos devidos por bancos e com lastro garantidor, o FGC provê, como garantia em caso de insolvência da instituição financeira emissora, cobertura de até R\$250.000 por CPF/CNPJ para investimentos em LCI.

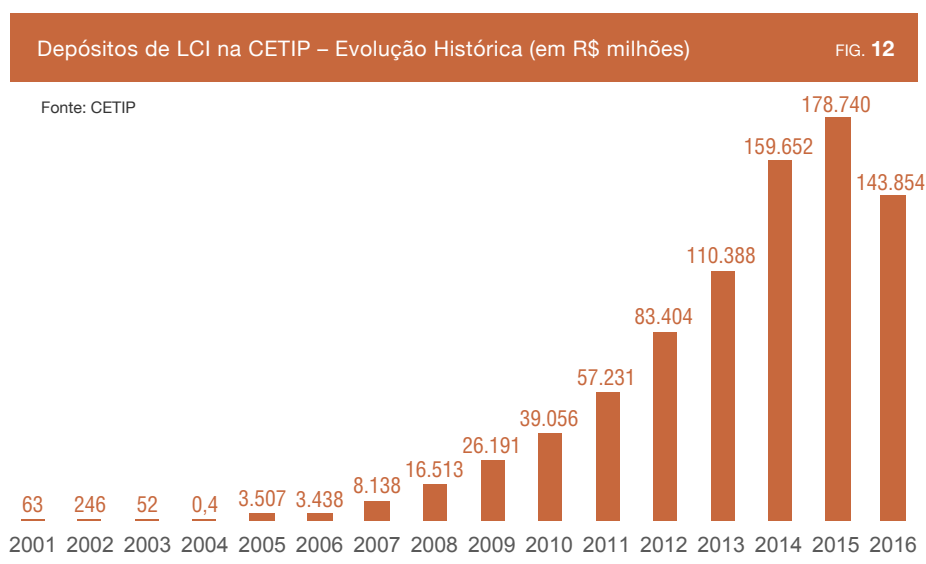
Vale apontar que os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) têm aumentado sua alocação em LCI. Em um cenário recente de tendência de queda da rentabilidade relativa dos aluguéis de imóveis e de elevação da vacância e até da inadimplência imobiliária, conjugado com um contexto financeiro de altas taxas reais de juros, estes fundos têm investido crescentemente neste instrumento de renda-fixa, um ativo de lastro imobiliário que se enquadra como objetivo de investimento dos FII e que tem seus rendimentos não tributáveis nas carteiras daqueles.

Como se pode constatar nas três figuras abaixo, a dimensão do mercado de LCI vinha se expandindo vertiginosamente desde a criação deste título em 2004, apresentando fortes taxas anuais de crescimento até 2014 e, apesar da diminuição de ritmo, esticando um pouco mais tal tendência em 2015. No último ano, entretanto, houve reversão de tendência, fruto da dificuldade de se manter o ritmo de crescimento de originação de crédito imobiliário, lastro necessário para as emissões de LCI. Em cenário de

aumento de desemprego, queda de renda, e juros reais altos, tanto a oferta de recursos se tornou mais reticente quanto a demanda por financiamentos se retraiu.

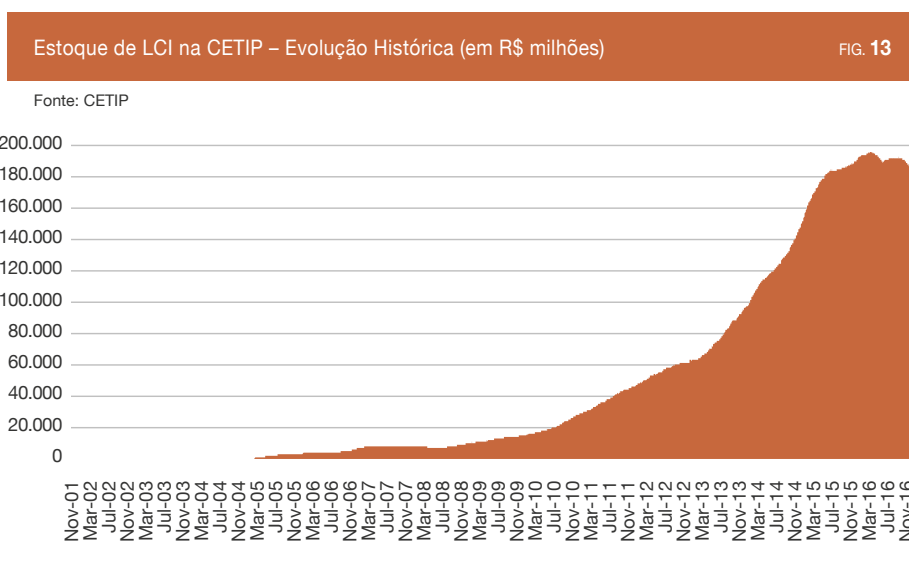
Vale destacar mais uma vez os aspectos de fragilidade estrutural decorrentes da prática atual de financiamento imobiliário com recursos captados através da emissão de LCI, especificamente no que concerne à prática de prazos e de tipo de remuneração adotados. Enquanto a LCI, atendendo a demanda preponderante por parte de investidores, tende a ser um título de curto prazo e com remuneração indexada à taxa DI, o crédito imobiliário, que compõe o seu lastro e faz parte do ativo das instituições financeiras, é de prazo muito mais longo, frequentemente ultrapassando os dez anos, e exibe uma variedade de índices que são utilizados para efeito do cálculo do seu custo. Tal qual ocorre em relação aos depósitos de conta corrente e de poupança, em relação às LCI as instituições financeiras se veem obrigadas a realizar uma gestão ativo-passivo fortemente descasada.

No âmbito dos depósitos de LCI na CETIP, mesmo em termos nominais, estes se reduziram em 2016, pela primeira vez na última década. Foram R\$143,85 bilhões, ou 19,5% abaixo do nível em 2015, de R\$178,74 bilhões. Na verdade, o montante em depósitos em 2016 ficou 9,9% abaixo do nível nominal realizado dois anos antes (2014), quando este indicador havia alcançado R\$159,65 bilhões. A **figura 12** mostra a dinâmica da trajetória anual deste indicador:

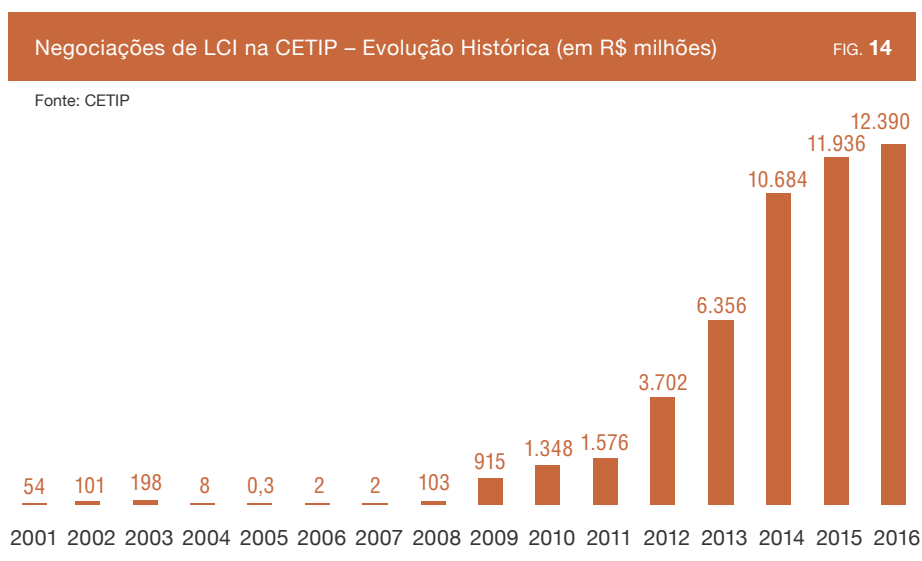


No que diz respeito ao comportamento do montante de LCI em estoque, deriva-se um paralelo com a leitura da variável de depósitos, destacando-se um forte crescimento histórico, um arrefecimento do ritmo desta expansão em 2015, e uma inversão no último ano. Por ser emitido na prática como um título preponderantemente de curto prazo, a LCI apresenta valores de montante

anual de depósito comparáveis aos de estoque. Em fins de 2016 o estoque na CETIP alcançou R\$183,26 bilhões, cifra 3,6% abaixo dos R\$190,17 bilhões referentes a dezembro de 2015. Conforme ilustrado pelo íngreme gráfico da **figura 13**, a expansão do valor de estoque de LCI foi exponencial na maior parte de sua primeira década de existência, antes da inversão recente.



Por fim, os valores anuais de montante negociado de LCI mostram ser este o único dos três indicadores que ainda apresentou cifra nominal maior em 2016. No último ano as transações com LCI atingiram R\$12,39 bilhões, contra R\$11,94 bilhões em 2015. A **figura 14** exibe a evolução histórica deste indicador, tal qual registrado na CETIP, mostrando forte ritmo de crescimento até 2014 e um recorde histórico em 2016.



## Termos e Condições

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

Atualização Monetária	Prazo Mínimo
Anual, por índice de preço	12 meses
Mensal, por índice de preço	36 meses
Sem atualização por índice de preço	90 dias

<u>Pagamento</u>	Pagamentos de principal ou juros são feitos periodicamente ou de uma única vez no vencimento. Não há exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos.
<u>Negociação</u>	Diretamente entre as partes interessadas.
<u>Transferência</u>	Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.  Ao transferir a letra para outrem, o titular responde por sua veracidade, mas não pelo pagamento. Se a instituição financeira não o honrar, o titular não poderá exigir o pagamento daquele que lhe transferiu a letra.
<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.

Em relação às Letras Hipotecárias (LH), título com lastro imobiliário também emitido pelas instituições financeiras, em que a garantia se dá através da hipoteca, ocorre uma tendência de seu desaparecimento gradual a partir do advento da LCI. Pela perspectiva do investidor do título, além daquela do credor do crédito imobiliário, a alienação fiduciária e, portanto as LCI, são preferíveis ao conferir maior segurança jurídica e celeridade em caso de tomada de posse do imóvel dado em garantia. Depois de atingirem níveis acima de R\$10,00 bilhões em depósitos e estoque anuais há mais de dez anos, estes indicadores referentes às LH mal alcançam algumas poucas centenas de milhões em anos recentes.

## LIG

# LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS

Em janeiro de 2015, através da Lei nº 13.097, foi criada a Letra Imobiliária Garantida (LIG). Dois anos depois, em janeiro de 2017, o Banco Central do Brasil (BCB) colocou em audiência pública uma resolução que trata do tema, em aberto até 30 de abril de 2017. Tal regulamentação complementar, assim como aquela referente à distribuição de oferta pública das LIG, pela Comissão de Valores Mobiliários, são passos determinados pela legislação que ainda não foram finalizados.

A criação, ainda não finalizada operacionalmente, deste título de crédito de emissão exclusiva por parte de instituições financeiras resultou de iniciativa por parte dos bancos de expandir suas possibilidades de captação de recursos. Em boa parte, fundamentou-se no mercado de *covered bonds*, de protagonismo no mercado financeiro europeu. A **tabela** abaixo apresenta uma pequena comparação geral<sup>1</sup> entre *covered bonds* e títulos de securitização baseado em mercados onde os títulos coexistem.

Tal qual legislada até agora e indicado pelo conteúdo da minuta do BCB, a LIG, além de ser de emissão exclusiva de instituições financeiras, representando passivo dessas, se caracteriza como um título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação e garantido por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário. Esta carteira de ativos poderá ter um mínimo regulamentar de 80,0% de sua composição formada por créditos imobiliários, sendo estes necessariamente garantidos por hipoteca/alienação fiduciária ou, se devidos por empresa de incorporação imobiliária, com regime de afetação vigorando para esta última. A LIG, sempre escritural, deverá ser registrada em depositário central autorizado pelo BCB. Seus investidores deverão contar com um agente fiduciário para proteção de seus interesses e usufruir de isenção de imposto de renda no caso dos investidores pessoa física e estrangeiros.

A minuta de resolução do BCB define, entre outros, aspectos de natureza estrutural relacionados à gestão dinâmica da carteira de ativos-lastro, um teto, em geral, de 10,0% do passivo das instituições financeiras emittentes para o valor máximo de emissões de LIG, e questões de natureza informacional e de prática de transparência. Em relação a este último ponto, principalmente no que diz respeito a informações tempestivas e detalhadas de desempenho das carteiras lastro das LIG, sem um regime verdadeiramente robusto, corre-se o risco de criação

<sup>1</sup> A comparação tem finalidade didática, logo as características apresentadas podem variar dependendo da regulamentação e legislação de cada país.

**LIG**

de um novo título que não se diferenciará efetivamente de uma LCI, não trazendo, assim, os benefícios do ponto de vista de retorno ajustado ao risco aos investidores e, conseqüentemente, a captação esperada pelos bancos e o desenvolvimento de mercado esperado pelo regulador.

Como discutido neste Anuário em relação à prática corrente no mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), ainda carente no quesito de transparência informacional, depois de uma trajetória de desenvolvimento de mercado que já dura mais de 15 anos, as dificuldades do ponto de vista de monitoramento tempestivo do lastro destas operações estruturadas se provam um obstáculo para a expansão de um mercado que represente um sucesso consolidado como alternativa de financiamento e de investimento imobiliário.

**COMPARATIVO ENTRE *COVERED BONDS* E TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO**

<b>Características</b>	<b>Títulos de Securitização</b>	<b><i>Covered Bonds</i></b>
<b>Emissor</b>	Entidade Emissora <sup>2</sup>	Instituição Financeira, originadora dos créditos
<b>Motivação</b>	Redução de risco, arbitragem regulatória, financiamento	Financiamento
<b>Recurso contra Originador</b>	Não	Sim
<b>Impacto no Capital Regulatório</b>	Possibilidade de redução	Nenhum
<b>Gestão do Lastro</b>	Predominantemente estática	Geralmente dinâmica
<b>Transparência do Lastro</b>	Geralmente alta	Limitada <sup>3</sup>
<b>Pré-pagamento</b>	Sim	Não
<b>Classes (<i>tranching</i>)</b>	Sim	Não

<sup>2</sup> No Brasil, as principais entidades emissoras de títulos de securitização com lastro imobiliário são Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, emissora dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

<sup>3</sup> Em fevereiro de 2015, a Comissão Europeia indicou que irá considerar se investidores devem ser *municados com mais informação sobre o lastro de Covered Bonds e outros tipos de dívida estruturada, de forma similar às exigências de divulgação de dados de empréstimos em operações de finanças estruturadas (Green Book, Building a Capital Markets Union).*

# 3 MERCADO DE CAPITAIS

# maDRona

A D V O G A D O S

**O AMADURECIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO EXIGE PROFISSIONAIS ALINHADOS COM AS MELHORES PRÁTICAS, EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS E CONHECIMENTO ABRANGENTE DA ECONOMIA E DE NEGÓCIOS.**

## INTRODUÇÃO

Neste Anuário são três os tipos de fonte de financiamento imobiliário categorizados como pertencentes ao mercado de capitais: Renda Fixa, Renda Variável e Securitização.

Renda Fixa é representada unicamente pelas debêntures emitidas por empresas do setor imobiliário. Dados de ofertas públicas e de emissões primárias das debêntures emitidas por empresas do setor imobiliário compõem a análise central dessa seção.

Renda Variável se inicia com Ações, seção que contempla aqueles valores mobiliários emitidos por empresas do setor imobiliário, onde são apresentados dados históricos sobre a capitalização de mercado destas companhias. As Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) dão seguimento ao capítulo, com exibição de dados de valorização, rentabilidade e liquidez referentes ao mercado secundário deste segmento, além de emissões no mercado primário e informações sobre o patrimônio líquido destes fundos. Finalizando o capítulo estão as Cotas de Fundos de Investimento em Participação (FIP), segmento que traz o histórico do patrimônio líquido de FIP que realizam investimentos preponderantes no segmento imobiliário.

A seção Securitização está dividida essencialmente entre os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), em seu tipo Imobiliário, onde se apresentam dados de emissores e terceiros envolvidos, além das próprias operações relacionadas. Vale notar que a parte referente aos CRI foi contemplada com gráficos inéditos neste Anuário. Eles dizem respeito à segmentação entre tipos de operações emitidas, segundo critérios estabelecidos pela Uqbar, e à adoção de perspectiva histórica em figuras que antes primavam pelo cenário mais recente. De modo suplementar, Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), pelo seu destaque como ativos de veículos de securitização imobiliária, também integram a seção Securitização.

A ampla gama de instrumentos atualmente disponíveis para tal forma de financiamento, aliado a aprimoramentos incrementais no âmbito da governança, seja pela via regulamentar ou por práticas espontâneas de mercado, têm estimulado e franqueado o contínuo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A seguir, sob uma perspectiva histórica de longo prazo, se constatará que as diversas fontes de financiamento imobiliário que se materializam através do mercado de capitais vêm, de forma consolidada, adquirindo papel crescente na oferta de recursos direcionados ao setor imobiliário.

## RENDA FIXA

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

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

## DEBÊNTURES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

As debêntures são o principal instrumento utilizado pelas empresas brasileiras para captar recursos no mercado de capitais. Só em 2016, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), o montante consolidado de emissões de debêntures alcançou R\$57,02 bilhões. Quando comparado com a cifra auferida em 2015, R\$64,52 bilhões, obtém-se redução percentual de 11,6%. Parte dessa queda pode ser explicada pelo já elevado nível de endividamento das empresas constatado em 2016 e pelo momento de recessão econômica que afeta, entre outros, a geração de caixa das empresas. Nesse sentido, as empresas que lograram captar recursos por meio de debêntures em 2016 o fizeram em um contexto de ligeira queda dos juros de curto prazo, mas de redução mais acentuada na ponta de longo prazo.

No que diz respeito ao mercado de debêntures das empresas do setor imobiliário, a tendência se alinhou ao recuo percebido no mercado como um todo. Com o setor imobiliário em crise, notadamente no segmento da construção civil, e considerando a conjuntura econômica vigente em 2016, não seria incorreto supor que as empresas têm emitido debêntures com o fim de recomprar ou resgatar estes instrumentos de dívida corporativa emitidos em anos anteriores e sob condições menos vantajosas, refinar seus passivos, ou ainda reforçar a disponibilidade de capital de giro, legando o investimento produtivo para segundo plano.

Em 2016 não houve ofertas públicas primárias de debêntures realizadas sob o regime da Instrução CVM nº 400 de sequer uma empresa do setor imobiliário. Isso se repete pelo terceiro ano consecutivo. Porém, o ritmo de emissões de debêntures se manteve mais vivaz, capitaneado pelas emissões de debêntures distribuídas com esforços restritos. A **tabela 2** apresenta uma descrição das características gerais das 13 operações realizadas em 2016, que somaram R\$2,13 bilhões. Das doze empresas que emitiram debêntures em 2016, PDG Realty Empreendimentos e Participações e BR Properties se destacam por terem emitido, conjuntamente, mais da metade da cifra contabilizada no período, R\$1,11 bilhão. Vale notar que as emissões se concentraram na segunda metade do ano e que as debêntures com remuneração indexada a índice de inflação representam parcela diminuta do total.

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2016									TAB. 2
Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade de Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data da Emissão
LSH Barra Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	4ª	50.000	1.000	50.000.000	Quirografária	140,00% DI	17/05/2016
EBPH Participações	Esforços Restritos	Única	1ª	5.000	10.000	50.000.000	Quirografária	140,00% DI	30/05/2016
Capital Empreendimentos Imobiliários SPE	Esforços Restritos	Única	1ª	15	1.000.000	15.000.000	Real	IPCA + 9,30%	15/06/2016
Prime Incorporações e Construções	Esforços Restritos	Única	1ª	100.000	1.000	100.000.000	Quirografária	107,50% DI	29/06/2016
Odebrecht Realizações Imobiliárias e Participações	Esforços Restritos	1ª	2ª	242.500	1.000	242.500.000	Real	120,00% DI	12/07/2016
Odebrecht Realizações Imobiliárias e Participações	Esforços Restritos	2ª	2ª	22.500	1.000	22.500.000	Real	120,00% DI	12/07/2016
Iron House Desenvolvimento Imobiliário	Esforços Restritos	Única	1ª	4	10.000.000	40.000.000	Quirografária	124,30% DI	25/07/2016
PDG Realty Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	Única	11ª	565.000	1.000	565.000.000	Quirografária	120,00% DI	03/08/2016
Hélio Borenstein Administração Participações e Comércio	Esforços Restritos	Única	2ª	150	1.000.000	150.000.000	Real	DI + 2,80%	03/10/2016
Cyrela Commercial Properties Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	Única	8ª	20.000	10.000	200.000.000	Quirografária	DI + 2,32%	30/11/2016
Cipasa Desenvolvimento Urbano	Esforços Restritos	1ª	4ª	400	100.000	40.000.000	Real	IPCA + 12,00%	01/12/2016
Even Construtora e Incorporadora	Esforços Restritos	Única	8ª	10.000	10.000	100.000.000	Real	130,00% DI	06/12/2016
BR Properties	Esforços Restritos	Única	6ª	550.000	1.000	550.000.000	Real	107,00% DI	12/12/2016
<b>Total</b>						<b>2.125.000.000</b>			

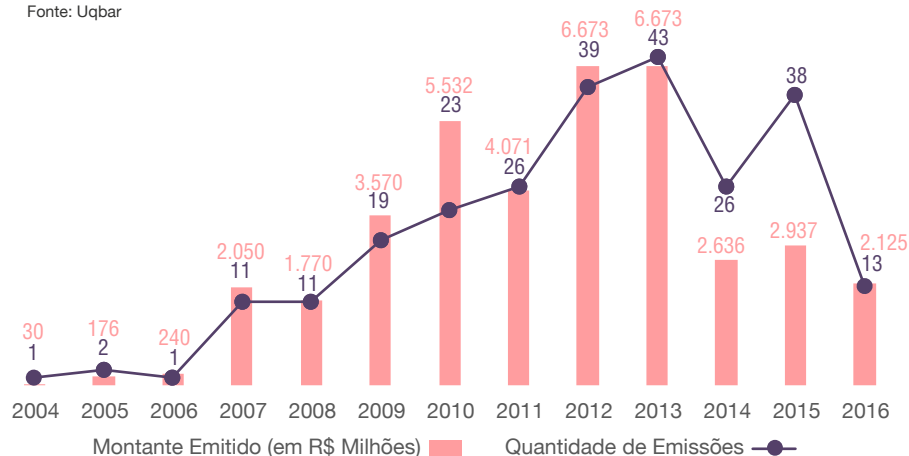
Fonte: Uqbar

Em perspectiva histórica, o montante de emissões de debêntures em 2016 simbolizou a menor cifra anual desde 2008, como ilustrado na **figura 15**. Na comparação entre o desempenho de 2016 e 2015 verifica-se que o número de emissões se reduziu em 65,8% e o montante recuou 27,7% no período. Em 2015 o montante havia atingido R\$2,94 bilhões, distribuídos em 38 emissões, mas aquele montante já se situava em patamar bastante inferior ao recorde histórico. Em 2013 e 2012, para efeito comparativo, haviam sido emitidos R\$6,67 bilhões em debêntures em cada um dos anos.

Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 15

Fonte: Uqbar



A segmentação da área principal de atuação –entre construção e outras atividades imobiliárias– das doze empresas do setor imobiliário que emitiram debêntures em 2016 é retratada pela **figura 16**. No segundo grupo estão contabilizadas aquelas empresas cuja principal área de atuação é intermediação, participação, gestão ou incorporação de imóveis. As empresas de construção, em 2016, emplacaram apenas um representante entre o total das empresas que emitiram debêntures no ano, ao passo que às outras atividades imobiliárias –da qual incorporação representa a maior parte– coube a maior fatia: onze empresas.

Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2016

FIG. 16

Fonte: Uqbar



## RENDA VARIÁVEL

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

A seguir, são apresentadas as informações referentes aos mercados destes três títulos.

## AÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

O desempenho registrado em 2007 parece não encontrar mais paralelo no árido mercado primário de ações brasileiro dos últimos tempos. Naquele ano a CVM concedeu registro para ofertas –iniciais e subsequentes– que somavam R\$33,20 bilhões, referentes a 59 ofertas. Esse número se reduziu gradativamente até atingir os R\$536,7 milhões, distribuídos entre apenas duas ofertas, no ano de 2016. Em relação às empresas do setor imobiliário, já não ocorrem ofertas públicas e emissões primárias de ações deste segmento há três anos. O quadro do setor imobiliário em 2016 esteve caracterizado pelo baixo desempenho operacional de construtoras e incorporadoras enquanto a moldura se constituiu da contração da economia brasileira, da queda da produção industrial e do aumento do desemprego.

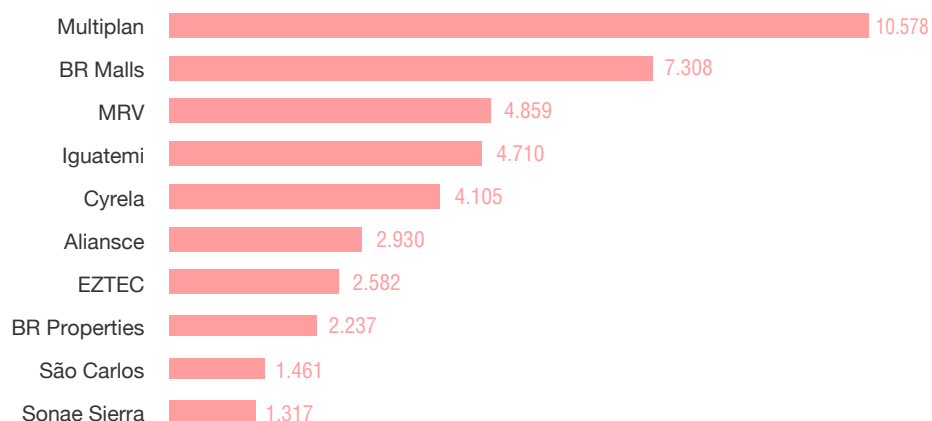
Já no mercado secundário de ações, gerador de bons augúrios para o mercado primário, a perspectiva se tornou recentemente diametralmente oposta. O Ibovespa, principal índice do mercado de ações brasileiro, encerrou dezembro de 2016 em alta de 38,9% frente ao mesmo mês de 2015, ultrapassando a barreira dos 60.000 pontos nesse ínterim.

Entre as dez maiores empresas atuais do setor imobiliário, dimensionadas pela respectiva capitalização de mercado, metade corresponde a empresas de shopping centers. Houve poucas mudanças, em termos da composição de participantes, na comparação dos dez maiores entre 2016 e 2015. A PDG Realty se viu fora do *ranking*, ao passo que a Sonae Sierra passou a figurar em seu lugar, ocupando a décima colocação, como registra a **figura 17**. A Multiplan e a BR Malls fecharam dezembro de 2016 na mesma posição do ano anterior, dimensionadas pelo mercado em R\$10,58 bilhões e R\$7,31 bilhões, respectivamente. A MRV, a seu turno, ainda a terceira maior empresa do setor imobiliário em termos de capitalização, é a representante do setor de construção em posição mais elevada.

Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2016 (em R\$ milhões)

FIG. 17

Fonte: BM&FBOVESPA / Uqbar

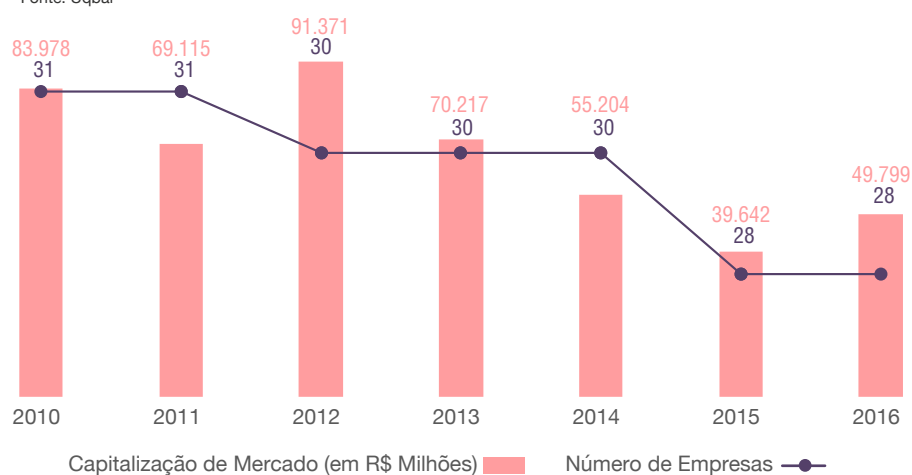


Em termos consolidados, considerando um universo de 28 companhias abertas que compunham o setor imobiliário, o mesmo número de 2015, a capitalização de mercado atingiu a cifra de R\$49,80 bilhões em 2016. A cifra é 25,6% superior ao montante consolidado no final de 2015, quando estas mesmas 28 empresas também estavam atuando e perfaziam capitalização de R\$39,64 bilhões. A **figura 18** exhibe a evolução destes dois indicadores nos últimos sete anos: capitalização de mercado consolidada e número de empresas. Por ela se percebe que, a despeito da alta no último ano, a capitalização consolidada ainda se coloca em patamar significativamente distante daqueles alcançados entre 2010 e 2013.

Histórico da Capitalização de Mercado das Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 18

Fonte: Uqbar



Assim como o Ibovespa, o Índice Imobiliário (IMOB) –índice setorial do mercado de ações– também apresentou trajetória de alta em 2016. Até dezembro de 2016, este índice, que reflete o desempenho de uma carteira teórica composta por empresas do setor imobiliário selecionadas segundo critérios de liquidez e ponderadas pela capitalização de mercado, registrou avanço de 32,7% ante o mesmo mês de 2015. Vale notar, pela observação da **figura 19**, que a trajetória do IMOB encontrou seu ponto mais baixo em 26 de janeiro de 2016, quando atingiu os 417 pontos. Nível tão baixo não era alcançado desde 9 de abril de 2009.

Índice Imobiliário (IMOB) – Evolução Histórica

FIG. 19

Fonte: BM&FBOVESPA



### COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

Para uma análise completa sobre o comportamento do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) em 2016 deve-se adotar uma perspectiva dialética. Isso pois dois conjuntos de fatores atuaram de maneiras distintas e, embora em direções opostas, contribuíram para um ganho de maturidade desse mercado.

A recessão econômica vivenciada desde 2014 acentuou, em 2016, seus efeitos no mercado imobiliário real. Em São Paulo, por exemplo, cidade brasileira com maior estoque de imóveis de escritórios de alto padrão, se constata que o nível de vacância para este tipo de imóvel encerrou 2016 na maior marca dos últimos três anos: 29,1%. Para efeito comparativo, em fins de 2015 e de 2014 este indicador já havia atingido 26,3% e 23,7%, respectivamente, enquanto no final de junho de 2013 alcançava 17,4%. Já no Rio de Janeiro –segunda cidade mais populosa do país, e onde, junto com São Paulo, estão concentrados os imóveis presentes nas carteiras dos FII– a vacância de escritórios de alto padrão chegava aos 37,6% no fim de 2016, ao passo que, no fim do primeiro trimestre de 2014 o percentual se fixava próximo dos 10,0%.

O aumento da vacância não só é resultado do esforço de redução de custos e de otimização operacional por parte das empresas, como também do incremento substantivo da oferta de imóveis, principalmente de escritórios, que se iniciou em 2012 e se materializou a partir de 2013. Esse conjunto de fatores passa então a permitir ao locatário um maior poder de barganha no momento da renegociação do contrato, por exemplo, o que se traduz, muitas vezes, em redução no preço médio de aluguel. Em São Paulo, o preço médio pedido de aluguel para escritórios de alto padrão encerrou 2016 abaixo da

centena de reais, em R\$96,38, contra os R\$106,40 em fins de 2015. Já no Rio de Janeiro o movimento se encerrou na marca dos R\$114,38, tendo partido dos R\$118,62<sup>1</sup>. Sem contar a pressão do ambiente macroeconômico sobre a saúde financeira de algumas empresas, que tem resultado num aumento do inadimplemento por parte dos locatários de alguns FII que investem em imóveis, o que é especialmente prejudicial nos casos em que o fundo investe em apenas um imóvel.

De alguma forma esse conjunto de fatores parece ter se refletido na arena do mercado primário de FII. Como se verá em detalhes adiante, apesar do perceptível incremento na cifra de emissões, isso esteve fundamentado em um fator bastante particular: a emissão de cotas de fundos que investem em ativos de renda fixa, especialmente as do FII Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11), cuja cifra superou R\$1,0 bilhão e representou mais da metade do montante de emissões em 2016 referentes aos fundos listados para negociação em bolsa. Os fundos que investem em imóveis, por sua vez, emitem cifra virtualmente nula desde 2014.

Com tantos fatos potencialmente depreciativos, seria natural que em 2016 o comportamento geral dos FII no mercado secundário repetisse a baixa consignada em 2015. Associado a isso ainda haveria a confluência da taxa Selic em nível historicamente alto, produzindo juros reais também elevados, questionamentos sobre a solvência fiscal dos entes federativos e o quadro político pouco auspicioso. Mas não foi isso o que ocorreu. Isso porque o mercado secundário de FII, já mais amadurecido após alguns anos desde o período exuberante de IPOs, reflete também outros fundamentos além daqueles citados anteriormente.

O IFIX, por exemplo, que é um índice que reflete a rentabilidade média ponderada de um conjunto amplamente representativo do mercado de FII, vem estabelecendo recorde histórico dia após dia desde meados de 2016, em movimento que parece ainda não ter encontrado termo ao fim do primeiro mês de 2017.

Após vários anos de existência de um mercado secundário de FII de liquidez crescente, se identifica um desenvolvimento na forma como as cotas dos fundos tendem a ser precificadas. Neste sentido, perde peso a referência outrora mais preponderante da taxa Selic, a qual determina um custo de oportunidade de curtíssimo prazo, e ganha peso uma leitura mais completa da curva de juros, talvez com foco maior para os níveis de juros associados aos pontos localizados próximos aos prazos de três a cinco anos daquela, mais compatíveis com o horizonte de investimentos em carteira de FII. E é justamente nesta seção da curva, referência para a determinação das taxas de desconto dos modelos de precificação crescentemente utilizados, que os juros mais se reduziram em 2016.

<sup>1</sup> Segundo dados do Relatório Marketbeat – São Paulo – Office, referente ao último trimestre de cada período citado, publicado pela Cushman & Wakefield.

A propósito, tal qual ocorre com o mercado de ações, o mercado secundário de cotas de FII passou a se mover antecipando o futuro. E o futuro, em função dos eventos políticos que se desenrolam no presente momento e do comportamento de algumas variáveis econômicas que aumentam a probabilidade de bons resultados, parece justificar um rearranjo de cenários esperados em benefício daqueles mais positivos. No futuro, portanto, o setor imobiliário, fortemente cíclico, tende a usufruir de vantagens pela melhora esperada do quadro econômico.

Finalmente, deixando para trás a euforia averiguada nos primeiros anos desta última década, os participantes deste mercado –de captadores a investidores, passando por administradores, estruturadores, gestores e distribuidores– parecem ter auferido ganhos ao percorrer a curva de aprendizado sobre o mesmo. Assim, fundos foram reprecificados e ativos continuam a ser retrabalhados –física e comercialmente– de tal forma que há mais inteligência distribuída no mercado, resultando em uma robustez que vai sendo incrementalmente construída neste segmento, minimizando os potenciais de queda e fortalecendo as possibilidades de ganho.

### Termos e Condições

#### Fundo de Investimento Imobiliário

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

indiretamente, os seguintes serviços: (i) manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários; (ii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; (iii) escrituração de cotas; (iv) custódia de ativos financeiros; (v) auditoria independente; e (vi) gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

<u>Administrador</u>	Somente podem ser administradores de FII as seguintes instituições: bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.
<u>Custódia</u>	Custódia dos ativos financeiros dos FII é necessária sempre que estes ativos representem mais que 5,0% do patrimônio líquido do fundo.
<u>Tipo de Investidor</u>	Não existe limitação quanto ao tipo de investidor. Porém, é permitida a constituição de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, que podem contar com condições e características específicas.

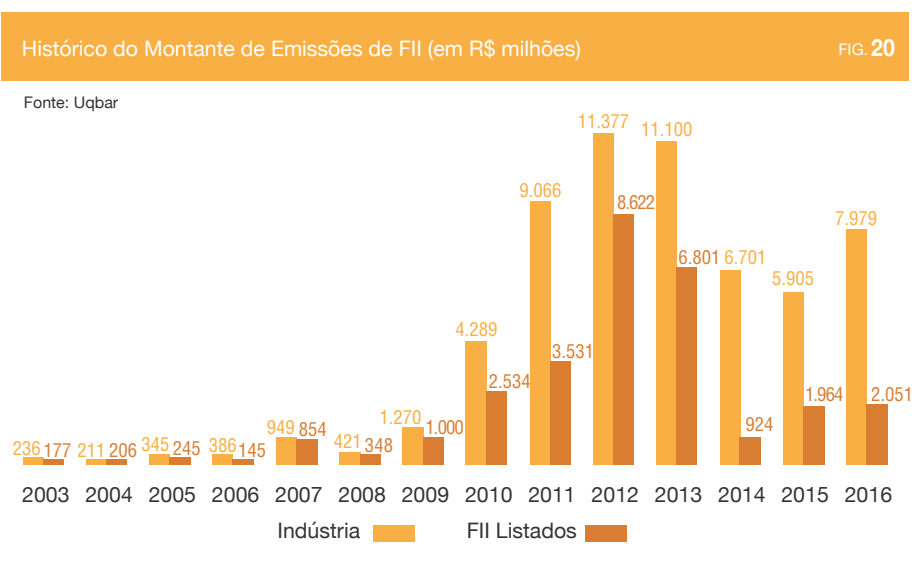
#### Cota de Fundos de Investimento Imobiliário

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

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

À conclusão de 2016, o montante consolidado emitido em cotas de FII no ano já atingia R\$7,98 bilhões. A cifra abrange a indústria de FII como um todo, e se coloca como o quarto maior valor anual contabilizado desde 2003. Para o conjunto de fundos com cotas listadas para negociação na BM&FBOVESPA a cifra se situou na marca de R\$2,05 bilhões, tendo, inclusive, registrado crescimento positivo quando comparado a 2015, apesar do cenário desafiador.

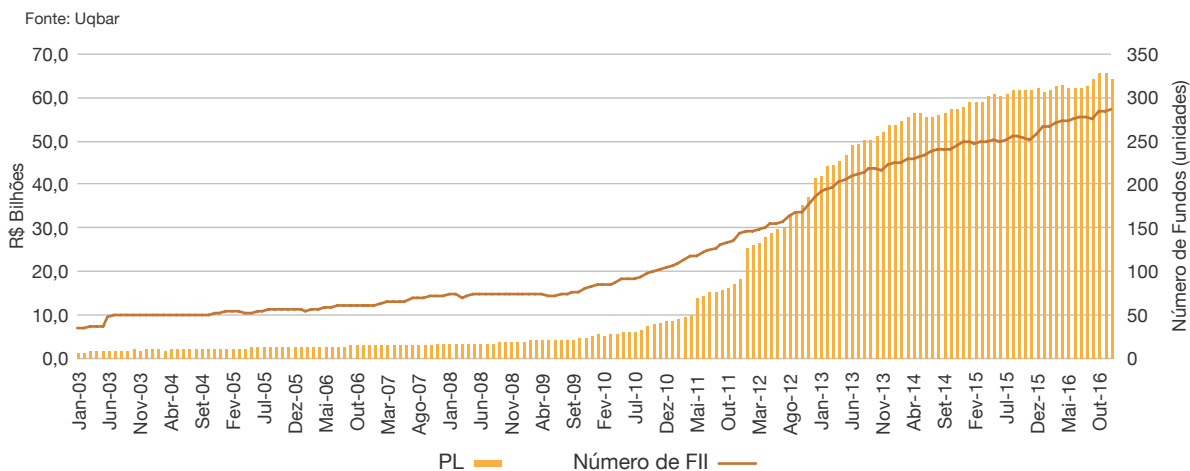
Conforme ilustrado na **figura 20**, considerando todo o ano de 2015, o montante consolidado emitido em cotas de FII atingiu R\$5,90 bilhões para a indústria como um todo e R\$1,96 bilhão para os fundos listados na bolsa. A expansão assimétrica em relação a 2015 revela que em 2016 o percentual do total de emissões que corresponde aos FII listados atingiu seu segundo ponto mais baixo desde 2003. Em 2016 a fatia correspondente a estes fundos atingiu 25,7%, contra 33,3% em 2015 e 13,8% em 2014.



Quando se migra a análise das dimensões do mercado consolidado para os números de Patrimônio Líquido (PL) da indústria de FII, constata-se que o mercado encerrou 2016 em patamar recorde. Em termos consolidados, seu incremento numérico parece se basear no ingresso contínuo de novos fundos no mercado e nas emissões de cotas por parte de alguns fundos. Individualmente; contudo, pode-se vislumbrar que o valor contábil indica uma tendência subjacente de queda. A **figura 21** exibe a evolução histórica do PL consolidado e do número de fundos de toda a indústria. Ao final de 2016, um PL de R\$64,98 bilhões era resultado da operação de um total de 286 fundos. Isto se contrasta com a marca de R\$61,88 bilhões no final do ano anterior. Já o número de fundos à época era da ordem de 257. Assim, no período, se depreende um crescimento percentual de 5,0% em relação ao PL consolidado e de 11,3% em relação ao número.

Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII

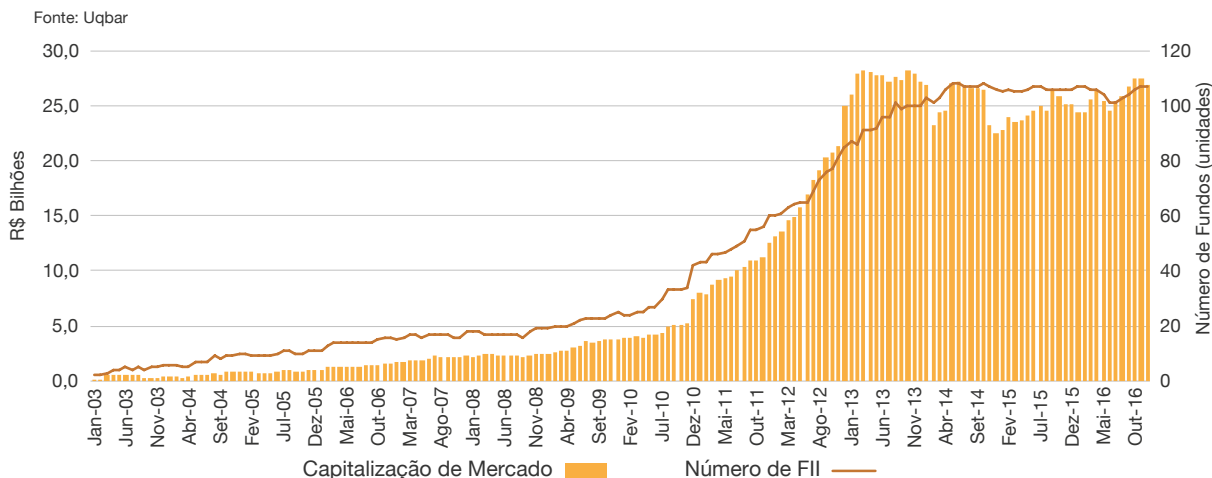
FIG. 21



Por outro lado, a capitalização de mercado consolidada dos fundos listados, retratada pela **figura 22**, ganhou força em 2016, mesmo com a quase manutenção do número de fundos contabilizados. Em fins de 2016, a capitalização de mercado consolidada alcançava R\$26,83 bilhões, contra R\$25,21 bilhões ao fim do ano anterior, desenhando crescimento de 6,4% no período. Já a comparação entre o número de fundos ao fim de cada ano indica o aumento de uma unidade no período, tendo 2016 encerrado com 107 fundos. Além do fator referente à forte valorização de preço de cotas verificada ao longo de 2016, a elevação da capitalização de mercado dos FII também foi consideravelmente impactada pelas emissões de novas cotas de alguns dos fundos ao longo do ano.

Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII

FIG. 22



A elevação da capitalização de mercado consolidada dos FII em ritmo superior ao de PL consolidado resultou na redução do desconto médio entre o preço de mercado e o valor patrimonial das cotas ao longo de 2016. As cotas

dos 107 fundos contabilizados apresentaram um desconto médio de 6,1% em dezembro em 2016, o que se compara com o percentual de 21,5% auferido um ano antes. A **figura 23** ilustra a combinação entre o desempenho dos indicadores de capitalização de mercado e de PL consolidados para os fundos listados desde 2003.

Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)

FIG. 23

Fonte: Uqbar



A seguir, são apresentados e comentados dados referentes à composição, liquidez e rentabilidade do mercado de FII em 2016 e historicamente. Em seguida, procede uma análise setorial das principais categorias de ativos e os dados referentes à composição do universo investidor no mercado primário de cotas de FII.

### Classificação dos Fundos

O crescimento do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) verificado em 2016 não se distribuiu equitativamente entre seus segmentos. Isso se traduziu na diminuição do nível de concentração da maior categoria de fundos por tipo de ativo, a de Imóveis, embora esta ainda se mantenha preponderante. Enquanto já se vislumbram sinais de melhora de alguns dos indicadores macroeconômicos, como a queda da taxa de juros da economia e da inflação, o setor imobiliário ainda convive com episódios de vacância física e inadimplência de aluguéis, por exemplo, o que impactou negativamente o segmento de fundos que investem em imóveis.

A distribuição dos números de FII –de toda indústria e listados– por tipo de ativo no último dia de 2016 é ilustrada pela **figura 24**. O número total de fundos vigentes na indústria cresceu para 286 no final de 2016, tendo partido

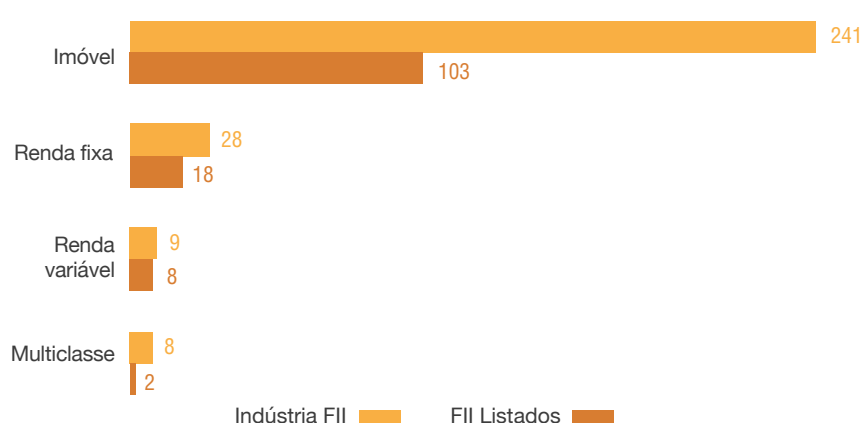
de 257 no ano anterior. O número de fundos que investem em imóveis subiu para 241, de 218. Já aqueles que investem em ativos de renda fixa viram seu número subir quatro unidades entre 2016 e 2015, até atingir um total de 28. Entre as duas categorias restantes, fundos que investem em ativos financeiros de renda variável e fundos que investem em mais de um tipo de ativo (Multiclasse), apenas a primeira registrou crescimento (de uma unidade), perfazendo um total de nove fundos no final de 2016.

No âmbito do número de fundos listados, os FII de imóveis também assinalaram o maior crescimento numérico entre 2016 e 2015, da ordem de duas unidades, enquanto as outras categorias obtiveram crescimento de apenas uma unidade cada. Contudo, em termos percentuais, a categoria Imóveis auferiu o menor crescimento, o que ocasionou perda de participação dessa classe em relação ao total. Ao fim de 2016, FII de Imóveis somavam 103 fundos listados, os de Renda Fixa, 18, e Renda Variável, oito. E os fundos Multiclasse emplacaram apenas dois representantes entre os FII listados.

Número de FII por Tipo de Ativo em 30/12/2016

FIG. 24

Fonte: Uqbar



A capitalização de mercado (CM) dos FII listados em bolsa no último mês de 2016 somou R\$26,83 bilhões. Segmentado por tipo de ativo, a maior fatia da capitalização corresponde àqueles que investem preponderantemente em imóveis, compondo cerca de 78,0% da capitalização de mercado consolidada. A parcela restante diz respeito aos FII que investem em ativos de renda fixa, tais como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI), com 18,4% da capitalização total, e aos fundos que investem em renda variável, como cotas de outros FII, com 3,6%. Frente a 2015, houve um ligeiro encolhimento da fatia referente aos fundos de Imóveis, e expansão dos FII de Renda Fixa.

A redução da fatia referente aos FII de Imóveis resulta do próprio limite à recuperação dos preços das cotas deste tipo de fundo, decorrente de fatores intrínsecos a este setor, como vacância, inadimplência, e renegociações de aluguéis.

No que diz respeito à composição da CM por tipo de imóvel em 2016, restrita ao universo de fundos que investem neste tipo de ativo, houve diminuição da parcela de fundos de escritórios para menos da metade do total –40,5%– na leitura referente ao final do ano. Agora situado abaixo da marca dos 50,0%, em anos anteriores esta subcategoria chegou a representar bem mais da metade da CM dos FII de Imóveis. Fundos que investem em Shopping Centers auferem a segunda maior CM, representando 18,1% da categoria Imóveis, percentual que é próximo dos FII de Lojas Individuais, nos quais estão incluídos os fundos de agências bancárias, de 16,5%. Fundos que investem em uma gama diversificada de imóveis quanto à sua tipologia representam 13,0% da capitalização referente ao universo de Imóveis, ao passo que outras subcategorias auferem participação conjunta de 12,0%.

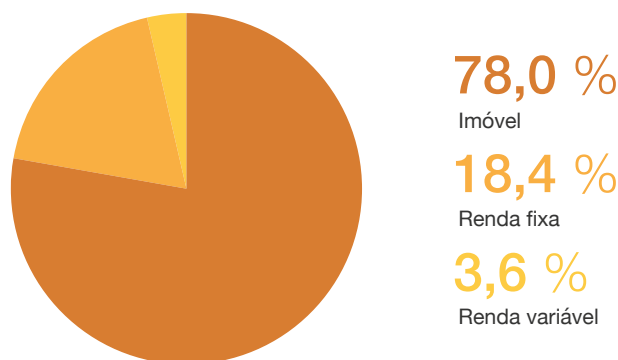
Por fim, quando se trata da composição por tipo de finalidade, predominam os FII que buscam renda, com 73,0% de participação. Uma parcela um tanto menor, porém significativa, se refere aos fundos que fazem gestão de ativos financeiros, com 21,6%. A parcela residual, 5,4%, se divide entre os FII estruturados com carteiras com risco de desenvolvimento imobiliário e os fundos que não têm uma finalidade preponderante.

As **figuras 25, 26 e 27** exibem as composições da capitalização de mercado consolidada dos fundos listados no final de 2016 em termos de tipo de ativo, de tipo de imóvel e de finalidade, respectivamente.

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

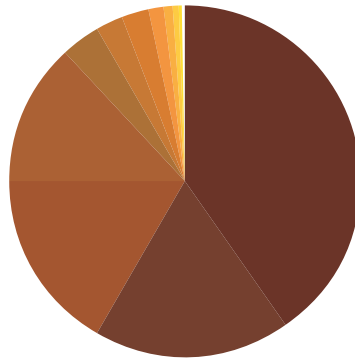
FIG. 25

Fonte: Uqbar



Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante) FIG. 26

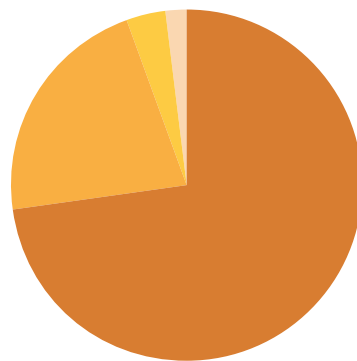
Fonte: Uqbar



<b>40,5 %</b> Escritórios	<b>2,4 %</b> Escolar
<b>18,1 %</b> Varejo - Shopping Centers	<b>1,3 %</b> Hospitalar
<b>16,5 %</b> Varejo - Lojas Individuais	<b>1,0 %</b> Industrial
<b>13,0 %</b> Diversificado	<b>0,6 %</b> Hospedagem
<b>3,6 %</b> Logística	<b>0,3 %</b> Cemitério
<b>2,7 %</b> Residencial	

Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante) FIG. 27

Fonte: Uqbar



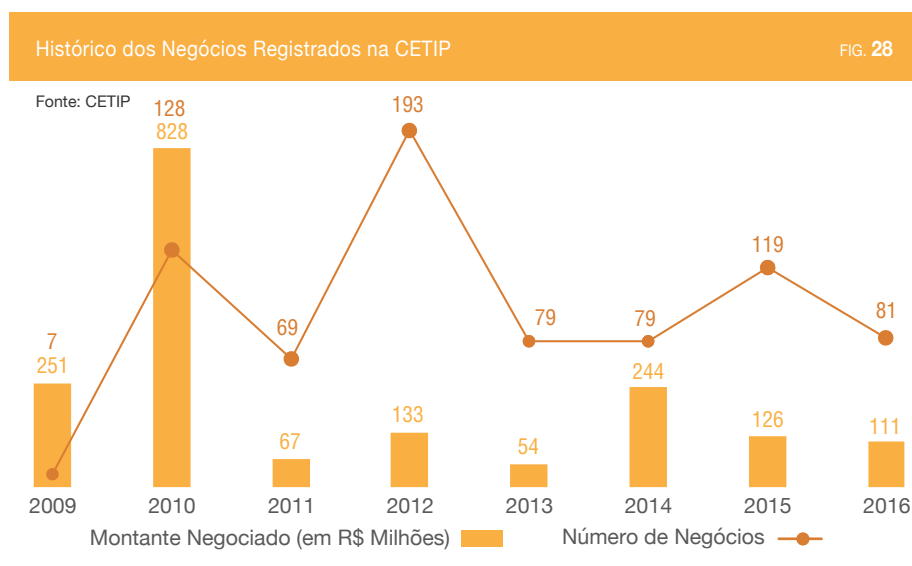
<b>73,0 %</b> Renda
<b>21,6 %</b> Gestão de Ativos Financeiros
<b>3,7 %</b> Diversas
<b>1,7 %</b> Desenvolvimento Imobiliário

### Mercado Secundário

Em 2016, sob os efeitos de uma profunda alteração na curva de juros da economia ao longo do ano, o mercado secundário de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário vivenciou momentos de relativa bonança. Não obstante fatores restritivos relacionados à economia real do universo imobiliário –sejam eles o comportamento de preços de imóveis, valores de aluguel, vacância, inadimplência, a reavaliação patrimonial para baixo de imóveis em carteiras dos fundos e outros–, que adquiriram um caráter secundário, acabou por prevalecer o efeito da correlação, que é bastante significativa, entre o desempenho do mercado secundário de FIL –em termos de rentabilidade oriunda na variação de preços de cotas negociadas– e o nível de juros no setor intermediário da curva. Assim, o movimento de forte inversão da curva de juros e de redução de seus setores intermediários e longos acabou por fomentar a exuberância de alguns dos números descritos a seguir.

As **figuras 28** e **29** apresentam as evoluções históricas anuais dos negócios registrados nos mercados secundários da CETIP e da BM&FBOVESPA, respectivamente, isto é, o montante negociado e o número de negócios, consolidados, em cada ano. Enquanto no primeiro ambiente de negócios –cuja importância no mercado de FII é apenas secundária– os números apontam para baixo, na BM&FBOVESPA registra-se recorde histórico de número de negócios.

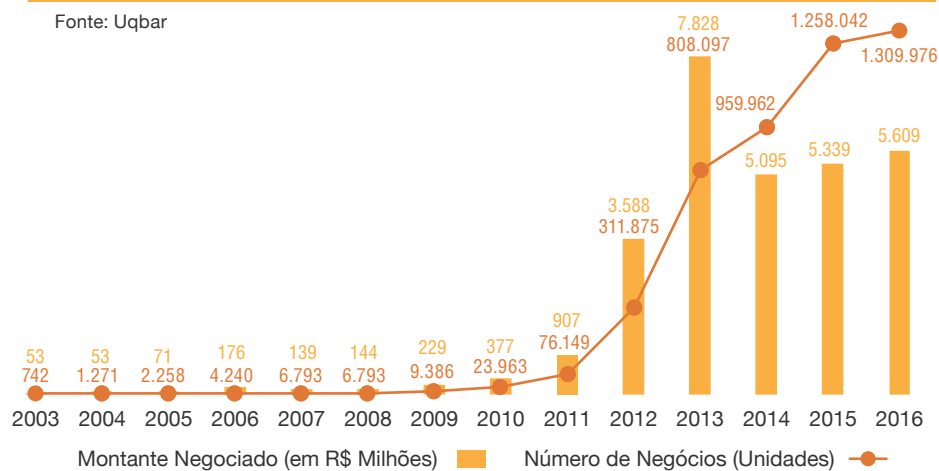
O volume registrado na câmara de custódia e liquidação apresenta trajetória irregular. Em 2016 o montante negociado na CETIP somou R\$110,6 milhões, em apenas 81 negócios, sendo que as transações se concentraram nas cotas de apenas sete fundos. Já na bolsa paulista, em 2016 (pelo segundo ano seguido) o mercado secundário de cotas de FII superou a marca de 1.000.000 de negócios anuais. A despeito de uma base comparativa de 1.258.042 negócios em 2015, registrou-se novo crescimento em 2016, de 4,1%, elevando-se a marca para as 1.309.976 transações anuais, recorde histórico para este mercado. Já o montante negociado se aproximou dos R\$6,00 bilhões movimentados no ano, tendo crescido 5,1% na comparação com a cifra de 2015. Depois do abrupto crescimento entre 2010 e 2013, em que o montante negociado em cotas de FII quase que triplicou anualmente, alcançando R\$7,83 bilhões em 2013, e a sua repentina redução para R\$5,10 bilhões em 2014, o montante negociado na BM&FBOVESPA passou a se expandir anualmente até atingir R\$5,61 bilhões em 2016, o que o coloca como o segundo melhor ano sob a ótica deste indicador –à frente de 2015– em que se registraram R\$5,34 bilhões.



Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA

FIG. 29

Fonte: Uqbar

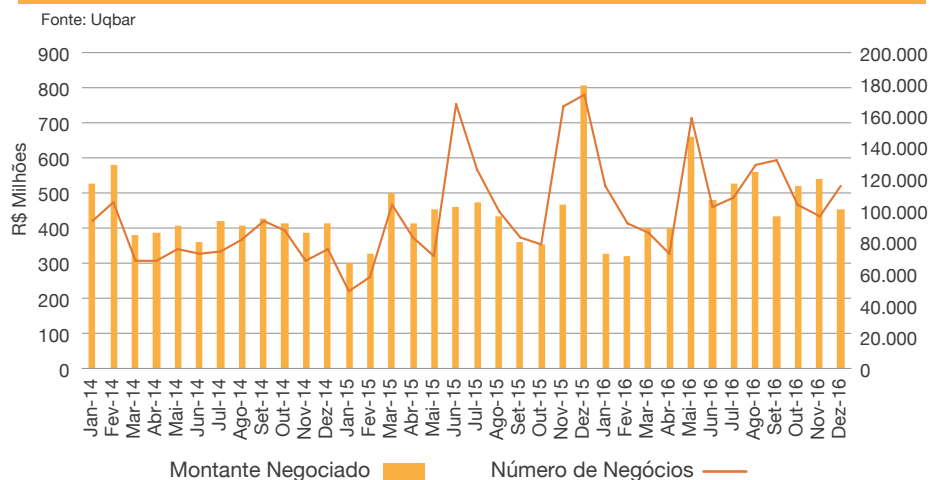


No acompanhamento do comportamento das negociações consolidadas ao longo dos meses de 2016, 2015 e 2014, ilustrado pela **figura 30**, nota-se que o número de negócios desenhou trajetória relativamente elástica. Nos primeiros quatro meses de 2016 o número de negócios mensais se viu declinante, se reduzindo a apenas 71.893 em abril, o menor nível mensal no ano. Porém, em contraste, em sete dos oito meses restantes de 2016 o número de negócios esteve acima da marca dos 100.000. No último mês de 2016 ocorreram 114.662 transações, um número 18,6% superior àquele atingido em novembro, de 96.718 negócios. Mas, na comparação com dezembro de 2015, em que se registraram 172.391 transações, o decréscimo percentual é da ordem de 33,5%.

Já o montante negociado apresentou, em 2016, trajetória mensal ligeiramente mais estável do que em anos anteriores. Além disso, como se depreende da elevação do montante negociado anual, o montante negociado médio mensal em 2016 se descolou para cima dos R\$450,0 milhões, superando o patamar em que havia se mantido desde o início de 2014. Em dezembro de 2016 foram negociadas cotas de FIL em montante de R\$453,1 milhões. A cifra é 15,6% inferior ao registrado em novembro, de R\$537,0 milhões. Contra dezembro de 2015 o recuo é ainda mais significativo, 43,7%, tendo em vista a excepcionalidade da marca de R\$805,0 milhões daquele mês, resultante das negociações com cotas de apenas um fundo (BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11)) e da divulgação de Medida Provisória nº 694 que, se viesse a ser implementada, impactaria negativamente o regime tributário aplicável aos FIL, o que estimulou a negociação das cotas destes fundos.

Evolução Recente dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA

FIG. 30

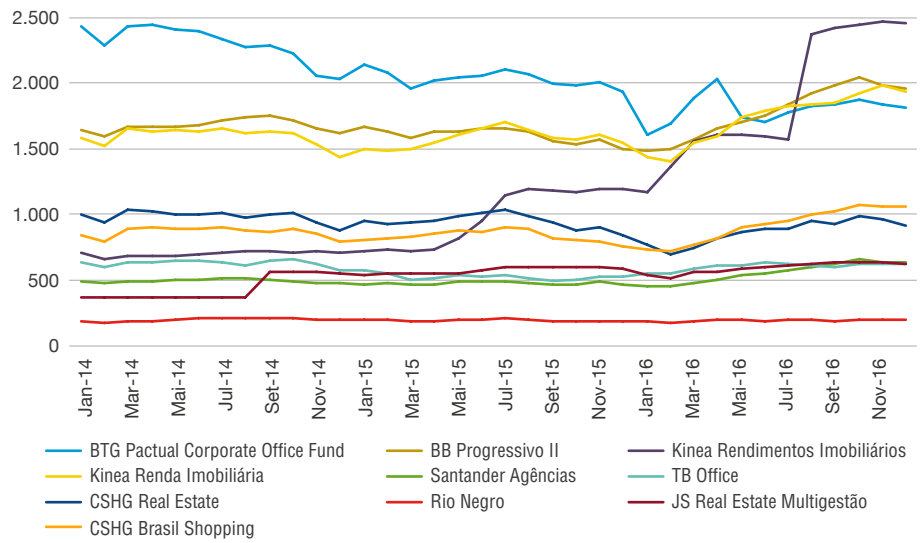


O histórico mensal da capitalização de mercado individual, de 2014 a 2016, dos dez fundos que apresentaram maior nível do índice de negociabilidade, é exibido pela **figura 31**. O índice de negociabilidade é um parâmetro que mede a liquidez, obtido pela média geométrica entre a participação em termos de montante negociado e de número de negócios em relação ao total do mercado. Em 2016, o BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) foi aquele que apresentou o maior índice de negociabilidade, seguido pelo BB Progressivo II (BPOG11) e pelos fundos geridos pela Kinea, Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11) e Kinea Renda Imobiliária (KNRI11). Este penúltimo, um fundo de renda fixa, realizou nova emissão de cotas, em montante de R\$ 1,10 bilhão, e por isso se percebe a significativa elevação de patamar da capitalização de mercado desse fundo entre julho e agosto de 2016. Com isso, o KNCR11 se tornou o fundo de maior valor de mercado ao fim de 2016, suplantando o BRCR11 –outrora o fundo de maior capitalização de mercado– que agora ocupa a quarta colocação. De modo geral, a contar de fevereiro de 2016, os fundos desenharam lenta recuperação de valor de mercado, a ponto de voltar e, em alguns casos a superar, o nível atingido em 2014.

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

FIG. 31

Fonte: Uqbar

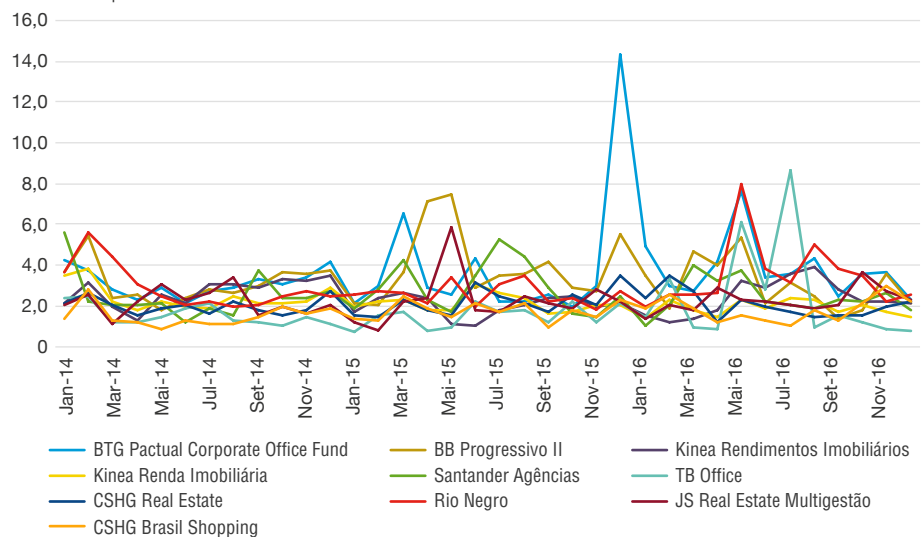


Na **figura 32** encontra-se a evolução durante os últimos três anos do *float* mensal individual do mesmo grupo de dez fundos que apresentaram maior nível do índice de negociabilidade. O *float* mensal é definido como a medida percentual da capitalização de mercado de um fundo que é negociada em termos de montante em determinado mês. Embora todos os fundos tenham fechado 2016 apresentando *float* mensal abaixo de 2,6%, ocorreram oscilações ao longo do ano. O BRCR11, o FII Rio Negro (RNGO11) e o TB Office (TBOF11) atingiram mais de 6,0% de *float* mensal em maio de 2016. Não por acaso, foi em maio que se registraram o maior montante e o maior número de negócios consolidados em 2016.

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

FIG. 32

Fonte: Uqbar

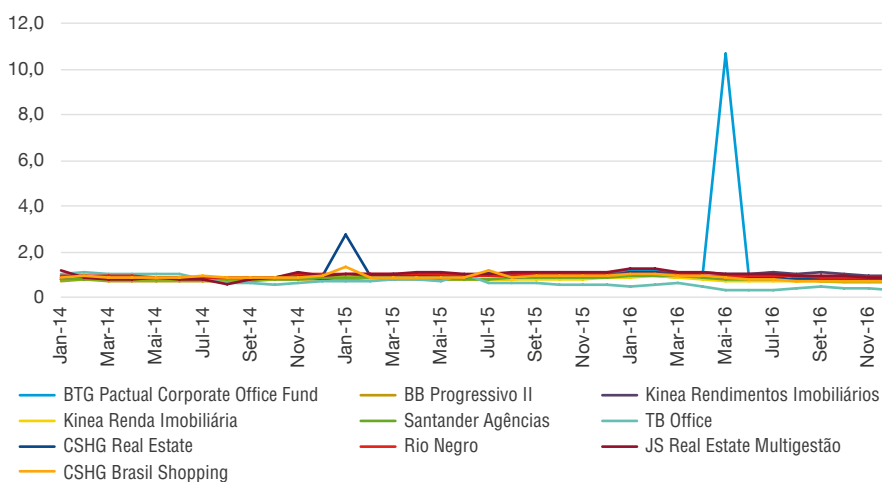


Como se percebe pela **figura 33**, o BRCR11 registrou pico de rendimento mensal individual em maio de 2016, quando aquele indicador atingiu 10,7%. Isso se deve ao pagamento de distribuição de R\$400,0 milhões aos cotistas, sendo uma parte referente a rendimentos e outra parcela referente à amortização de cotas. Em conjunção com o gráfico apresentado anteriormente, a leitura da **figura 33** conduz à conclusão provável de que a distribuição de rendimentos proporcionada pelo BRCR11 acabou por incrementar os negócios com cotas desse e de outros fundos em maio, razão pela qual naquele mês o *float* médio dos dez fundos com maiores índices de rentabilidade superou os 4,0%. Voltando ao histórico do rendimento mensal individual, nota-se que o patamar se reduziu para a maioria dos fundos, em grande parte pelo aumento da capitalização de mercado vista anteriormente. Esse efeito, no entanto, é mais pronunciado entre os fundos que investem em imóveis, e menos naqueles que tem a carteira alocada em renda fixa.

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

FIG. 33

Fonte: Uqbar



Um indicador que ilustra a boa rentabilidade do setor ao longo de 2016 é o IFIX (seu índice setorial) em função, majoritariamente, do efeito da redução da curva de juros no mercado de renda fixa. Desde fins de janeiro de 2016, este índice, que contabiliza de forma conjunta a rentabilidade oriunda na variação de preço das cotas e nos rendimentos distribuídos dos fundos que o compõem, desenha trajetória ascendente, tal qual ilustra a **figura 34**. O IFIX partiu de 1.305 pontos em 28 de janeiro, seu menor nível desde dezembro de 2014, e manteve ascensão praticamente ininterrupta até o início de novembro, quando atingiu seu maior nível histórico até então, com 1.889 pontos. Ao longo de novembro e dezembro o índice se manteve mais estável, encerrando o último pregão do ano na marca dos 1.865 pontos.

Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) - Evolução Histórica

FIG. 34

Fonte: BM&FBOVESPA



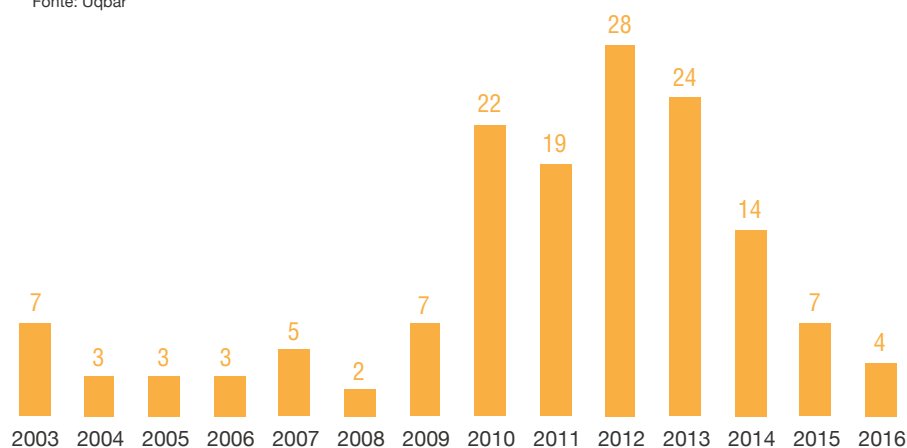
Desde 2012, o número de novos fundos autorizados anualmente a ter suas cotas negociadas em bolsa vem se reduzindo, como registra a **figura 35**. Em 2016, apenas quatro fundos foram registrados para negociação na BM&FBOVESPA, o menor patamar desde 2008.

Dos novos fundos que ingressaram no mercado secundário em 2016, apenas três apresentaram desempenho de liquidez não nulo. Como aponta a **tabela 3**, o FII AQ3 Renda (ARFI11B) e o Pedra Negra Renda (FPNG11) somaram, conjuntamente, R\$698.000 em montante negociado, decorrentes de nove transações realizadas desde abril de 2016, mês em que ambos foram registrados na bolsa paulista. Já o desempenho do FII Kinea Índices de Preços (KNIP11) o qualifica para ocupar a metade superior da escala de fundos mais líquidos, em termos de montante e de número de negócios. O KNIP11 –que investe preponderantemente em CRI indexados a índice de inflação, notadamente IPCA, e também em LCI– movimentou, em apenas três meses de negociações, R\$27,0 milhões, referentes a 2.269 negócios.

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

FIG. 35

Fonte: Uqbar



FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA em 2016\* – Liquidez e Variação de Preço das Cotas

TAB. 3

Fundo	Ticker	Início de Negociação	Preço de Emissão (R\$)	Preço Dez/16 (R\$)**	Variação de Preço	Montante Negociado (R\$)	Número de Negócios
AQ3 Renda	ARFI11B	14/04/2016	1.000,00	1.817,46	81,7%	696.923	7
Kinea Índices de Preços	KNIP11	26/09/2016	100,00	107,80	7,8%	27.037.841	2.269
Pedra Negra Renda	FPNG11	04/04/2016	100,00	100,00	0,0%	1.000	2

\* Embora registrado em 2016, o fundo SPA (SPAF11) foi excluído pois não apresentou nenhuma negociação no ano.

\*\* Preço médio de negociação em dez/16 ponderado por montante negociado. Para o fundo AQ3 Renda (ARFI11B) foi considerado o preço médio de nov/16.

### Análise Setorial

Pode-se segmentar os Fundos de Investimentos Imobiliários em três principais categorias de ativo-lastro. São elas: Imóveis, Renda Fixa e Renda Variável. A classificação entre essas três categorias obedece ao critério da alocação preponderante da carteira do fundo entre cada um dos tipos de ativo.

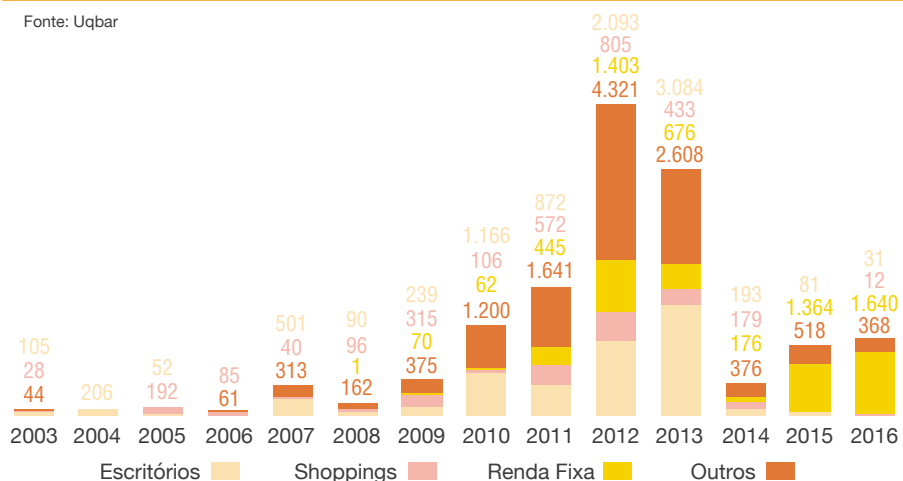
Os fundos de Imóveis representam a maior categoria da indústria, por critérios de número ou de capitalização de mercado. Dada a amplitude da tipologia das edificações, pode-se ainda subsegmentar esta categoria em classes tais como Escritórios, Shopping Centers, Logística, Residencial e outros. Já os fundos de Renda Fixa e Renda Variável se utilizam de uma prerrogativa liberada pela ICVM 472, que é o investimento em valores mobiliários oriundos do setor imobiliário. No primeiro caso, os títulos são, principalmente, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI), e, futuramente, também as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG). No caso dos fundos de Renda Variável o objeto principal de investimento são as cotas de outros FII.

Em resumo, a análise setorial que se intenta depreender divide os fundos negociados na BM&FBOVESPA em quatro grupos de fundos: Escritórios, Shopping Centers, Renda Fixa e ainda o grupo de todos os fundos restantes, denominado Outros. Quando pertinente, também são apresentados os dados consolidados do mercado para fins comparativos. A razão para a adição de Escritórios e Shopping Centers como categorias de ativo específicas é a dimensão significativa de cada um desses segmentos, sendo inclusive, de grau superior à categoria Renda Variável.

O volume de emissões de cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA, segmentado por categoria de ativo, revela a mudança de paradigma enfrentado por este mercado nos últimos anos. No total, foram emitidos em 2016 o equivalente a R\$2,05 bilhões em cotas. Como mostra a **figura 36**, os fundos de Renda Fixa passaram a abarcar, de uma participação tímida em 2008, quase 80,0% do montante emitido em 2016, tendo sido responsáveis por R\$1,64 bilhão emitido no ano. Aqueles de Escritórios emitiram apenas

R\$30,9 milhões em 2016, ainda assim o triplo do que a subcategoria Shopping Centers registrou: R\$11,9 milhões. Em geral, os FII de Imóveis apontam severo declínio de participação nos últimos dois anos, indicativo de que o apetite dos investidores pelos FII que investem em imóveis –que estão sujeitos a episódios de vacância e inadimplência– tem se reduzido, em contraposição ao movimento relativo aos fundos que adquirem títulos de renda fixa, tais como LCI e CRI. O primeiro tem remuneração normalmente atrelada à taxa DI, e é garantido, sob determinadas condições, pelo FGC, enquanto o segundo tem remuneração atrelada a algum índice de inflação ou à taxa DI. Todas as outras categorias e subcategorias combinadas emitiram o equivalente a R\$368,1 milhões. Pela análise histórica proporcionada pela figura, nota-se que os FII de Escritórios já representaram, sozinhos, quase 50,0% do total emitido pelos fundos de bolsa, em 2010 e 2013, enquanto em 2016 este percentual se manteve próximo de 1,0%.

Histórico das Emissões dos FII Listados por Tipo de Ativo (em R\$ milhões) FIG. 36

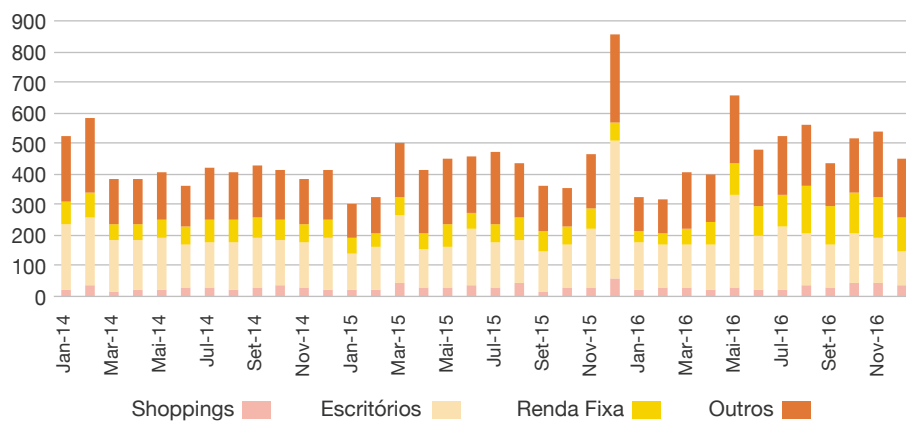


Tanto sob a ótica do volume de emissões no mercado primário quanto em relação ao volume de negociações no mercado secundário de FII, o desempenho referente a 2016 repetiu aquele percebido no ano anterior multiplicado por um fator marginal. Porém, em termos de montante negociado no mercado secundário de cotas, a cifra consolidada do ano passado representou a segunda maior marca histórica, ao passo que o número consolidado de negócios rompeu o teto de 1.000.000 de transações anuais e registrou o recorde histórico deste indicador. A segmentação por tipo de ativo sinaliza uma mudança de composição deste mercado. O montante negociado de cotas dos fundos que não pertencem aos três grupos principais citados anteriormente (ou seja, a categoria Outros) apresentou a maior parcela do total de montante

negociado registrado em 2016, 37,0%. Na sequência, com diferença de pouco menos de dois pontos percentuais, estão os fundos de Escritórios. Por outro lado, fundos que investem em shopping centers movimentaram 6,4% do montante total negociado no ano. Estas três categorias perderam participação na comparação com 2015. Naquele ano, os percentuais haviam se situado na marca dos 40,1%, 39,4% e 7,3%, respectivamente. Os FII de Renda Fixa, a seu turno, foram os responsáveis por 20,8% do montante negociado em cotas ao longo de 2016, contra 13,3% no ano anterior. O mesmo movimento de crescimento ocorreu sob a perspectiva do número de negócios. Os fundos de Renda Fixa auferiram 13,7% do total de negócios em 2016, ao passo que no ano anterior esse indicador se situava nos 8,7%. Os negócios com cotas de FII da categoria Shopping Centers representaram apenas 4,0% do total em 2016 e 3,7% no ano anterior, enquanto que aqueles da categoria Escritórios foram os responsáveis por mais da metade do número de negócios em ambos os anos: 51,4% em 2016 e 52,8% em 2015. Já o número de negócios envolvendo cotas de FII da categoria Outros equivaleu a 31,0% do total de 2016 e 34,8% do total de 2015. A **figura 37** apresenta a evolução histórica mensal do montante negociado de cotas de FII por tipo de ativo, enquanto a **figura 38** faz o mesmo para o indicador de número de negócios mensais.

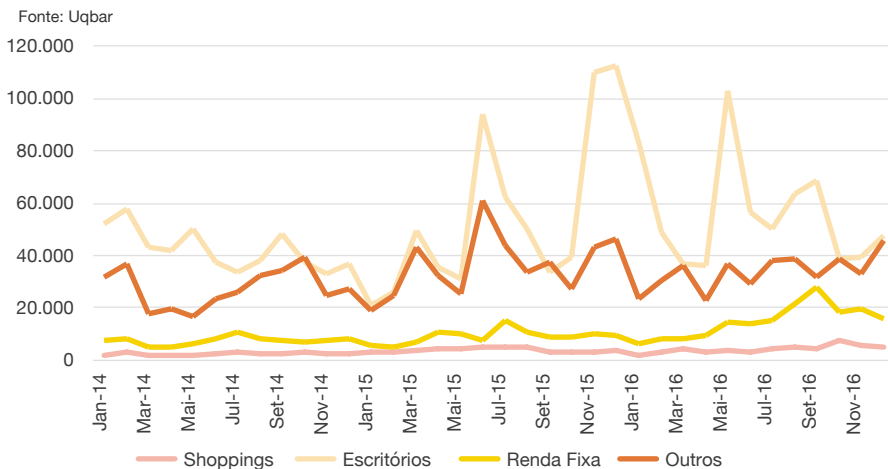
Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões) FIG. 37

Fonte: Uqbar



Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo

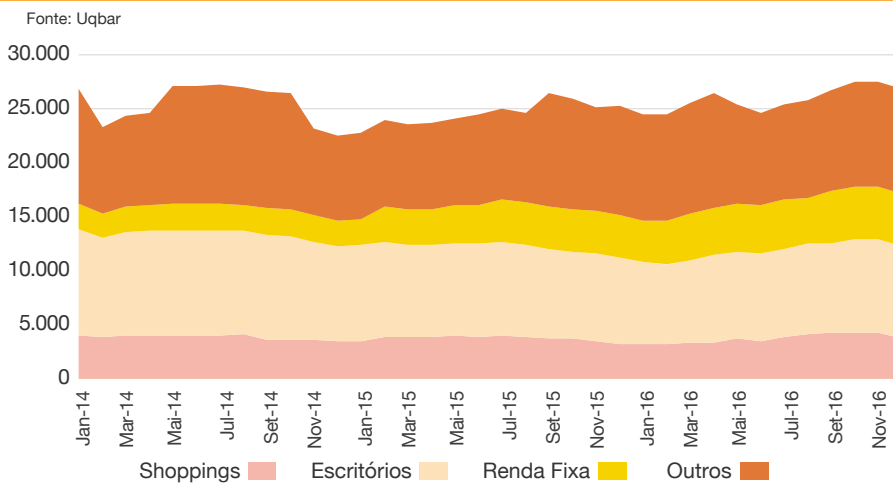
FIG. 38



O bom desempenho dos FII de Renda Fixa em termos de volume de emissões no mercado primário se estende para o âmbito da capitalização de mercado (CM). As emissões de novas cotas pelos FII de Renda Fixa se conjugaram com a variação positiva de preço de suas cotas, o que desembocou na expansão da CM dos referidos fundos. Enquanto a CM consolidada dos FII se expandiu em 6,4% na comparação entre dezembro de 2016 e de 2015, a dos FII de Renda Fixa registrou incremento de 25,0% no mesmo período, só comparável com a dos FII de Shopping Centers, de 19,6%. Por outro lado, os FII de Escritórios apresentaram aumento mais modesto, apenas 5,0%, enquanto a categoria Outros registrou decréscimo de 4,0%. A **figura 39** apresenta a evolução da capitalização de mercado consolidada por tipo de ativo nos três últimos anos.

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

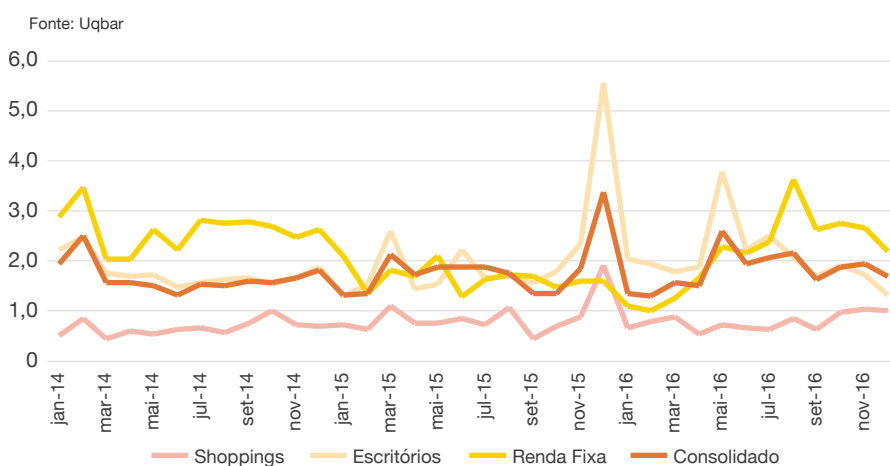
FIG. 39



O montante negociado dividido pela capitalização de mercado em termos percentuais para cada grupo de fundos resulta no indicador de *float* mensal médio dos FII por tipo de ativo, retratado pela **figura 40**. O indicador permite uma análise da liquidez relativa das respectivas categorias de ativos. Assim, percebe-se que mesmo os FII de Shopping Centers, historicamente preteridos nas negociações no mercado secundário, acabaram por encerrar 2016 com *float* médio em patamar superior àquele no qual iniciaram o ano. O *float* mensal médio ao longo de todo o ano de 2016 se fixou na casa dos 0,8% para os FII de Shopping Centers e dos 2,1% tanto para os FII de Escritórios como para aqueles de Renda Fixa. No caso do indicador de *float*, apesar da volatilidade ao longo dos anos, os fundos de Renda Fixa sempre se mantiveram próximos dos de Escritórios em termos médios, e em 2016 esta relação se manteve. Já os fundos reunidos na categoria Outros tiveram seu *float* médio mensal ao longo do ano atingindo 1,8%.

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

FIG. 40

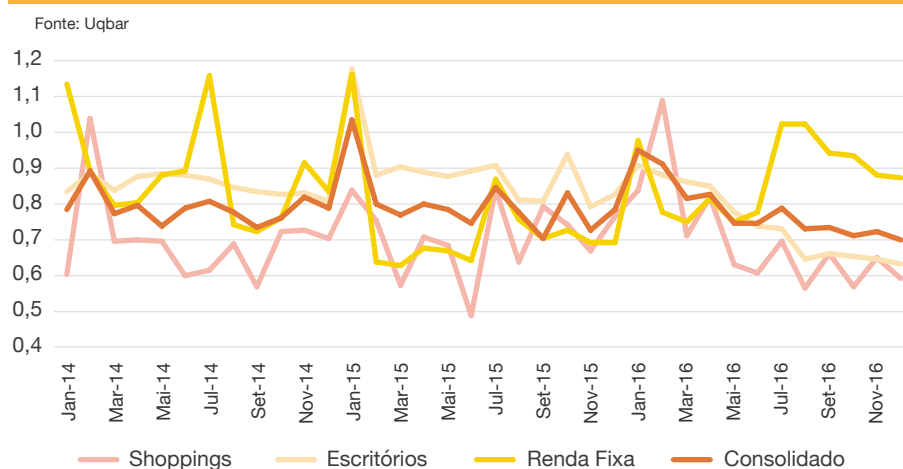


O comportamento do rendimento mensal médio dos fundos revela de modo palpável a elevação da capitalização de mercado em um contexto de recessão econômica. Os fundos que investem em imóveis –tais como Escritórios e Shopping Centers– normalmente, contam com atualização monetária dos valores de receita de aluguel incidindo em base somente anual e sobre apenas o valor do aluguel. Contudo, a **figura 41** ilustra a trajetória declinante dos rendimentos médios mensais nessas duas categorias, decorrente de um aumento no valor de mercado dos fundos, por sua vez fruto da redução da curva de juros, sem que houvesse um aumento concomitante no nível absoluto de rendimentos, em função do cenário de maior vacância de imóveis, episódios de inadimplência e mesmo de descontos em preços do aluguel. De fato, o rendimento médio mensal destes fundos mostrou-se declinante, refletindo a manutenção de um prêmio de risco constante para o setor.

No caso dos FII de Renda Fixa, o comportamento dos rendimentos tem se mostrado mais sazonal em virtude do perfil de rentabilidade dos CRI, que compõe grande parte das carteiras deste tipo de fundo. Visto no longo prazo, se constata um patamar relativamente mais elevado de rendimento médio em relação às outras categorias de ativos. A recente subida do nível de rendimento médio dos FII de Renda Fixa também implica que o montante absoluto distribuído deste segmento apresentou incremento em grau superior ao da respectiva capitalização de mercado.

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

FIG. 41



### Investidores

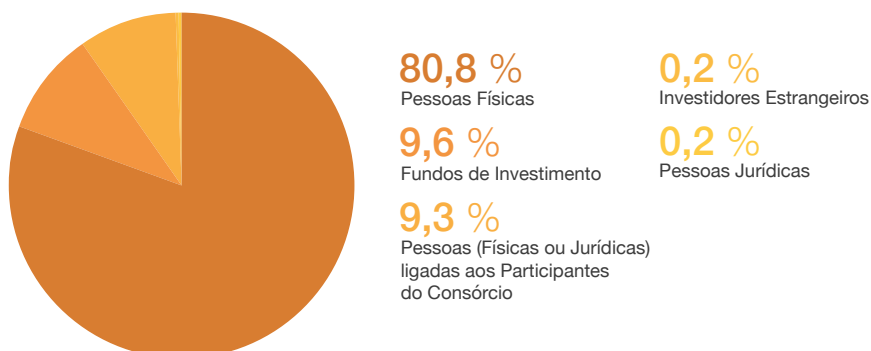
Pelo quinto ano consecutivo, o levantamento da composição dos investidores do mercado primário de FII de cotas listadas para negociação no mercado secundário da BM&FBOVESPA aponta que os investidores pessoas físicas foram responsáveis por adquirir mais da metade do montante emitido no ano. A amostra tem por base Anúncios de Encerramento aos quais a Uqbar obteve acesso e que correspondem a 93,0% (R\$1,91 bilhão) do total de emissões realizadas ao longo de 2016, que atingiu R\$2,05 bilhões.

Os investidores da classe Pessoas Físicas foram os responsáveis por adquirir, em 2016, a notável parcela de 80,8% do total emitido em cotas de FII. O retrato da composição do mercado investidor de cotas de FII no referido ano é exibido pela **figura 42**.

Composição do Montante Emitido de FII em 2016 por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 42

Fonte: Uqbar



Comparativamente, em 2015 a fatia correspondente ao grupo Pessoas Físicas havia alcançado 88,1% (R\$1,26 bilhão). Em relação ao risco imobiliário, os FII listados têm se provado veículos atraentes para a exposição diversificada, líquida e envolvendo montantes reduzidos, para o investidor pessoa física. Além disto, a isenção tributária nos ganhos de rendimentos intensifica esta atratividade.

A recorrência da participação do investidor pessoa física no mercado de FII se reflete também no registro do número total deste tipo de investidor que detém cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA. Embora se constate que o desempenho fraco dos preços das cotas de FII no mercado secundário ao longo de 2014 e 2015 tenha contribuído para a redução do total de investidores pessoa física, em 2016 a contração parece ter, em boa medida, se estancado. Desse modo, 88.192 pessoas físicas estavam computadas como investidores de FII naquela bolsa em dezembro de 2016, que se compara com os 88.952 investidores no mesmo mês de 2015, e com o registro de 92.712 pessoas físicas em fins de 2014. Contudo, o número ainda se situa em patamar bastante inferior ao seu máximo histórico até o momento, assinalado em dezembro de 2013, de 101.710 investidores dessa classe.

Em relação às outras classes de investidores, o segundo maior montante de cotas de FII adquirido correspondeu aos Fundos de Investimento, que alcançou fatia de 9,6% (R\$183,1 milhões) do total em 2016. Esta classe de investidor abarca, naturalmente, os FII que objetivam a aquisição de cotas de outros FII. Nos últimos anos essa classe teve seu predomínio ameaçado por outros tipos de investidores, mas em 2016 voltou à colocação anteriormente ocupada, em virtude da subida do preço das cotas no mercado secundário, como visto nas seções precedentes.

O grupo de Pessoas (físicas ou jurídicas) ligadas aos participantes do consórcio de distribuição da oferta encerrou o ano tendo adquirido 9,3% (R\$176,9 milhões) do montante emitido. Finalmente, os grupos de Pessoas Jurídicas e Investidores Estrangeiros, estes últimos ainda virtualmente ausentes deste mercado, adquiriram parcela de 0,2% (R\$3,5 milhões) cada.

### FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)

Em 2016 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou Instruções relativas aos Fundos de Investimento em Participações (FIP) capazes de alterar significativamente o panorama futuro deste mercado. Em conjunto, as novas Instruções devem resultar em um melhor discernimento de quais FIP apresentam um caráter mais alinhado ao conceito de investimentos de perfil de *private equity* –originalmente planejado pelo legislador ao criar este segmento de fundos em 2003– sem, no entanto, eliminar a possibilidade de utilizar este veículo para finalidades distintas como, por exemplo, a gestão patrimonial familiar e o planejamento fiscal.

Em 30 de agosto de 2016, a CVM editou a Instrução CVM nº 578 (ICVM 578), que alterou e consolidou as regras sobre a constituição, o funcionamento e a administração de FIP e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), substituindo, portanto, as Instruções CVM nº 209, 391, 406 e 460. A autarquia também editou a Instrução CVM nº 579 (ICVM 579), que trata da elaboração e da divulgação das demonstrações contábeis dos FIP. Os fundos terão doze meses, a contar da data de edição, para se adaptar à ICVM 578, enquanto a ICVM 579 aplica-se aos períodos contábeis iniciados em ou após 1º de janeiro de 2017.

Regras anteriormente apartadas, relativas aos segmentos de FIP que investem em infraestrutura e pesquisa e desenvolvimento, por exemplo, foram aglutinadas na ICVM 578. Por outro lado, foram criadas as categorias Capital Semente e Empresas Emergentes, cada qual com objetivos, públicos-alvo e regras diferentes. Por sua vez, os FIP alojados na categoria Multiestratégia podem alocar recursos em empresas em diversos estágios de desenvolvimento ou mesmo no exterior, sob determinadas condições. O gestor teve suas obrigações criadas no que diz respeito à contratação de serviços relacionados ao investimento ou desinvestimento, bem como quanto a sua atuação na precificação dos investimentos do fundo.

Anteriormente à edição da ICVM 579, não existia uma norma específica e exclusiva abordando a divulgação das demonstrações financeiras dos FIP. Assim, a avaliação das carteiras de FIP para fins de demonstrações financeiras pautava-se apenas por aquilo determinado pela Instrução CVM nº 391, complementado pela Instrução CVM nº 438, que trata da divulgação

das demonstrações financeiras dos fundos de investimento em geral. Com o advento da ICVM 579 os FIP foram segmentados em dois grandes grupos: os fundos de investimento que se qualificam como entidades de investimento e aqueles que assim não se qualificam. A classificação de um FIP em um dos grupos determinará os critérios específicos de mensuração para os ativos componentes da carteira do fundo. A classificação de um FIP como entidade de investimento se fundamenta na existência de um gestor qualificado capaz de atuar sem restrições, entre outros critérios cumulativos.

Poucos dias após a edição da ICVM 578 e 579, em 05 de setembro, foi deflagrada a Operação Greenfield, resultado de ação conjunta da CVM, do Ministério Público Federal (MPF), da Polícia Federal e da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Segundo a CVM, o objetivo da operação é apurar crimes de gestão temerária e fraudulenta cometidos contra os três maiores fundos de pensão do país: Funcef, Petros e Previ, além do Postalís. As investigações constataram a existência de pelo menos quatro núcleos distintos que atuavam na possível organização criminosa: o empresarial; o de dirigentes de fundos de pensão; o de empresas avaliadoras de ativos e o de gestores e administradores dos FIP. Os fundos de pensão teriam, então, realizado investimentos de forma fraudulenta ou temerária por meio de FIP. A operação se fundamenta em oito FIP nos quais há indícios de ilicitudes. Dois deles são FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário, objeto de interesse deste Anuário, como se verá adiante.

## Termos e Condições

### Fundo de Investimento em Participações

<u>Descrição</u>	Comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas (“Ativos”).
<u>Forma e Registro</u>	Constituídos sob a forma de condomínio fechado, seus regulamentos devem dispor sobre o prazo de duração, assim como, as condições para eventuais prorrogações. A constituição e funcionamento dos FIP dependem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo que a constituição é concedida automaticamente mediante entrega de conjunto de documentos e informações previstas na Instrução CVM nº 578/16 (ICVM 578).
<u>Política de Investimento</u>	(i) Investimento deve permitir ao FIP participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

(ii) O regulamento do FIP deve estabelecer a política de investimento a ser adotada pelo fundo, com a indicação dos ativos que podem compor a sua carteira e explicação sobre eventuais riscos de concentração e iliquidez desses ativos, incluindo a possibilidade de realização de adiantamentos para aumento de capital.

(iii) No mínimo 90,0% de patrimônio líquido do FIP deverá estar aplicado em Ativos. Investimentos em cotas de outros FIP ou em cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso podem contar para fins de atendimento ao referido limite mínimo de 90%. Em regra, o FIP pode investir até 20% de seu capital subscrito em ativos no exterior, observado o descrito na ICVM 578.

(iv) Os FIP devem ser classificados nas seguintes categorias quanto à composição de suas carteiras: (a) Capital Semente; (b) Empresas Emergentes; (c) Infraestrutura (FIP-IE); (d) Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e (e) Multiestratégia. Cada categoria está sujeita a regras de enquadramento distintas.

Participação nas Decisões

A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer das seguintes maneiras: (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas; ou (iii) pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando: (i) o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou (ii) o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral.

Tipo de Investidor

Em regra o FIP é destinado a investidores qualificados, porém, é permitida a constituição de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Cota de Fundos de Investimento em Participações

Descrição

Cotas de FIP são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.

Emissor

Fundo de Investimento em Participações.

Forma e Registro

Escritural e nominativa.

Classe

O regulamento pode admitir a existência de uma ou mais classe de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais de voto para as matérias que especificar, assim como, também pode atribuir a uma ou mais classe de

cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de gestão, e quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo.

FIP destinados a exclusivamente a investidores profissionais ou aqueles que obtenha apoio financeiro direto de organismos de fomento podem atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros além dos descritos acima.

<u>Série</u>	A emissão de cotas de uma mesma classe pode ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização e amortização e remuneração.
<u>Distribuição</u>	A distribuição de novas cotas varia conforme o público alvo e a forma de acesso aos investidores, que pode ser por meio de oferta pública, nos termos da Instrução CVM nº 400/03 ou oferta restrita, nos termos da Instrução CVM 476/09.
<u>Subscrição</u>	A subscrição se dá pela assinatura do boletim de subscrição, podendo, ainda, ser celebrado um Instrumento Particular de Compromisso de Investimento.
<u>Integralização</u>	A integralização das cotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento deve ser feita no prazo máximo estabelecido no regulamento, a contar da respectiva data de registro na CVM. Novas integralizações devem ser feitas sempre que o administrador fizer chamadas de capital, conforme previsto originalmente no regulamento do FIP.  Admite-se a integralização de cotas por meio de ativos, conforme venha a ser permitido no regulamento do FIP.
<u>Chamadas de Capital</u>	As regras e o prazo limite para chamadas de capital devem estar dispostos no regulamento do fundo, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor. O investidor é obrigado a atender às chamadas de capital, sujeito às penas expressas no compromisso de investimento firmado.
<u>Amortização</u>	Há a possibilidade de amortização, de acordo com as regras e condições explícitas no regulamento do fundo, as quais podem, inclusive, prever possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo.
<u>Resgate</u>	Não é permitido o resgate de cotas, salvo nas hipóteses de liquidação do fundo.
<u>Transferência e Negociação</u>	As cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, e registrado em cartório de títulos e documentos, ou, no caso exclusivamente de cotas integralizadas,

negociadas em mercados regulamentados onde forem registradas, tais como bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado.

<u>Ambiente de Negociação</u>	BM&FBOVESPA e CETIP (por meio do SF – Módulo de Fundos).
<u>Liquidação Financeira</u>	BM&FBOVESPA e CETIP.

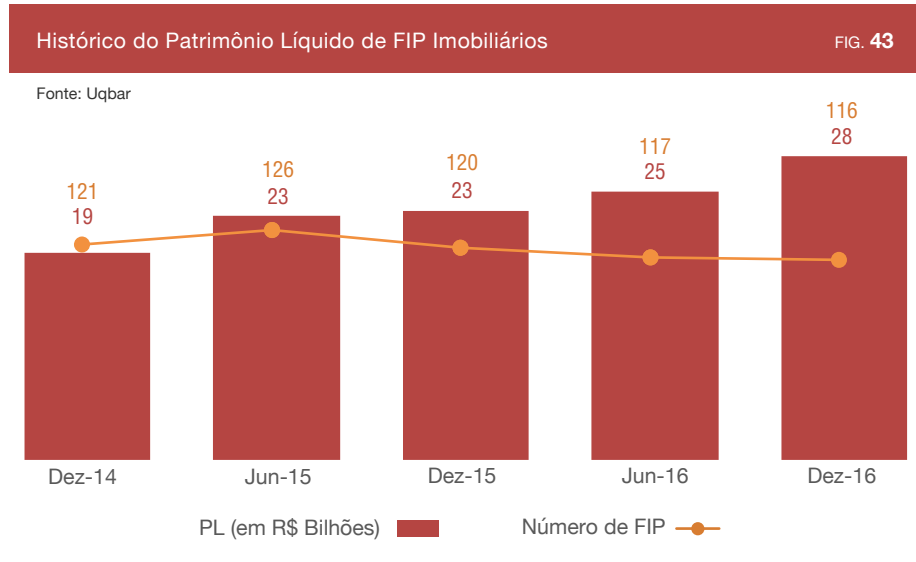
Ao fim de dezembro de 2016, o universo de FIP somava patrimônio líquido (PL) de R\$201,18 bilhões, referentes a 809 fundos. Isso representa um incremento de 17,4% em relação a cifra de dezembro de 2014, R\$171,35 bilhões e 715 fundos, embora se constate oscilação de ambos os indicadores nesse ínterim.

Em relação apenas aos FIP Imobiliários, se constata que o PL consolidado deste segmento de fundos perfazia, em dezembro de 2016, R\$28,34 bilhões, ou 14,1% do PL do universo de FIP. Por sua vez, o número de fundos atingiu 116 no referido mês, o menor valor desde que a Uqbar passou a fazer este levantamento, em dezembro de 2014. Para efeito comparativo, em dezembro de 2015 a cifra havia sido de R\$23,28 bilhões correspondentes a 120 fundos e, no mesmo mês de 2014, R\$19,41 bilhões e 121 fundos.

Em dezembro de 2016, o maior FIP Imobiliário em termos de PL era o FIP Ancar Ivanhoé Shopping Centers, com R\$3,27 bilhões. O fundo, administrado pela Geração Futuro, iniciou operações em 15 de julho de 2016, e investe em companhias que desenvolvem negócios no setor imobiliário e atividades relacionadas, especialmente no segmento de Shopping Centers. Na sequência estão os FIP BRE/Alpha e LPP Investimentos III, cujos cotistas são empresas estrangeiras associadas à gestora de *private equity* Blackstone e à Global Logistic Properties Limited, com PL de R\$1,79 bilhão e R\$1,71 bilhão, respectivamente. Ambos os fundos investem em companhias que, no passado recente, participaram de transações bilionárias envolvendo ativos imobiliários anteriormente detidos pela BR Properties, a BRE Ponte Participações e a LPP III Empreendimentos e Participações, respectivamente.

Outrora o segundo maior FIP Imobiliário (com PL de R\$1,70 bilhão em dezembro de 2014), o FIP OAS Empreendimentos, que investe em empresa homônima, registrava apenas R\$181.500 de PL em dezembro de 2016. Em situação análoga se encontra o FIP Brasil Equity Properties, cujo PL era da ordem de R\$1,45 bilhão em dezembro de 2014. Ao fim de 2016, esse fundo –cuja carteira está alocada em diversas sociedades de propósito específico responsáveis por desenvolver imóveis– assinalava PL negativo de R\$37,8 milhões. Esses dois FIP estão elencados na petição que fundamenta a Operação Greenfield entre aqueles fundos em que foram identificados indícios de sobreprecificação de ativos mantidos em carteira.

A **figura 43** apresenta o histórico semestral do PL de FIP Imobiliários de dezembro de 2014 a dezembro de 2016.



# SECURITIZAÇÃO

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

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

Esta seção também inclui dados sobre as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), título de crédito que tem presença marcante no mercado de securitização imobiliária como componente de lastro das operações de CRI.

# ISEC

SECURITIZADORA

A história da ISEC começou em 2012, quando a empresa passou a operar efetivamente na criação de alternativas de *funding* ao mercado imobiliário. Seu diferencial é estruturar produtos pensando na necessidade de cada cliente construindo operações únicas que atendam tanto o cliente quanto os investidores.

Em 2016 houve uma mudança no controle acionário que culminou na aquisição de duas grandes securitizadoras: Nova Securitização (NOVASEC) e SCCI. Consolidando uma equipe qualificada, oferecendo uma gestão e atendimento aos *stakeholders* aprimorada, com maior transparência, agilidade e eficiência.

Hoje a empresa é responsável pela gestão de mais de R\$3,00 bilhões de Certificados de Recebíveis de Imobiliários.

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

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

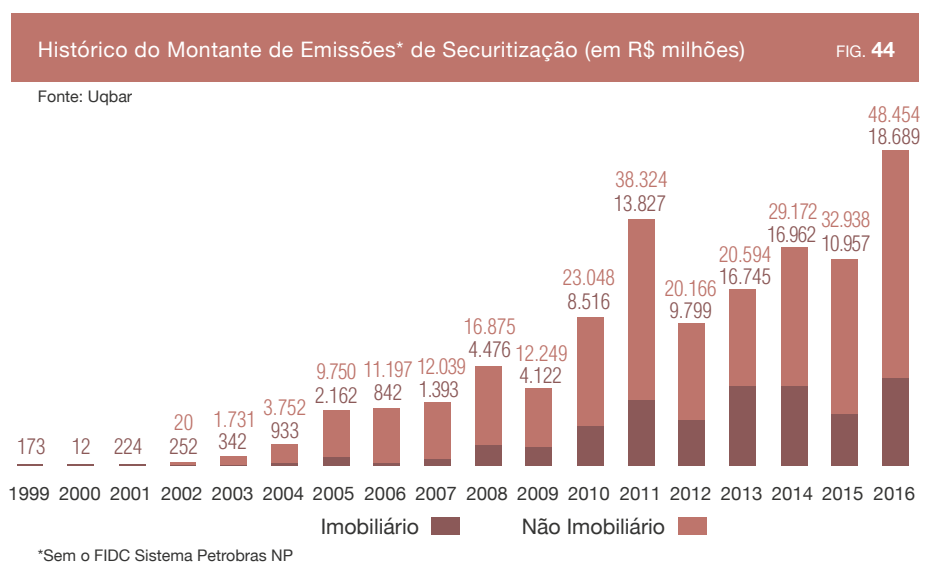
Rua Tabapuã 1123  
21º Andar - CJ 215  
04533 004 | São Paulo SP  
T 55 11 3320 7474

O mercado de securitização está composto pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). No âmbito do setor imobiliário, tema deste Anuário, importa centrar atenções nos CRI e nos FIDC que se dedicam a investir recursos em créditos imobiliários.

Nos últimos anos a securitização imobiliária se desenvolveu de forma perceptível, em termos quantitativos e qualitativos. Em 2016 o montante consolidado de emissões de securitização imobiliária, entendida como a consolidação entre as cotas de FIDC imobiliários e os CRI, se elevou à altura dos R\$18,69 bilhões, a maior cifra já registrada desde 1999. No ano anterior essa cifra havia sido da ordem dos R\$10,96 bilhões, de onde se depreende crescimento de 70,6%. Esse é um salto significativo principalmente quando se tem em conta que o mercado de securitização imobiliária, em alguma medida já consolidado, assinalou emissões anuais próximas dos R\$10,00 bilhões para a maioria dos anos desde 2010. Para se colocar em perspectiva, a soma acumulada dos montantes anuais referentes aos onze anos compreendidos entre 1999 e 2009 sequer atinge o patamar de emissões visto em 2016.

Já as emissões de lastro não imobiliário, compreendendo cotas de FIDC e emissões de CRA, somaram R\$48,45 bilhões em 2016. Em relação ao montante referente a 2015 (R\$32,94 bilhões) registra-se crescimento percentual também elevado, de 47,1%. Assim, embora as emissões de securitização imobiliária tenham subido de patamar, a respectiva parcela em relação ao total de emissões de securitização teve aumento apenas discreto. Em 2016 o setor imobiliário foi responsável por 27,8% das emissões de securitização, contra 25,0% em 2015.

A **figura 44** apresenta a evolução anual das emissões de títulos de securitização segmentadas entre as de lastro imobiliário e as de lastro não-imobiliário.



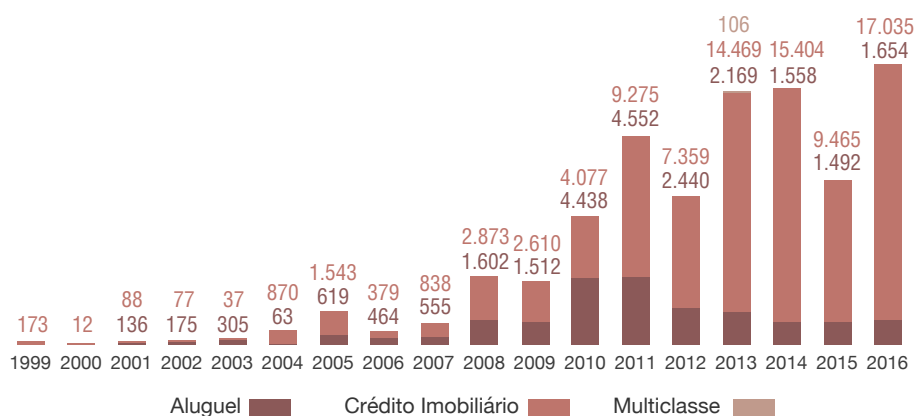
A análise da evolução das emissões de securitização imobiliária por tipo de ativo-lastro e por tipo de devedor, ilustradas pelas **figuras 45 e 46**, respectivamente, exibe dois cenários distintos.

Em termos de montante, as emissões lastreadas em Aluguel se mantiveram no mesmo patamar nos últimos três anos. As emissões desse tipo em 2016 atingiram R\$1,65 bilhão, ligeiramente superior à marca de 2015, R\$1,49 bilhão. Contudo, tendo em vista o montante recorde de emissões com lastro em Crédito Imobiliário, da ordem de R\$17,04 bilhões em 2016, o percentual referente às emissões de Aluguel se reduziu de maneira significativa, para 8,9% em 2016, o menor percentual desde 2004, enquanto em 2015 a fatia de Aluguel somava 13,6% do total. Por outro lado, as emissões de securitização imobiliária cujo lastro é devido por Pessoas Físicas atingiu seu ápice dos últimos doze anos. As emissões associadas a este tipo de devedor somaram 65,5% do total emitido em 2016, percentual que não era atingido desde 2004, quando as emissões devidas por Pessoas Físicas representaram 78,3% do total. Esta supremacia das emissões devidas por Pessoas Físicas se deve à estruturação de operações de CRI de grande monta individual lastreadas em financiamentos imobiliários residenciais que, juntas, somaram aproximadamente R\$11,00 bilhões.

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

FIG. 45

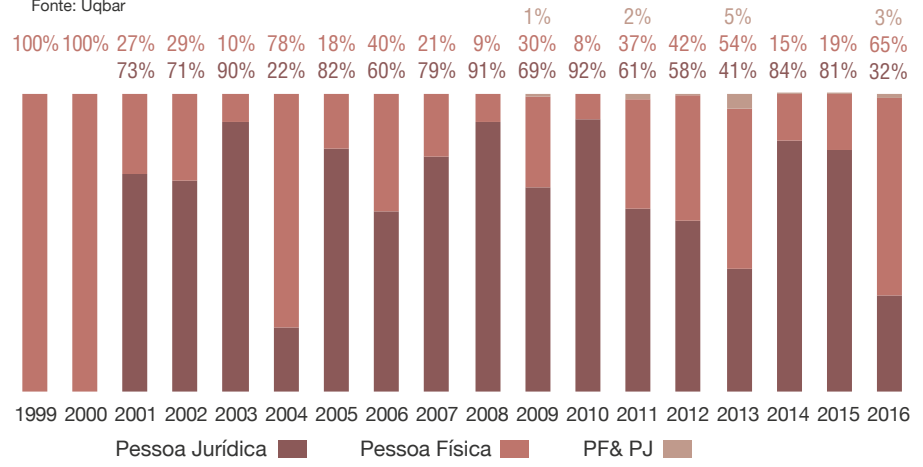
Fonte: Uqbar



Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Devedor

FIG. 46

Fonte: Uqbar



## CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

Nos últimos anos o mercado de CRI continuou a se expandir. Além do seu crescimento em emissões, este segmento mantém a atenção do Regulador, que atualizou a norma visando reforçar o papel complementar do mercado de CRI como fonte de financiamento imobiliário do mercado de capitais. Como pano de fundo, constata-se a exaustão e insuficiência de *funding* das fontes mais tradicionais, como a poupança, e a inadequação de outras, como as LCI.

Ainda em 2015, no dia 28 de maio, foi publicada a Resolução nº 4.410 do Banco Central do Brasil (BCB), alterando as regras concernentes ao direcionamento de recursos captados junto à caderneta de poupança pelas instituições financeiras. A norma alterou a Resolução nº 3.932, também do BCB, e extinguiu a possibilidade de que investimentos em CRI com lastro composto por financiamentos imobiliários fora do formato do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) fossem enquadrados, para fins de exigibilidade regulamentar, no direcionamento exigível de recursos captados via caderneta de poupança.

Em fevereiro de 2016 o BCB publicou a Resolução nº 4.464, que também altera a Resolução nº 3.932, estabelecendo que os valores referentes aos créditos imobiliários que foram cedidos pelas instituições integrantes do SBPE às Securitizadoras Imobiliárias e que compõem o lastro de CRI poderão ser, de forma decrescente ao longo do tempo, computados para atendimento da exigibilidade de que no mínimo 65,0% do montante captado em depósito de poupança seja utilizado em operações de financiamento imobiliário. A norma pontifica que operações de cessão de créditos imobiliários realizadas entre 1º de março de 2016 e 31 de dezembro de 2017 poderão ser deduzidas, decrescentemente, ao longo de doze meses, pelas instituições financeiras.

Como se verá mais adiante neste Anuário, predominaram em 2016 as operações de CRI cujo lastro é devido por pessoas físicas, pelo menos em termos de montante emitido. Embora não seja possível apontar a causa direta, pode-se inferir que esse é o resultado de um conjunto de fatores, entre os quais está a edição das supracitadas resoluções pelo BCB. Ainda que não tenham produzido efeitos imediatos, quando associadas à restrição do crédito imobiliário por parte das instituições financeiras, acabaram por estimular a mudança de composição do mercado.

Pelo lado do investidor, ajudou o fato de parcela significativa dos CRI já ter destino certo nas mãos do FGTS. O Conselho Curador do fundo, ainda em fevereiro de 2016, havia destinado R\$10,00 bilhões para aquisição de CRI naquele mesmo ano. Desses R\$10,00 bilhões, tem-se registro de que o FGTS adquiriu CRI em montante de R\$8,88 bilhões em 2016.

Isso conduz a outra questão: a natureza das operações de CRI. Parcela não desprezível dos CRI emitidos nos últimos anos, incluindo operações onde o FGTS atuou como investidor, desfrutam de características que não representam um efetivo desenvolvimento de mercado. Este último se entende como aquele que fomenta o crédito imobiliário e uma base pulverizada de investidores, inclusive gerando os benefícios de um mercado secundário muito mais amplo, não só para os títulos de securitização, mas também para os próprios recebíveis imobiliários em si.

Antes da edição da Resolução nº 4.410, pululavam operações de grande monta cujo cedente era um grande banco que, por sua vez, atuava ao mesmo tempo como o próprio investidor dos CRI emitidos. Os lastros poderiam ser pulverizados ou únicos, residencial ou até mesmo corporativo. A razão de ser destas operações era o enquadramento possível, do montante investido em CRI, para fins de cumprimento das exigibilidades regulamentares de alocação de recursos captados através da caderneta de poupança.

Atualmente, porém, ainda persistem operações cujo cedente é uma instituição financeira que atua como repassador dos créditos imobiliários, uma vez que a originação e a cessão dos créditos imobiliários são concomitantes, ou seja, há apenas uma razão operacional que justifica a presença da instituição financeira como cedente da operação. Há também o caso das operações do FGTS, tão predominantes em 2016, em que os CRI são estruturados na medida para que o FGTS possa realizar a compra do título, e não visam qualquer distribuição ao mercado.

De forma geral, uma característica unificadora dos tipos de operação de CRI descritos nos parágrafos anteriores é a adoção da Taxa Referencial (TR) como componente do cálculo dos juros remuneratórios dos títulos. Esta é uma taxa criada no âmbito da desindexação da economia promovida pelo Plano Collor II para que, justamente, não refletisse a taxa de inflação vigente em determinado período. A TR é utilizada na fixação do rendimento da poupança e do FGTS, e no seu cálculo, que leva em conta uma média de taxas praticadas no mercado, é aplicado também um redutor definido arbitrariamente pelo BCB. Uma vez que a TR não é uma taxa comumente utilizada em contratos de mercado, e devido à natureza de sua composição, a Uqbar passou a segmentar as operações de CRI entre operações mais genuinamente de mercado e aquelas que não o são, sendo estas últimas aquelas com remuneração atrelada à TR.

Para finalizar, é digno de nota o fato de que mais de sete anos se passaram para que uma nova operação de CRI tivesse sido realizada sem que fosse instituído o respectivo regime fiduciário. O regime fiduciário é o instituto que viabiliza juridicamente a segregação de lastro das emissões de CRI. Tal segregação blinda o acesso ao fluxo de pagamentos do lastro por parte de

investidores de outros CRI emitidos pela securitizadora, por parte dos cedentes das emissões e por parte de eventuais credores destes cedentes, além de separar o lastro de qualquer outro ativo no balanço da securitizadora. O título em questão foi emitido em janeiro de 2016 pela RB Capital, mas em pequena monta –apenas R\$7,2 milhões– e distribuído segundo os ritos da Instrução CVM nº 476.

### Termos e Condições

Descrição	Título de crédito nominativo, de livre negociação, observadas as regras de distribuição e negociação de valores mobiliários, conforme o caso, lastreado em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro.
Emissor	Somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
Lastro	<p>Créditos imobiliários. Nas ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400 e da Instrução CVM nº 414, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão deverão obedecer ao limite máximo de 20,0% por devedor ou coobrigado. No entanto, esse percentual poderá ser excedido, quando o devedor ou o coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI auditadas por auditor independente registrado na CVM, hipótese em que tais demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM periodicamente.</p> <p>Em relação às sociedades empresariais, estas serão dispensadas do arquivamento das demonstrações financeiras na CVM, nas hipóteses em que os CRI: (i) sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada, neste caso, a negociação dos CRI no mercado secundário; ou (ii) 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,

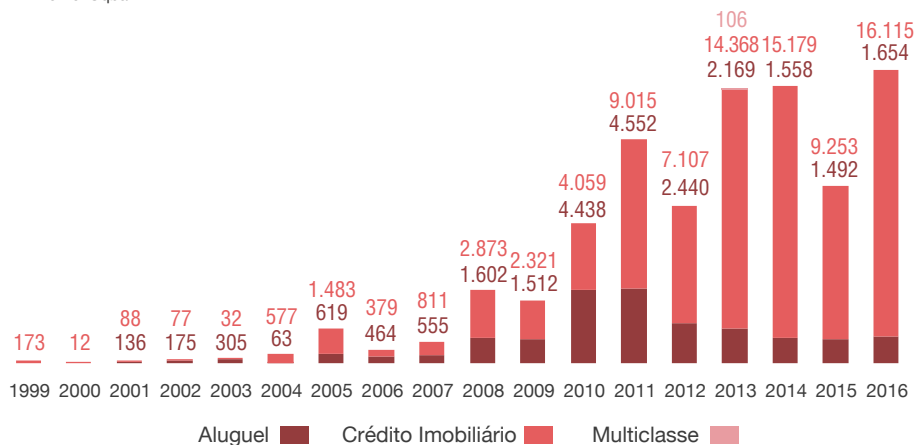
<u>Regime Fiduciário</u>	<p>bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.</p> <p>Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações 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.</p>
<u>Forma e Registro</u>	<p>Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.</p>
<u>Classe</u>	<p>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.</p>
<u>Taxa de Juros</u>	<p>Fixa ou flutuante.</p>
<u>Atualização Monetária</u>	<p>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.</p>
<u>Pagamento</u>	<p>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.</p> <p>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.</p>
<u>Negociação</u>	<p>Diretamente entre as partes para ofertas públicas com montante de captação não superior a R\$ 30,0 milhões. Através de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para montante de captação superior a esse valor. Nas ofertas públicas realizadas com esforços restritos de colocação (Instrução CVM nº 476), é obrigatória a contratação de uma instituição intermediária.</p>
<u>Transferência</u>	<p>Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.</p>
<u>Liquidação Financeira</u>	<p>CETIP e BM&amp;FBOVESPA.</p>
<u>Ambiente de Negociação</u>	<p>CETIP 21, SomaFix e BovespaFix.</p>

Em termos consolidados, as emissões de CRI em 2016 estabeleceram um novo patamar para este mercado, com cifra recorde de R\$17,77 bilhões. O mesmo ocorreu com a sua principal classe de ativo-lastro, Crédito Imobiliário. As operações classificadas como desta classe somaram R\$16,11 bilhões no ano, também a maior cifra registrada desde 1999, o que representa 90,7% do total de 2016. A classe Crédito Imobiliário sempre desfrutou de relativa predominância no mercado de CRI, como se deduz pela **figura 47**. Por apenas cinco vezes desde 1999, essa classe registrou menos de 50,0% do montante total emitido em cada ano: em 2010 (47,8%), em 2006 (45,0%), em 2003 (9,6%), em 2002 (30,6%) e em 2001 (39,5%). Nos últimos seis anos, porém, o percentual em relação ao total sempre esteve acima dos 65,0%. Quanto à classe Aluguel, em 2016 esta respondeu por cifra equivalente a R\$1,65 bilhão. Tal desempenho esteve em linha com a média dos últimos cinco anos, mas é significativamente inferior ao recorde de R\$4,55 bilhões auferido em 2011. A primeira e única vez em que se teve registro de CRI emitido cujo ativo-lastro fosse enquadrado como Multiclasse ocorreu em 2013, em montante de R\$106,0 milhões.

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

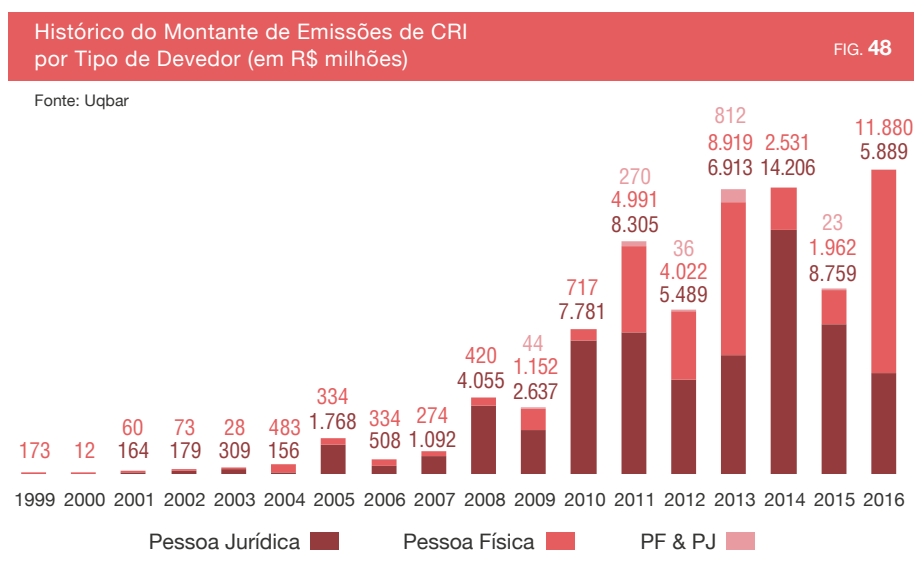
FIG. 47

Fonte: Uqbar



Já a análise do desempenho das emissões de CRI quanto ao tipo de devedor do lastro destas revela uma inversão de cenário em 2016. Tal como as emissões cujo ativo-lastro é classificado como Crédito Imobiliário, em apenas cinco anos desde 1999 os CRI que tiveram como devedores Pessoas Jurídicas representaram menos da metade do total emitido em cada ano. O mais recente desses anos é 2016, em que as emissões de CRI que tiveram como devedores Pessoas Jurídicas perfizeram o menor valor desde 2012, R\$5,89 bilhões, o que corresponde a 33,1% do total emitido no ano. Em 2013, a participação dos CRI devidos por Pessoas Jurídicas havia atingido participação de apenas 41,5%,

e em 2004, de 24,4%, além de emissões nulas em 2000 e 1999. É possível supor que a redução do montante emitido de CRI cujo devedor são Pessoas Jurídicas seja um efeito indireto da edição da Resolução nº 4.410, como discutido no início desta seção. Pessoas Físicas, por sua vez, se caracterizam como devedores de R\$11,88 bilhões em montante de CRI emitidos em 2016. No entanto, este surto tem causas bem palpáveis, como se verá em seção adiante, ainda que se possa vislumbrar uma tendência subjacente de aumento das emissões com este tipo de devedor. Por fim, emissões de CRI que tiveram como devedores integrantes de ambas as classes não foram registradas em 2016. A **figura 48** apresenta a evolução histórica do montante de emissões de CRI segmentado por tipo de devedor.

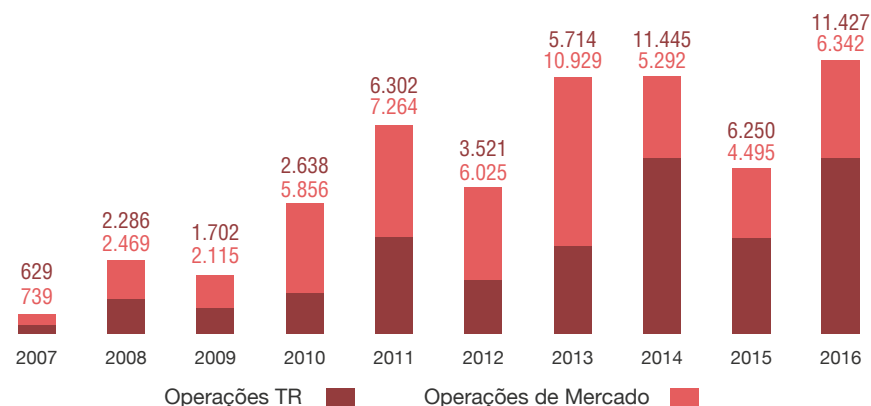


Desde 2014 as operações de CRI que se distanciam do conceito de operações de mercado, conforme definido no início desta seção, têm predominado. Em 2016 não foi diferente. Como ilustra a **figura 49**, as emissões das chamadas “operações TR” somaram R\$11,43 bilhões, ou 64,3% do total do ano. A cifra é bem superior aos R\$6,25 bilhões assinalados em 2015, mas ligeiramente inferior aos R\$11,45 bilhões de 2014. Por outro lado, as operações mais genuinamente de mercado, ou seja, com rentabilização a taxas de mercado, e também com investidores que não são necessariamente vinculados aos seus cedentes, marcaram R\$6,34 bilhões em emissões em 2016, a terceira maior quantia anual histórica desde 2007.

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

FIG. 49

Fonte: Uqbar

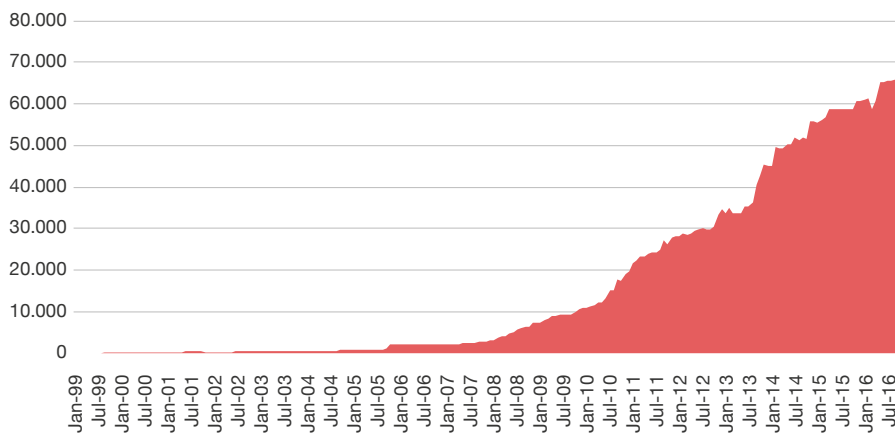


Ao final de 2016, o montante de CRI em estoque na CETIP atingiu R\$73,63 bilhões. A marca é 21,4% superior ao nível de um ano antes, quando este indicador se encontrava em R\$60,63 bilhões. O recorde de emissões de CRI em 2016 e a natureza de médio e longo prazo desses títulos se reflete claramente neste ritmo de crescimento, como se observa na **figura 50**.

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

FIG. 50

Fonte: CETIP



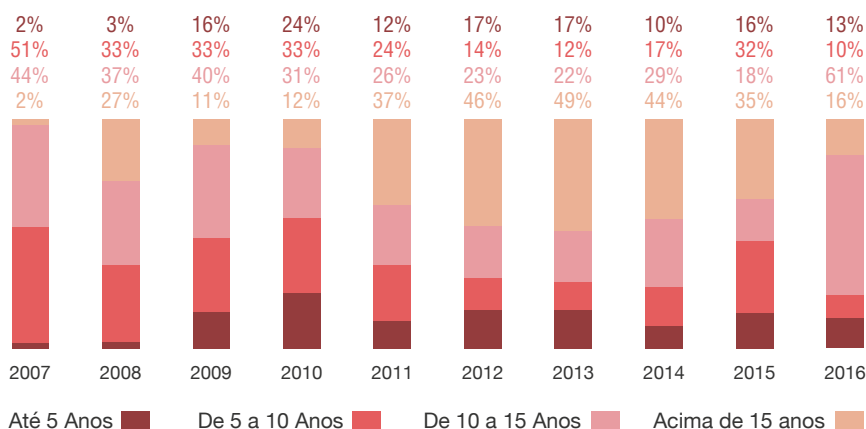
A composição do montante emitido anual de CRI por faixa final de prazo revela que a maior parcela dos CRI emitidos em 2016 correspondeu àqueles com faixa de prazo de vencimento entre 10 e 15 anos, que representaram 61,1% do total do ano, como exibe a **figura 51**. Nesta faixa de prazo estão concentradas as maiores operações de CRI emitidas em 2016 que, em sua maioria, têm prazo de vencimento equivalente a 179 meses. Todas elas têm como lastro contratos de financiamentos imobiliários de imóveis residenciais urbanos, que tem prazo de vencimento naturalmente mais alongado, e,

sendo uma característica dos CRI o casamento de prazo com o respectivo lastro, o prazo de vencimento dos títulos se alongou de acordo. Já os títulos emitidos em 2016 e com prazo de 5 a 10 anos registraram a menor fatia frente ao total emitido desde 2007, apenas 9,7%. Os CRI com prazo de até 5 anos marcaram 13,5% do total emitido. Para efeito comparativo, em 2015 a composição das emissões de CRI se construiu de maneira um pouco mais equitativa entre as faixas de prazo. Naquele ano havia sido emitido o equivalente a R\$10,74 bilhões em CRI, cifra bastante inferior ao emitido em 2016. Houve predominância dos títulos emitidos com prazo superior a 15 anos, tendo estes representado 35,1% do total. As operações de CRI com prazo entre 10 a 15 anos representaram 17,7% do total do montante emitido. Os títulos nas faixas de prazo de 5 a 10 anos e de até 5 anos representaram 31,5% e 15,7%, respectivamente.

Histórico da Composição do Montante Emitido de CRI por Faixa Final de Prazo (% de Montante)

FIG. 51

Fonte: Uqbar



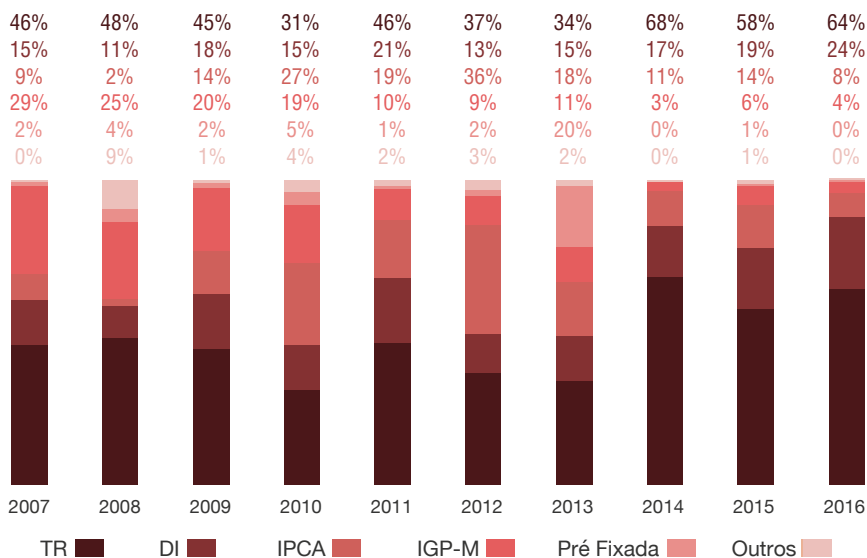
A composição das emissões de CRI quanto ao tipo de remuneração ainda aponta para uma predominância, em termos de montante emitido, daqueles títulos que têm a Taxa Referencial (TR) como indexador. O montante de CRI emitido com remuneração atrelada à TR aumentou para R\$11,43 bilhões em 2016, tendo partido de R\$6,25 bilhões em 2015, e a participação frente ao total saltou de 58,2% para 64,3%. Esse expressivo incremento no referido montante esteve concentrado, em 2016, em poucos CRI, notadamente aqueles adquiridos pelo FGTS. Como ilustra a **figura 52**, abaixo, os CRI indexados à TR alcançaram a maior fatia do total anual de emissões desde 2007. Ainda assim, os CRI com remuneração atrelada à Taxa DI indicam ter ganhado espaço frente às emissões de títulos remunerados de forma indexada à inflação (IPCA, IGP-M, etc.). Isso pode ser explicado também pela expectativa de aumento do juro real brasileiro. Embora a taxa Selic tenha se reduzido um pouco ao longo de 2016, os índices de inflação

se reduziram em ritmo mais acelerado. Assim, se tal fenômeno continuasse ao longo de boa parte da vida dos títulos, os CRI indexados a índices de inflação produziram rentabilidade menor que aquela proporcionada pelos CRI vinculados à Taxa DI. O volume de emissões atreladas à Taxa DI mais que duplicou nos dois últimos anos, para R\$4,19 bilhões em 2016 (23,6% do total), contra R\$2,08 bilhões em 2015 (19,3% do total). Conjuntamente, os CRI remunerados de forma indexada à inflação registraram queda de participação. Em 2016, 11,7% do mercado primário se referiu àquelas emissões que tiveram como indexadores de remuneração índices de inflação, principalmente o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), percentual que em 2015 havia sido da ordem de 21,6%.

Histórico da Composição do Montante Emitido de CRI por Indexador (% de Montante)

FIG. 52

Fonte: Uqbar

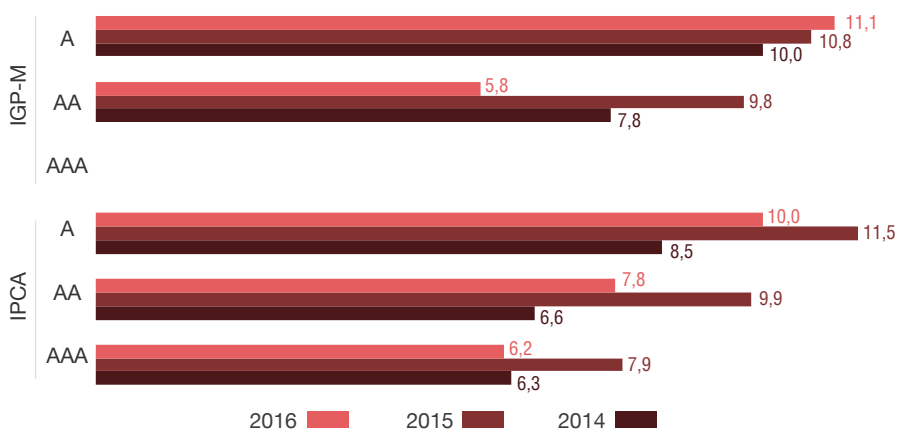


Na análise do *spread* médio dos CRI por indexador e por níveis de risco de crédito, em que pese o limitado número de emissões com classificação de risco e remuneração atrelada à inflação e pela não consideração do efeito do prazo das operações no seu valor de *spread*, registra-se que os CRI emitidos em 2016 diminuíram seus *spreads* em relação a 2015. O *spread* associado aos CRI indexados ao IPCA e classificados com a nota 'A' reduziu-se em 144 pontos-base entre 2015 e 2016, enquanto que para aqueles também indexados a este índice, mas classificados com a nota 'AA', o recuo foi de 207 pontos-base, e os classificados com a nota 'AAA' apresentaram queda de 179 pontos-base. Os CRI emitidos em 2016 e indexados ao IGP-M apresentaram comportamento misto. Os classificados com a nota 'A' tiveram aumento de *spread* entre 2015 e 2016 da ordem de 36 pontos-base. Quando a nota é equivalente a 'AA' a queda é de 398 pontos-base na comparação entre os dois últimos anos, tal qual registra a **figura 53**.

Spreads Médios por Indexador (% a.a.)

FIG. 53

Fonte: Uqbar



### Emissores

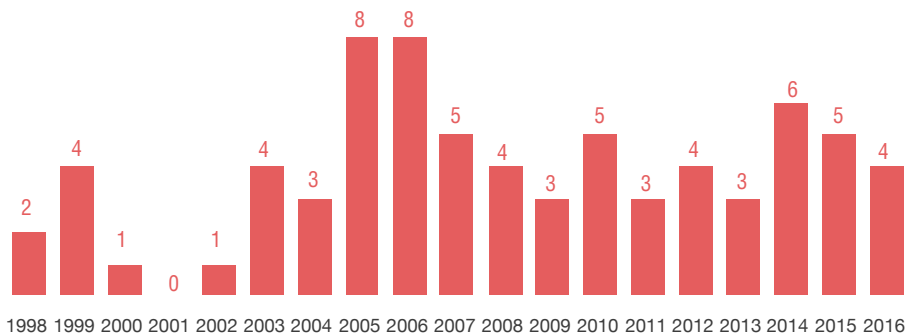
O mercado de emissores de CRI tem sido objeto de interesse por parte de participantes de mercados de securitização. No último ano ocorreram movimentos concretos e distintos no âmbito do universo das Securitizadoras Imobiliárias. Um deles diz respeito a um movimento de consolidação entre emissores. No fim de setembro de 2016 a securitizadora ISEC comprou 100,0% das ações da Novasec, e em meados de dezembro voltou à carga adquirindo o controle integral da securitizadora SCCI, que atuava há pouco mais de dois anos no mercado de securitização imobiliária. Por esse motivo, a partir deste Anuário, o desempenho atribuído à ISEC receberá a adição daqueles referentes à Novasec e à SCCI. Além disto, em novembro de 2016 a RB Capital Companhia de Securitização, uma das instituições que mais emitiu CRI na história deste mercado, teve seu controle adquirido pela ORIX Brasil, uma controlada indireta da ORIX Corporation, companhia de serviços financeiros com sede no Japão. A transação, por sua vez, não acarretou qualquer transferência do controle da RB Capital Securitizadora.

Ao mesmo tempo, novas instituições têm ingressado no mercado de securitização imobiliária a cada ano. Em 2016, quatro Securitizadoras Imobiliárias obtiveram registro de funcionamento concedido pela CVM. Nenhuma das securitizadoras registradas, entretanto, chegou a emitir CRI em 2016. O número de novos registros em 2016 se provou uma unidade inferior àquele referente a 2015. A **figura 54** exibe o número total de Securitizadoras Imobiliárias registradas ano após ano desde 1998.

Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM

FIG. 54

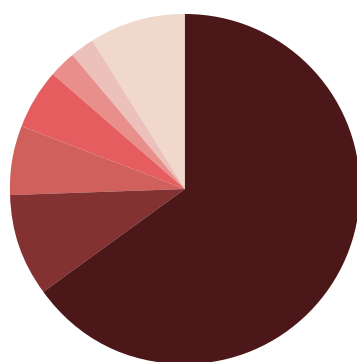
Fonte: Uqbar



O montante de CRI emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias em 2016 alcançou o recorde de R\$17,77 bilhões. Adicionalmente, ao fim de dezembro já se contabilizava um total de 18 securitizadoras atuantes no ano. Este é o segundo melhor desempenho para o número de securitizadoras atuantes, ficando atrás apenas daquele referente a 2014. Ao emitir sozinha R\$11,55 bilhões em CRI ao longo do ano, a Cibrasec consolidou fatia de 65,0% do total emitido no ano, como registra a **figura 55**. A RB Capital emitiu R\$1,70 bilhão em 2016, pouco mais de um sétimo da primeira colocada, enquanto a Ápice auferiu R\$1,13 bilhão no ano, o que corresponde a 9,6% e 6,4%, respectivamente, do total emitido em 2016.

Participação no Montante de Emissões em 2016 por Securitizadora Imobiliária FIG. 55

Fonte: Uqbar



**65,0 %**

Cibrasec

**2,6 %**

Habitasec

**9,6 %**

RB Capital

**2,1 %**

Brazilian Securities

**6,4 %**

Ápice

**8,8 %**

Outros

**5,5 %**

Gaia

No histórico acumulado de operações realizadas de CRI entre 1999 e 2016, a Cibrasec permanece como a securitizadora que mais emitiu, mas sua participação frente ao total em termos acumulados históricos fica bem abaixo da sua parcela referente somente ao ano de 2016. Um total de 45

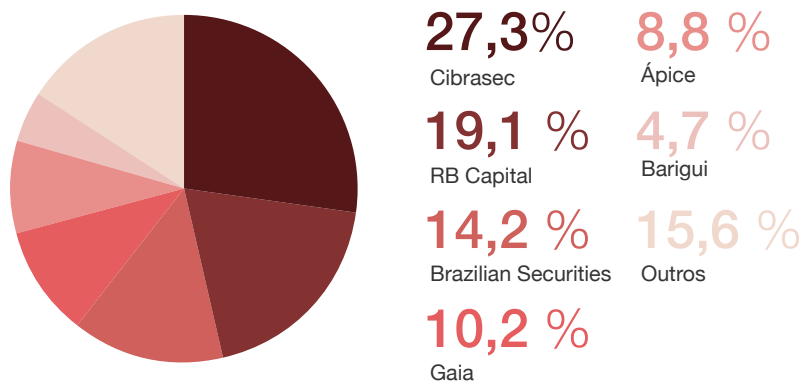
securitizadoras já emitiram CRI, somando R\$108,08 bilhões. Deste total, 27,3% correspondem aos títulos emitidos pela Cibrasec. Na sequência, a RB Capital –junção da RB Capital Companhia de Securitização e RB Capital Securitizadora– líder no acumulado até 2015, é a responsável por 19,1%. Já a Brazilian Securities responde por 14,2% do montante emitido em CRI nos últimos 18 anos.

A **figura 56** mostra a participação das Securitizadoras Imobiliárias por montante emitido de CRI de forma acumulada desde 1999.

Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária

FIG. 56

Fonte: Uqbar

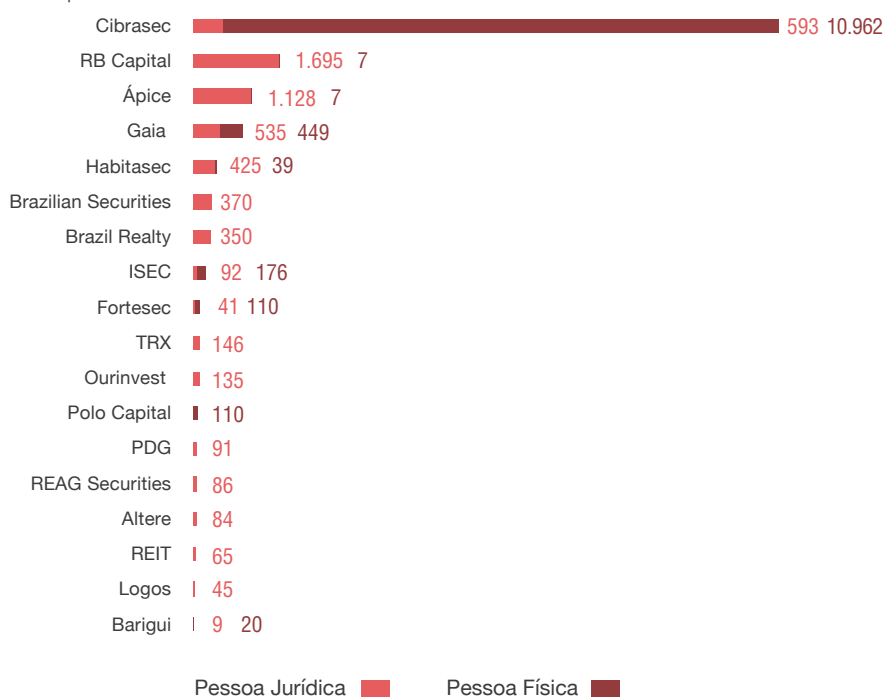


Em relação ao montante total emitido em 2016, o percentual referente a CRI devidos por pessoas físicas (CRI PF) é da ordem de 66,9%, enquanto aqueles devidos por pessoas jurídicas (CRI PJ) auferem 33,1%. O cômputo das emissões ocorridas em 2016 até a metade do ano, e da respectiva composição deste mercado, dava conta de que as emissões de CRI PF e CRI PJ estariam em patamares equivalentes, com ligeira predominância para os CRI PF. Foi no último trimestre de 2016 que esta última categoria recebeu o impulso final, quando das emissões de CRI em largas somas. Como visto anteriormente, a Cibrasec foi, em 2016, a companhia que mais emitiu CRI em termos de montante. Da cifra total conquistada pela securitizadora, 94,9% correspondem a emissões de CRI PF, de onde se depreende que a predominância desse tipo de operação esteve centrada no desempenho da Cibrasec, apenas, como ilustra a **figura 57**. A Gaia é outra securitizadora, entre as cinco que mais emitiram, cuja participação de CRI PF em relação ao total emitido também se destaca. Dos R\$984,7 milhões emitidos pela Gaia em 2016, R\$449,3 milhões corresponderam a CRI com lastro devido por pessoas físicas. Estas duas securitizadoras –Cibrasec e Gaia– emitiram as sete maiores operações de CRI de 2016, cujo lastro é devido por pessoas físicas. Todos têm como lastro contratos de financiamentos imobiliários de

imóveis residenciais urbanos, concedidos pela Caixa Econômica Federal, Itaú Unibanco, Banco do Brasil ou Bradesco. Além disso, o FGTS, como se verá adiante, dedicou quase R\$10,00 bilhões ao mercado de CRI, e foi o único investidor dos títulos de classes sênior e única emitidos nestas operações. Em termos gerais, ISEC, Fortesec e Barigui emitiram, em relação aos respectivos totais, mais CRI PF do que CRI PJ. Cabe menção, também, à securitizadora Polo Capital, uma vez que, dos R\$110,2 milhões emitidos no ano, todos correspondem a CRI PF.

Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Devedor (em R\$ milhões) FIG. 57

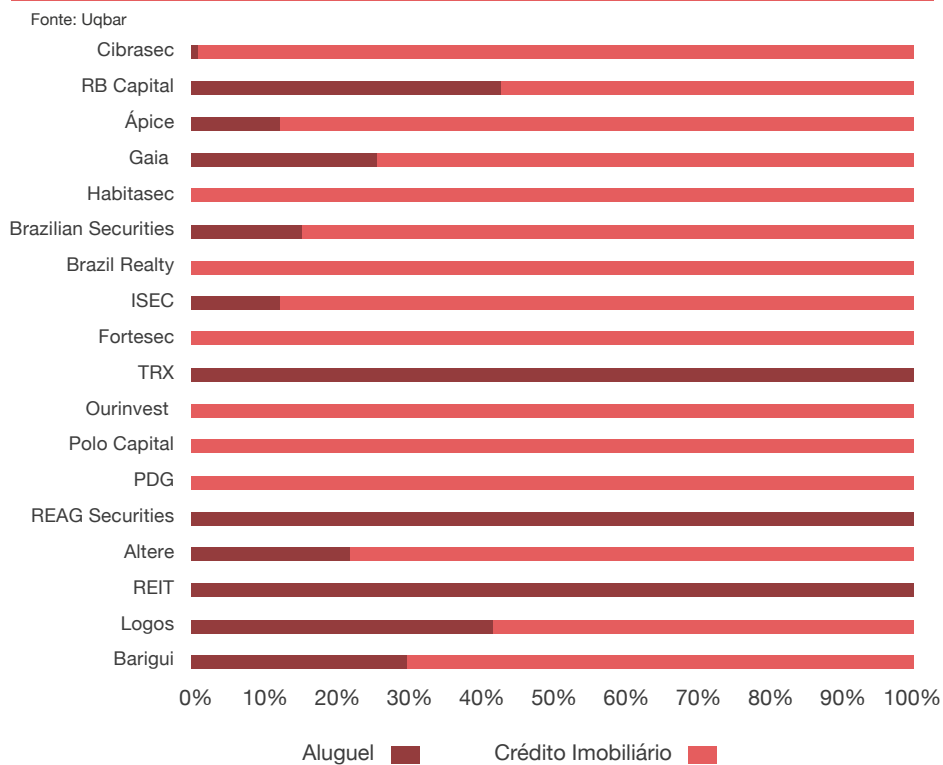
Fonte: Uqbar



Ao segmentar a análise dos CRI emitidos em 2016 pela classe de ativo-lastro, 90,7% do montante emitido se referem a operações classificadas como Crédito Imobiliário e os 9,3% restantes dizem respeito a operações que têm lastro em Aluguel. Uma vez que a maioria dos CRI, em termos de montante emitido, tem lastro devido por PF, torna-se natural, considerando a prática histórica do mercado, que o tipo de ativo objeto de securitização das operações deste tipo de devedor esteja classificado sob a chancela de Crédito Imobiliário, e não Aluguel. A composição dos CRI emitidos por classe de ativo-lastro para cada securitizadora informa que na maioria das companhias predominou a classe Crédito Imobiliário. Em seis dos 15 casos em que isso é verdade, o percentual referente a essa classe atingiu 100,0% dos respectivos totais. Porém, como ilustra a **figura 58**, no caso da TRX, REAG Securities e REIT (em que os CRI de classe Aluguel predominam) o percentual auferido por essa outra classe é da ordem de 100,0%.

Composição do Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Ativo-Lastro (% de Montante)

FIG. 58



Finalmente, ao segregar o montante emitido de CRI entre operações que utilizam como parâmetro de remuneração a Taxa Referencial (TR) e aquelas de perfil mais genuinamente de mercado, registra-se apenas três securitizadoras que emitiram os CRI do primeiro tipo. A Cibrasec é a securitizadora cujo montante emitido mais está associado a operações TR. Aproximadamente 94,8% do montante emitido de CRI por essa securitizadora se trata de CRI cuja remuneração está atrelada à TR. Este percentual se reduz para 36,8% e 6,5% no caso da Gaia e da RB Capital, respectivamente, conforme pode ser observado na **figura 59**.

Composição do Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Operação (% de Montante)

FIG. 59

Fonte: Uqbar



### Cedentes

Ao se analisar a composição do número de cedentes de operações de CRI, mas segmentando o universo destas operações por tipo de devedor, nota-se a continuidade da predominância das empresas de Atividade Imobiliária frente aos intermediários financeiros tanto entre as operações cujos devedores são pessoas jurídicas (CRI PJ), como entre as operações cujos devedores são pessoas físicas (CRI PF). Contudo, nas operações de CRI PJ este domínio se mostra ainda mais significativo.

É natural que empresas que desempenham Atividades Imobiliárias predominem como cedentes de CRI, já que a categoria inclui empreendedoras, loteadoras, incorporadoras, empresas de shopping, além de, entre outras, Fundos de Investimento Imobiliário (FII). Às construtoras é reservada uma categoria especial, na qual estão incluídas quaisquer empresas que atuem neste ramo, exclusivamente ou não. Em relação a instituições cuja atividade principal é a intermediação financeira –entre as quais se encontram os bancos, os fundos de investimento e as companhias hipotecárias–, estas também são candidatos com bom potencial para atuar como cedentes de créditos imobiliários para operações de securitização de CRI.

No caso das operações de CRI PF, o número de cedentes que atuam em Atividades Imobiliárias corresponde a 66,7% do total, que é de 36 diferentes cedentes. Por outro lado, empresas que se dedicam a atividades de Construção

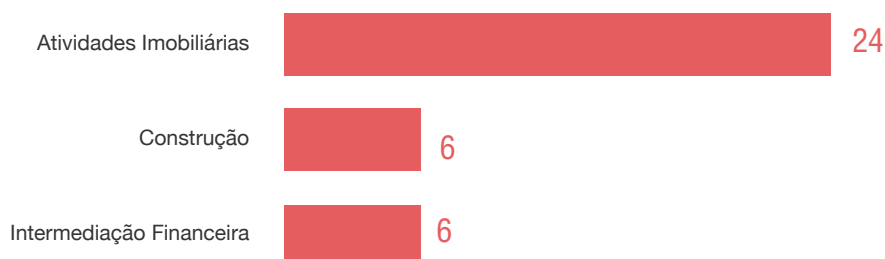
e de Intermediação Financeira conquistaram percentuais iguais, como indica a **figura 60** abaixo. Cada uma das duas respondeu por 16,7% do número total de cedentes de CRI PF. A presença de empresas de construção no âmbito dos CRI PF se dá pela existência de operações de CRI cujo lastro é composto por uma carteira pulverizada de contratos de financiamentos imobiliários de empreendimentos residenciais, por exemplo, que são devidos por pessoas físicas.

Nas operações de CRI PJ emitidas em 2016 atuaram 45 diferentes cedentes, sendo a maioria classificada sob a categoria Atividades Imobiliárias, 80,0%. Em segundo lugar estão as empresas de Intermediação Financeira, compondo 17,8% do total de cedentes de CRI PJ. No caso desta categoria, uma única instituição tem capacidade de atuar como cedente em diversas operações, como são os casos do Banco Votorantim, que participou como cedente em seis operações realizadas no ano, e da Domus Companhia Hipotecária, com cinco operações. A Indústria da Transformação representa 2,2% do número de cedentes.

As **figuras 60 e 61** apresentam as distribuições do número de cedentes de CRI PF e CRI PJ, respectivamente, por tipo de atividade econômica destes, para as operações realizadas durante o ano de 2016.

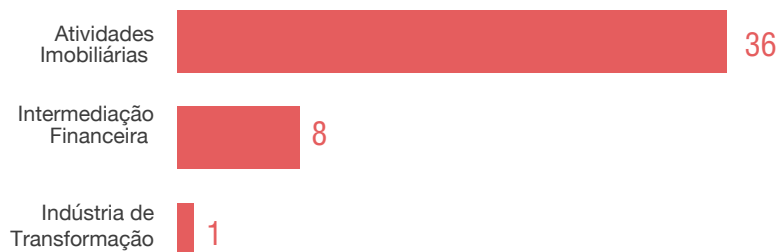
Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2016 FIG. 60

Fonte: Uqbar



Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica – Ano 2016 FIG. 61

Fonte: Uqbar



### Mercado Secundário

Contrariando o cenário predominante nos quatro anos anteriores, as negociações de CRI em 2016 não seguiram uma tendência impulsionada pelo movimento de emissões deste mesmo título. De 2012 a 2015, o montante negociado de CRI sempre havia se mantido em patamar superior àquele auferido no mercado primário deste título. Em 2016, ao contrário, apesar do aumento de quase 70,0% da cifra assinalada no mercado primário, as transações registradas na BM&FBOVESPA e na CETIP tiveram seu montante reduzido em quase um terço.

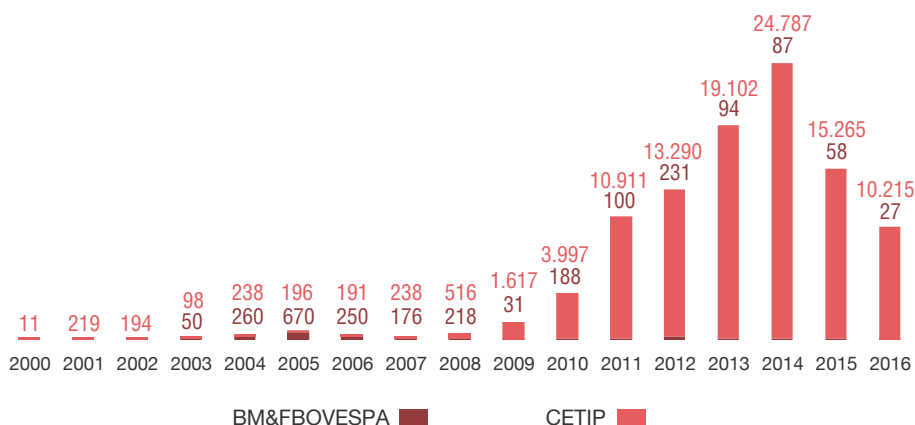
Ao totalizar R\$10,24 bilhões em 2016, o montante anual de negócios com CRI, composto pela soma dos negócios registrados na BM&FBOVESPA e na CETIP recuou precisamente 33,2% quando comparado ao ano de 2015, quando foram registrados R\$15,32 bilhões em negócios. Assim, o volume de negócios em 2016 se situa em patamar próximo ao de 2011, o primeiro ano em que este indicador ultrapassou a marca dos R\$10,00 bilhões, como ilustra a **figura 62**, que exhibe a evolução histórica anual do montante consolidado de CRI negociado, decomposto entre os volumes de negócios que foram registrados na CETIP e aqueles realizados na BM&FBOVESPA.

A CETIP é a principal câmara em que os CRI são negociados. Em 2016, apenas 0,3% do montante negociado de CRI tomou lugar na BM&FBOVESPA. Na CETIP, portanto, o montante negociado total marca R\$10,21 bilhões, queda de 33,1% em relação ao valor correspondente apresentado em 2015, R\$15,27 bilhões. Já em relação aos negócios de CRI realizados na BM&FBOVESPA, um mercado que encolhe a cada ano, houve queda de 53,2% no montante negociado, para R\$27,1 milhões em 2016, tendo partido de R\$57,8 milhões em 2015.

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

FIG. 62

Fonte: Uqbar



É importante, todavia, que se qualifique o caráter “secundário” das negociações envolvendo CRI na CETIP. 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.

De forma geral, subentende-se que as negociações registradas de CRI ocorridas com intervalo de tempo entre a emissão do título e sua negociação inferior a 180 dias constituem transações mais relacionadas ao mercado primário. Por outro lado, supõe-se que a maioria das negociações ocorridas com intervalo de tempo, desde a emissão, de mais de 180 dias esteja genuinamente associada ao mercado secundário. Vale lembrar que existem exceções em ambos os casos.

Isto posto, o montante negociado na faixa de prazo superior a 180 dias também apresentou queda em 2016, em termos absolutos, em relação ao ano anterior. O montante negociado de CRI ocorrido 180 dias após a emissão decaiu 9,6% na comparação entre os dois anos, para R\$8,28 bilhões, tendo partido de R\$9,16 bilhões registrados em 2015. Em termos relativos, a parcela do montante negociado nesta faixa de prazo atingiu 81,0% em 2016, contra 60,0% em 2015. A **tabela 4** traz a composição do montante negociado e do número de negócios de CRI por faixa de prazo nos anos de 2016 e 2015.

Em termos de número de negócios na faixa de prazo superior a 180 dias, na comparação entre 2016 e 2015, houve decréscimo em termos absolutos e relativos. Em 2016 ocorreram 4.260 negócios com CRI na CETIP na referida faixa de prazo, e 5.229 negócios no ano anterior, recorde histórico para este indicador, desenhando queda de 18,5%. Já o número de negócios na faixa superior a 180 dias representou apenas 43,5% dos 9.796 negócios registrados em 2016, contra 84,2% dos 6.207 contabilizados em 2015.

Negociações de CRI na CETIP por Faixa de Prazo Após a Emissão – 2015 e 2016								
Intervalo de tempo	2016				2015			
	Montante (R\$ Milhões)	% Montante	# Negociações	% Negociações	Montante (R\$ Milhões)	% Montante	# Negociações	% Negociações
Até 30 dias	154	1,5	1.019	10,4	4.632	30,3	271	4,4
De 31 a 90 dias	155	1,5	1.254	12,8	842	5,5	175	2,8
De 91 a 180 dias	1.631	16,0	3.263	33,3	636	4,2	532	8,6
Mais de 180 dias	8.275	81,0	4.260	43,5	9.156	60,0	5.229	84,2
<b>Total</b>	<b>10.215</b>	<b>100,0</b>	<b>9.796</b>	<b>100,0</b>	<b>15.265</b>	<b>100,0</b>	<b>6.207</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Uqbar

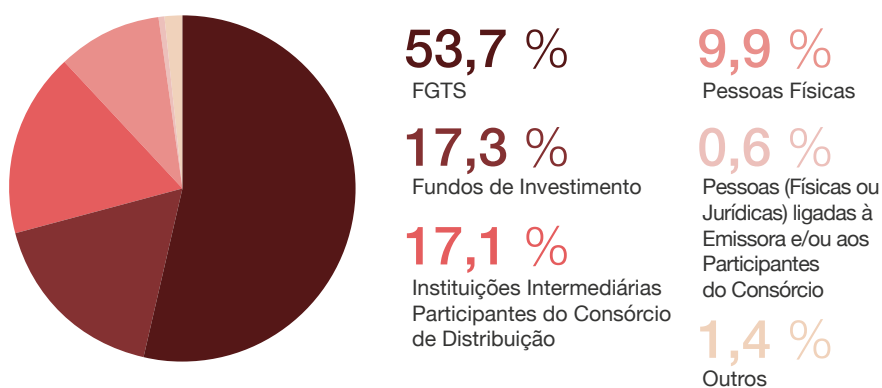
## Investidores

A composição por classe de investidor do montante adquirido de CRI nas emissões realizadas em 2016 é ilustrada pela **figura 63**. A distribuição teve como base uma amostra correspondente a 93,0% dos R\$17,77 bilhões emitidos no ano, fatia para qual a Uqbar obteve acesso aos dados para o mapeamento dos investidores.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2016 por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 63

Fonte: Uqbar



Depois de ter assumido um papel secundário entre as principais classes de investidores adquirentes de CRI em 2014 e 2015, o FGTS volta à posição de destaque em 2016. Esta classe de investidor comprou a maior fatia dos CRI emitidos em 2016 e considerados na amostra: 53,7%.

A predominância do FGTS como investidor de CRI torna-se natural ao se ter em conta que o Conselho Curador do fundo, por intermédio da Resolução nº 798, editada em fevereiro de 2016, ao suplementar o orçamento operacional do FGTS para o exercício de 2016, destinou R\$10,00 bilhões para aquisição de CRI. Segundo registram as informações sobre o perfil dos investidores de CRI disponibilizadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o FGTS adquiriu o equivalente a R\$8,88 bilhões em CRI no ano de 2016.

A segunda classe de investidor que mais investiu no mercado primário de CRI é aquela dos Fundos de Investimento, que inclui os fundos atualmente regulados pela Instrução CVM nº 555, mas também os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), por exemplo. Esta categoria de investidor adquiriu 17,3% dos CRI considerados na amostra. É razoável supor que a categoria Fundos de Investimento é composta, em parcela não desprezível, pelos FII, sejam estes dedicados exclusivamente ao investimento em títulos de renda fixa, como os CRI, ou mesmo FII de imóveis que complementam suas carteiras com títulos de securitização imobiliária.

Já as instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição respondem pela terceira maior fatia do investimento total em CRI emitidos em 2016, representando 17,1% da amostra. Em sua maioria, os CRI adquiridos por este tipo de investidor marcam operações que não podem ser caracterizadas como genuinamente de mercado, pois na maior parte das vezes o investidor dos títulos emitidos é também o cedente dos créditos imobiliários que compõe o lastro dessas operações.

A categoria Pessoas Físicas foi responsável por adquirir 9,9% do montante considerado. Além do investimento direto em CRI, as pessoas físicas também realizam investimentos indiretos nestes títulos, principalmente através de aquisição de cotas de FII, citados anteriormente, quando ainda contam com a capacitação de um gestor profissional para seleção destes títulos estruturados.

Finalmente, Pessoas (físicas ou jurídicas) ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio registram aquisição de parcela marginal dos CRI emitidos em 2016, apenas 0,6%. Sob a categoria Outros estão reunidos Pessoas Jurídicas, Instituições Financeiras, Investidores Estrangeiros e Entidades de Previdência Privada. Esta combinação de classes somou participação equivalente a apenas 1,4% do montante de CRI referente à amostra de 2016.

### COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

Veículo de securitização utilizado no financiamento de diversos setores da economia, o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) pode direcionar parte de seu patrimônio na aquisição de diversos tipos de recebíveis, inclusive créditos de origem imobiliária. Ainda que o protagonismo da securitização imobiliária, inclusive em termos regulatórios, seja conferido ao CRI (por exemplo, os investidores deste título desfrutam de isenção de imposto de renda), os FIDC, partindo de pequena base, têm se mostrado capazes de crescimento na sua atuação no financiamento imobiliário, como os números exibidos mais adiante mostrarão.

### Termos e Condições

Descrição	Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.
Emissor	Cada FIDC é uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante de seu Patrimônio Líquido (acima de 50,0%) para a aplicação em direitos creditórios. Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado e ter prazo de duração determinado ou indeterminado.

Adicionalmente, os FIDC podem ser padronizados ou não-padronizados, de acordo com os ativos que forem objeto de investimento.

Ativos	<p>FIDC "Padronizados" – Direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos representativos de crédito.</p> <p>FIDC Não-padronizados – Os ativos permitidos a FIDC "Padronizados" (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua aquisição pelo fundo, (ii) que sejam decorrentes de receitas do poder público (inclusive autarquias e fundações), (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam objeto de litígio ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia, (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão ao fundo seja considerada um fator preponderante de risco, (v) que sejam originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, (vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, além de (vii) quaisquer outros créditos não enquadráveis naqueles permitidos aos FIDC "Padronizados".</p>
Garantia	<p>Os direitos creditórios integrantes das carteiras de investimento dos FIDC poderão ter garantias reais ou fidejussórias.</p>
Regime Fiduciário	<p>Não aplicável.</p>
Forma e Registro	<p>Escritural, mantida em conta de depósito em nome dos respectivos titulares, na própria instituição administradora do FIDC ou em instituições financeiras devidamente autorizadas pela CVM a prestar serviços de escrituração de cotas de fundos de investimento que venham a ser contratadas pela instituição administradora do FIDC. As cotas de fundo fechado poderão ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.</p>
Classe	<p>São admitidas cotas de classe sênior, que possuem preferência para efeitos de amortização e resgate, e cotas de classe subordinada, que se subordinam às cotas sênior para efeito de amortização e resgate.</p>
Pagamentos	<p>Fundo aberto – As cotas podem ser resgatadas a qualquer momento, de acordo com os termos e condições especificados no regulamento do fundo.</p> <p>Fundo fechado – As cotas só podem ser resgatadas em situações específicas, tais como: (i) no término do prazo de duração de cada série, classe das cotas ou do fundo, conforme estabelecido em seu regulamento; ou (ii) em virtude da liquidação antecipada do fundo. Além disso, são amortizadas: (a) em datas preestabelecidas no regulamento do fundo; ou (b) em virtude de decisão da assembleia geral de cotistas.</p>

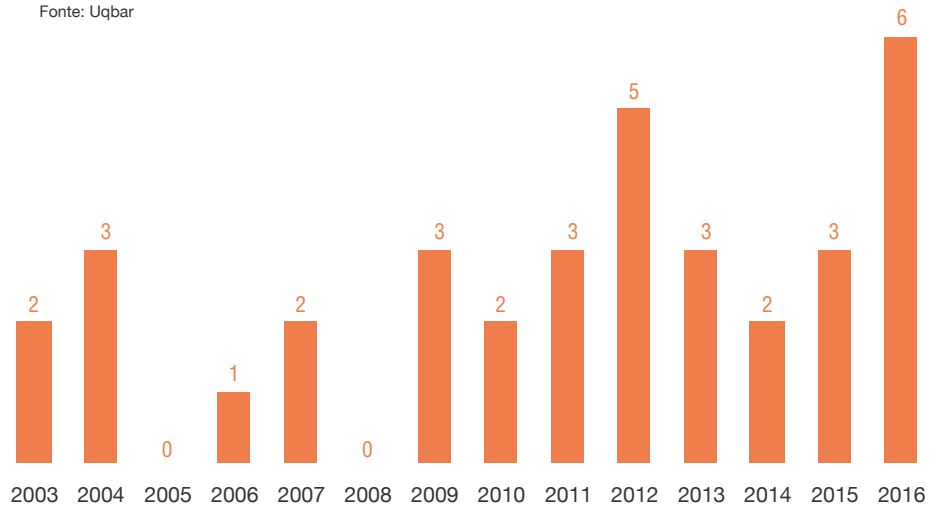
<u>Rentabilidade Estimada</u>	As cotas sênior podem ter um parâmetro de rentabilidade estimado, que não representa nem pode ser considerado como uma promessa, garantia ou sugestão de que a cota atingirá tal rentabilidade. Representa o limite máximo de remuneração possível para os investidores destas cotas.
<u>Distribuição</u>	<p>Por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários autorizadas a exercer esta atividade pelo Banco Central do Brasil. No caso de fundo fechado, ofertas públicas dependem de prévio registro na CVM, exceto se cumprirem com os requisitos previstos nas normas da CVM para dispensa de registro.</p> <p>Somente os Investidores Qualificados podem subscrever ou adquirir cotas de FIDC, conforme instrução específica da CVM que define o termo.</p> <p>No caso dos FIDC Não-Padronizados, a aquisição de cotas só é permitida aos investidores profissionais, exceto se o fundo tiver como objetivo preponderante a aplicação em direitos creditórios originados de empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, e se a integralização for feita em direitos creditórios.</p>
<u>Transferência</u>	<p>Fundo aberto – as cotas não podem ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, excussão de garantia ou sucessão universal.</p> <p>Fundo fechado – as cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, e registrado em cartório de títulos e documentos, ou através de bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado onde as cotas do fundo sejam admitidas à negociação.</p>
<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP ou BM&FBOVESPA.
<u>Ambiente de Negociação</u>	CetipNet, Somafix e BovespaFix.

Em 2016 seis novos FIDC dedicados a alocar preponderantemente recursos em créditos imobiliários foram registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Como mostra a **figura 64**, este é o maior número anual de registros desde 2003, superando a marca de cinco FIDC Imobiliários registrados em 2012. Um dos fundos registrados é o SPDA Habitação NP, um dos poucos componentes da interseção entre fundos Não Padronizados (NP) e imobiliários. A razão para esse fundo ser NP é a possibilidade de aquisição de direitos creditórios imobiliários já vencidos.

Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM

FIG. 64

Fonte: Uqbar

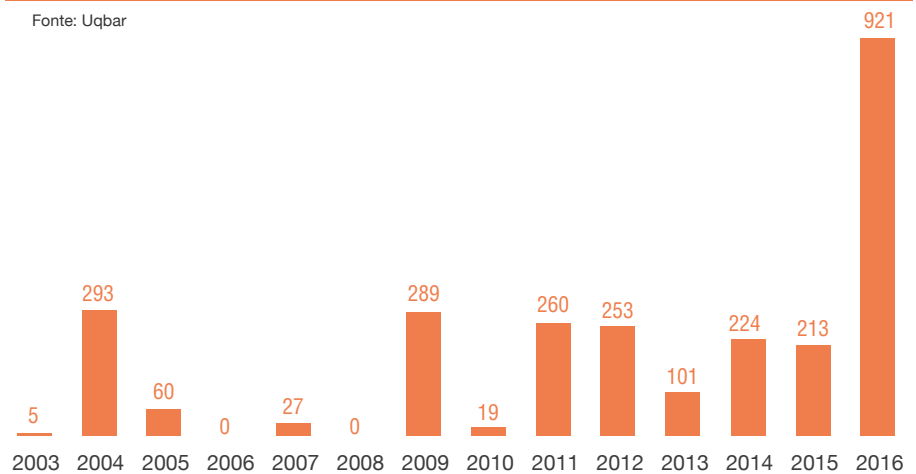


O montante total emitido em cotas de FIDC Imobiliários ao longo de 2016 alcançou R\$920,7 milhões, decorrente de 16 fundos que realizaram emissões no decorrer do ano. De modo comparativo, o montante emitido representa uma elevação de formidáveis 332,9% em relação ao total de emissões realizadas em 2015 (R\$212,7 milhões, referentes a dez fundos). O volume de emissões em 2016 expressa o maior montante anual alcançado, em termos históricos, deste segmento de fundos. Apesar da contribuição significativa da emissão de cotas de um único fundo, o FIDC XPCE III, da ordem de R\$211,6 milhões, a cifra restante emitida ainda seria a mais alta desde 2003, como se deduz pela **figura 65**.

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

FIG. 65

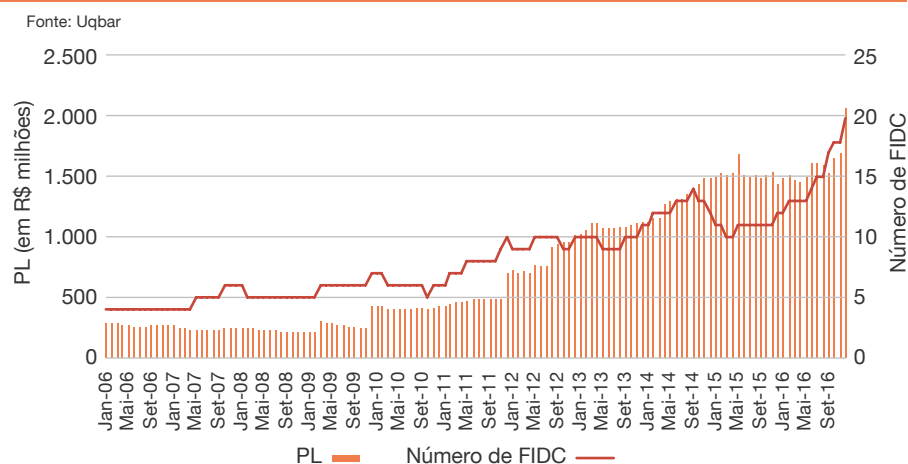
Fonte: Uqbar



O Patrimônio Líquido (PL) e o número consolidado dos FIDC Imobiliários também encerraram 2016 em seu maior patamar histórico superando, pela primeira vez, a barreira dos R\$2,00 bilhões e das duas dezenas, respectivamente. Ao final do último mês de dezembro os FIDC Imobiliários em operação somavam PL de R\$2,08 bilhões, referente a 20 fundos em operação. Tais números denotam altas de 43,1%, quando comparado ao PL auferido em dezembro de 2015 (R\$1,45 bilhão), e de 66,7%, quando comparado ao número de fundos em operação ao final de 2015 (12 fundos). O movimento recente de ambos os indicadores, ilustrado pela **figura 66**, coloca 2016 como o ano de maior expansão do segmento de FIDC Imobiliários. Isso resulta da combinação de dois fatores vistos nos parágrafos anteriores. O consistente número de FIDC desse tipo registrados na CVM desde 2008, que abasteceu o mercado com um número de novos fundos potencialmente grande, o significativo volume de emissões em 2016, e a ausência de movimento forte de amortizações ou resgates, resultam na expansão natural do PL consolidado.

Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários

FIG. 66



### CÉDULAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (CCI)

No âmbito da securitização, as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) desempenham um papel de caráter acessório. A CCI é o título preferido quando se trata de representar os créditos imobiliários que lastreiam as operações de CRI. Tal fenômeno se fundamenta no considerável avanço de eficiência operacional nas operações de CRI representado pelo advento da CCI, por meio da simplificação e dinamização do processo de cessão de créditos.

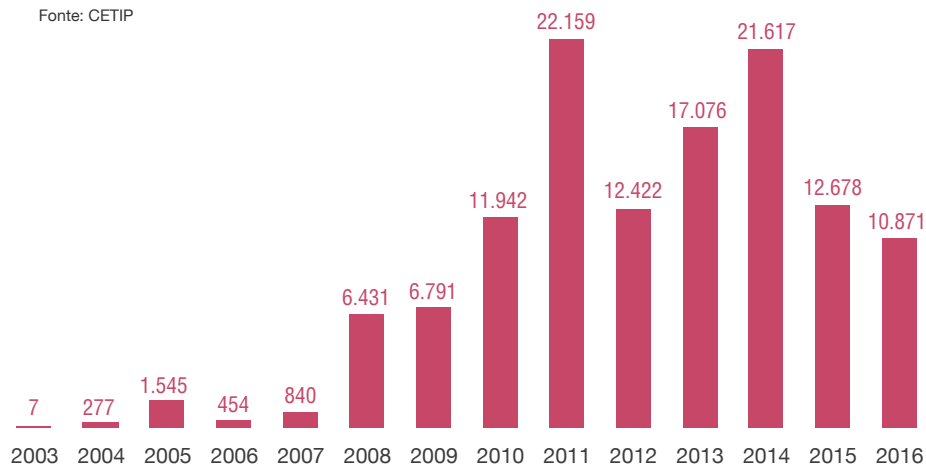
O ano de 2016 encerrou registrando um montante de CCI depositadas na CETIP da ordem de R\$10,87 bilhões, o menor desde 2010. A cifra se coloca 14,3% abaixo do volume de depósitos em 2015, de R\$12,68

bilhões, que, por sua vez, já havia registrado queda de 41,4% em relação aos R\$21,62 bilhões de 2013, conforme apresenta a **figura 67**.

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

FIG. 67

Fonte: CETIP

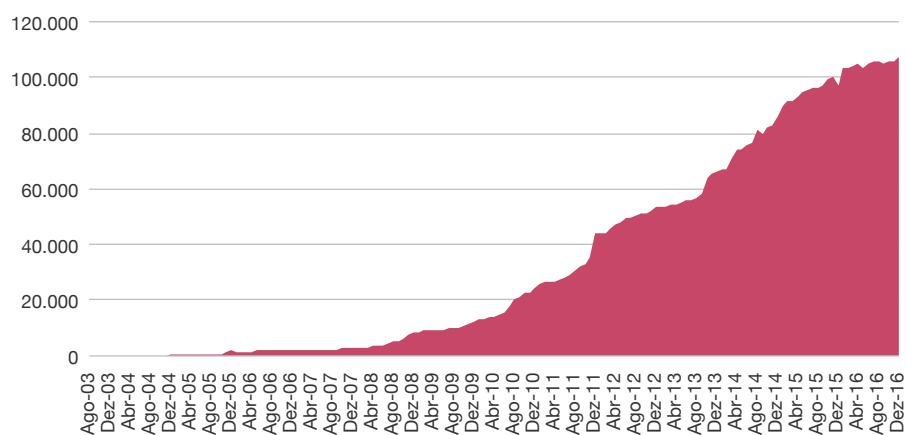


Como as CCI são comumente utilizadas como lastro de CRI, é natural que as primeiras também exibam um perfil de prazo mais longo, tal qual é natural aos CRI. Assim, dado o ritmo de depósitos de CCI na CETIP, que, embora em queda, ainda se situa em patamar muito superior ao de dez anos atrás, por exemplo, é natural que se verifique aumento de estoque das CCI. O montante em estoque de CCI registrado na CETIP atingiu R\$107,13 bilhões em dezembro de 2016, assinalando aumento de 10,0% em relação ao mesmo mês de 2015, em que se registrou R\$97,40 bilhões, como ilustra a **figura 68**. Como se deduz, a diferença de saldo entre dezembro de 2016 e 2015, de 9,73 bilhões, é bastante aproximada ao montante de CCI depositadas na CETIP durante o ano de 2016, apontado no parágrafo anterior.

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

FIG. 68

Fonte: CETIP

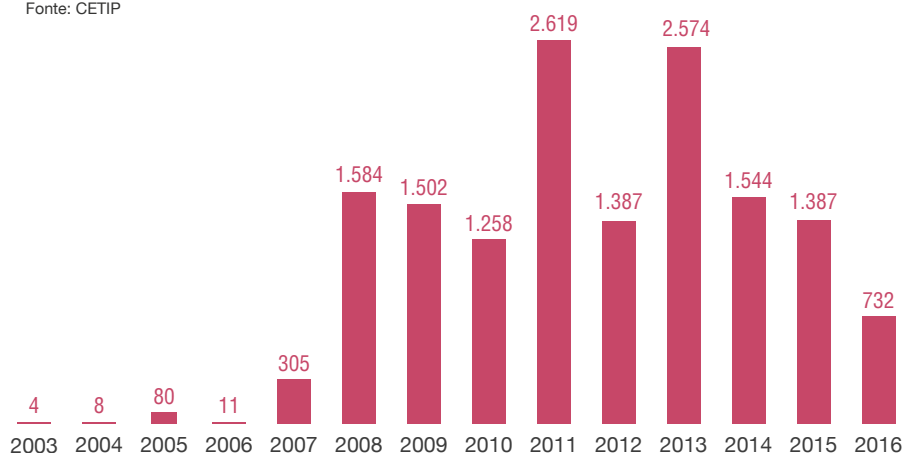


O desempenho histórico, desde 2003, dos negócios de CCI com registro na CETIP, exibido pela **figura 69**, não chegou a registrar cifras anuais exuberantes. Porém, desde 2008 os valores anuais se situavam em patamar consistentemente acima de R\$1,00 bilhão. Em 2016 este cenário sofreu reversão, e o volume anual de negociações com CCI atingiu R\$731,7 milhões, recuo de 47,3% na comparação com a quantia movimentada em 2015, de R\$1,39 bilhão.

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

FIG. 69

Fonte: CETIP



## Termos e Condições

**Descrição** Título representativo de créditos imobiliários. A Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele, não podendo a soma das cédulas fracionárias emitidas em relação a cada crédito exceder o valor total do crédito que elas representam. Cédulas fracionárias poderão ser emitidas de uma só vez, ou ao longo do tempo, desde que o sejam antes do vencimento da obrigação que elas representam.

A CCI é um título executivo extrajudicial exigível pelo valor apurado de acordo com as cláusulas e as condições pactuadas no contrato que lhe deu origem.

**Emissor** Credor do crédito imobiliário. A emissão e a negociação de CCI independem de autorização do devedor do crédito imobiliário que ela representa.

**Lastro** Créditos Imobiliários.

**Garantia** Poderá contar com garantia real ou fidejussória. Sendo o crédito imobiliário garantido por garantia real imobiliária, a emissão da cédula deverá ser averbada em registro de imóveis, mencionando-se apenas o número, a série e a instituição custodiante da CCI.

<u>Forma e Registro</u>	Escritural ou cartular. A emissão da cédula sob a forma escritural é feita mediante escritura pública ou instrumento particular, devendo esse instrumento permanecer custodiado em instituição financeira (instituição custodiante) e registrado em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Pagamento</u>	Pagamentos de principal e juros são feitos em parcelas periódicas ou única no vencimento, conforme condições estabelecidas no instrumento que lhe deu origem.
<u>Negociação</u>	Diretamente entre as partes interessadas.
<u>Transferência</u>	<p>Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.</p> <p>A cessão do crédito representado por CCI implica automática transmissão das respectivas garantias ao cessionário, sub-rogando-o em todos os direitos representados pela cédula, ficando o cessionário, no caso de contrato de alienação fiduciária, investido na propriedade fiduciária.</p> <p>A cessão de crédito garantido por direito real, quando representado por CCI emitida sob a forma escritural, está dispensada de averbação no registro de imóveis.</p>
<u>Sistema de Registro e Negociação</u>	CETIP e BM&FBOVESPA.
<u>Liquidação Financeira</u>	Por meio do Sistema de Registro ou Negociação, ou conforme as condições estabelecidas no instrumento que formaliza a negociação das CCI.

# 4 *RANKINGS* DE 2016

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

- tendo como base montante, em R\$, e número de operações ou de títulos;
- para o ano de 2016 e de forma consolidada;
- mostrando as alterações nas posições comparativamente ao *ranking* do ano anterior.



rankings  
uqbar

Imparcialidade e independência. A referência  
nos mercados nacional e internacional

A UQBAR LISTA E CLASSIFICA AS OPERAÇÕES E OS PARTICIPANTES DOS MERCADOS  
DE **FII**, **FIDC**, **CRI** e **CRA**, FORMANDO OS TRADICIONAIS RANKINGS UQBAR.

OS RANKINGS SAEM ANUALMENTE NOS ANUÁRIOS UQBAR, MAS VOCÊ NÃO  
PRECISA ESPERAR O ANO TODO PARA CONSULTÁ-LOS.

ACOMPANHE DIARIAMENTE PELO PORTAL **TLO**N EM **WWW.TLON.COM.BR**

COTAS | FUNDOS | CERTIFICADOS | SECURITIZADORAS | CAPITALIZAÇÃO | RENTABILIDADE | NEGOCIAÇÃO  
ADMINISTRADOR | ADVOGADO | AGÊNCIA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO | AGENTE FIDUCIÁRIO  
AUDITOR | ESTRUTURADOR | CUSTODIANTE | GESTOR | LÍDER | SERVICER



## INTRODUÇÃO

Os *Rankings* Uqbar são reconhecidos por apresentarem uma fotografia analítica das profundas transformações pelas quais passam segmentos importantes do mercado de capitais brasileiro. Produzidos desde 2004, os *Rankings* Uqbar cobrem as emissões (e os emissores) de títulos de crédito e de cotas de fundos de investimento realizadas nos mercados primários, os negócios registrados com estes instrumentos no mercado secundário e os diversos segmentos de prestadores de serviços para os mercados acompanhados pela Uqbar. Neste capítulo é apresentada a edição 2016 dos *Rankings* Uqbar dedicados a mercados de capitais associados ao setor imobiliário.

Os *Rankings* Uqbar apresentados neste Anuário abrangem os mercados dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), principal título de crédito associado ao mercado de securitização imobiliária, e de três tipos de fundos de investimento: um específico do setor –os Fundos de Investimento Imobiliário (FII)– e dois não específicos, mas que podem concentrar suas políticas de investimento na aquisição de créditos imobiliários e participações em empresas do setor imobiliário: os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP), respectivamente.

Abaixo é apresentada uma análise dos *rankings*, resumindo as principais emissões e movimentações de posicionamento entre os participantes dos mercados em 2016. Os critérios utilizados são apresentados após cada *Ranking* Uqbar ou conjunto deles.

A data de corte utilizada para a produção destes rankings foi 14 de fevereiro de 2017. Para acompanhar regularmente alguns destes *Rankings* Uqbar, assim como um conjunto de estatísticas decorrentes destes, visite [www.tlon.com.br](http://www.tlon.com.br).

## MERCADO PRIMÁRIO

### CRI

O ano de 2016 marcou o recorde histórico de montante de emissões em base anual de CRI. Foram R\$17,77 bilhões em títulos emitidos, correspondentes a 137 séries. Entretanto, 64,3% deste montante se referem a CRI indexados à TR.

De fato, os nove maiores CRI emitidos em 2016 têm remuneração atrelada à TR. Esses títulos –de classes sênior, subordinada e única– pertencem a sete operações distintas. Além da indexação dos títulos, essas operações possuem mais características comuns: todas têm como lastro

contratos de financiamento imobiliário de imóveis residenciais urbanos, e o FGTS foi o único investidor dos títulos de classe sênior e única emitidos nestas operações. Uma dessas operações foi realizada pela Gaia e as demais pela Cibrasec. Os financiamentos que compõem os lastros das operações foram concedidos pela Caixa Econômica Federal, Itaú Unibanco, Banco do Brasil ou Bradesco, contratados com recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

O maior título emitido no último ano foi a 276ª série da 2ª emissão da Cibrasec, no valor de R\$4,05 bilhões. Trata-se de um título de classe sênior que tem prazo de 179 meses e paga juros de 7,72% ao ano. Ademais, a referida série conquista o selo de maior CRI emitido da história, tendo superado a 17ª série da 1ª emissão da Ápice que foi emitida em 2013 no valor de R\$3,29 bilhões.

Outra ótica do *ranking* de emissões de CRI de 2016 leva em conta as maiores emissões do ano referentes ao conjunto Operações de Mercado, ou seja, na prática estas são as emissões de CRI de indexador do saldo devedor diferente da TR, conforme definidas no texto introdutório da seção CRI no capítulo Mercado de Capitais.

Em relação ao conjunto Operações de Mercado, o CRI que se coloca no topo da escala é a 272ª série da 2ª emissão da Cibrasec, um título de classe única que tem prazo de 72 meses, classificação de risco AAA e paga juros equivalentes a 95,0% da Taxa DI. Por meio de uma oferta pública realizada de acordo com a Instrução CVM nº 400 foram captados nesta emissão R\$300,0 milhões junto a 880 investidores, em sua maioria pessoas físicas. A operação é lastreada por uma Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) que representa debêntures emitidas pela Multiplan Empreendimentos Imobiliários. Os recursos foram captados para serem utilizados na aquisição, construção, expansão, revitalização e/ou desenvolvimento de Shopping Centers.

### **Cotas de FII**

Em um ano marcado por discreto crescimento do mercado primário de cotas de FII, o *ranking* de 2016 das maiores emissões repete característica já observada em anos anteriores: poucas emissões de fundos listados entre as maiores. Dentre as dez maiores emissões de cotas, apenas duas são de fundos cujas cotas são listadas para negociação em bolsa de valores, sendo que em termos de montante emitido, o volume consolidado referente a estes dois fundos –FII Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11) e FII Kinea Índice de Preços (KNIP11)– somou R\$1,50 bilhão, ou 29,7% do consolidado das dez maiores emissões do ano. O KNCR11, que realizou a 4ª e a 5ª emissões de cotas em 2016, captando R\$1,10 bilhão no total, obteve a segunda colocação do *ranking*. Já o KNIP11 entrou em operação em setembro de

2016, captando R\$400,0 milhões e posicionando-se em quarto no *ranking*. Ambos os fundos possuem suas carteiras compostas majoritariamente por CRI e Letras de Crédito Imobiliário (LCI).

A maior emissão foi a do FII 2509, antigo FII PMV, que teve integralização de cotas no valor de R\$1,35 bilhão em 2016. O fundo possui um único cotista e, segundo ata de assembleia geral de cotistas, com a integralização de cotas foi atribuído valor equivalente às “benfeitorias” no imóvel do fundo.

## MERCADO SECUNDÁRIO

### CRI

No último ano o mercado secundário de CRI movimentou R\$8,30 bilhões, distribuídos em 4.358 negócios<sup>1</sup>. Apesar dos números elevados, o montante negociado e o número de transações referentes a 2016 representam, respectivamente, quedas de 9,9% e de 18,1% na comparação com o ano anterior. Em 2015 haviam sido negociados R\$9,21 bilhões distribuídos em 5.319 transações, recorde histórico para ambos os indicadores.

A 57ª série da 4ª emissão da Gaia foi o título que apresentou o maior montante negociado e o segundo maior número de negociações individuais em 2016. Com 663 negócios, esta série somou um montante negociado de R\$1,97 bilhão. Os CRI desta emissão pagam juros de 100,0% da Taxa DI e são lastreados por crédito imobiliário, representado por CCI, que tem a BRPEC Agropecuária como devedora, e o FII BTG Pactual Renda III como cedente.

Em termos de número de negócios, o CRI mais negociado foi a 108ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização, com 694 negócios, que, juntos, perfizeram o montante de R\$85,7 milhões. Este título paga juros de 100,0% da Taxa DI acrescido de *spread* de 0,15% ao ano. O lastro da operação consiste em créditos imobiliários oriundos de contrato de venda e compra do imóvel onde se encontra o Shopping Center Iguatemi Galleria, localizado na cidade de Campinas (SP).

Entre os títulos emitidos em 2016, apenas dois figuram entre os dez mais negociados. A 136ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização é o sexto CRI mais negociado em termos de montante, com R\$233,5 milhões negociados no ano, e a 141ª série da 1ª emissão da mesma securitizadora é o quarto CRI mais negociado em termos de número de negócios, com 132 negócios realizados no ano.

<sup>1</sup> Dados referentes a negócios realizados após 180 dias desde a data de emissão do respectivo título.

### Cotas de FII

Pelo segundo ano consecutivo, o mercado secundário de cotas de FII negociadas no âmbito da BM&FBOVESPA superou a marca de 1.000.000 de negócios anuais. O novo recorde atingido em 2016 é de 1.309.976 transações realizadas. Já o montante negociado somou R\$5,61 bilhões, tendo crescido 5,1% na comparação com a cifra de 2015. Em termos individuais, a dupla BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) e BB Progressivo II (BBPO11) se firmou, por mais um ano, como a de fundos mais líquidos do mercado. A terceira colocação se reveza entre Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11), pelo critério do montante negociado, e Kinea Renda Imobiliária (KNRI11), sob a ótica do número de negócios. Os três fundos que apresentaram os maiores montantes anuais de negociação representaram 35,9% do total, e aqueles de maior número de negócios, por sua vez, representaram 41,5% do total, o que ilustra o quão concentrado ainda se encontra este mercado de mais de uma centena de fundos negociáveis.

Parte importante dos *rankings* de mercado secundário de cotas de FII se refere à rentabilidade dos fundos durante o ano. Esta é medida de três formas diferentes:

- (i) Variação de Preço, que considera apenas a variação de preço nas negociações realizadas no mercado secundário com cada cota de FII, desconsiderando as distribuições de rendimentos;
- (ii) *Dividend Yield* (DY), que é a divisão entre o total de rendimentos distribuídos pela cota do fundo e o preço da mesma no mercado secundário. Este indicador de rendimento conta ainda com duas variações, o *Dividend Yield* Realizado, que leva em conta o preço da cota no início do período considerado, e o *Dividend Yield* Esperado, que leva em conta o preço da cota no final do período considerado; e
- (iii) Rentabilidade Efetiva, que utiliza o conceito de Taxa Interna de Retorno (TIR) aplicado aos fluxos de distribuição e de amortização e a variação de preço da cota no mercado secundário no período considerado.

Dos fundos que registraram as dez maiores variações positivas de preço de suas cotas em 2016, verifica-se que nove deles se concentram em investimentos em imóveis. Algo parecido também fora observado ao fim do ano de 2015, quando oito fundos focados em investimentos em imóveis se faziam presentes entre o grupo dos dez FII com maior variação positiva de preço de cota no ano. A cota que mais se valorizou é a do fundo Max Retail (MAXR11B), com 47,4% de elevação em 2016. O MAXR11B investe em imóveis destinados à exploração comercial varejista, tais como lojas de departamentos e supermercados. Comparando o estado dos *rankings* ao final

dos anos de 2016 e 2015, percebe-se que somente três fundos conseguiram se manter entre os dez com maior aumento de preço de cotas, refletindo, assim, um movimento de recuperação de preços de cotas mais longo. Tais fundos são o Floripa Shopping (FLRP11B), o Parque Dom Pedro Shopping Center (PQDP11) e o CEO Cyrela Commercial Properties (CEOC11B). O primeiro e o segundo investem em Shoppings Centers homônimos. Já no terceiro caso, pode-se destacar a trajetória de recuperação iniciada em 2015 com a locação do único imóvel que compõe a carteira do fundo, após mais de dois anos de vacância.

Quando adicionamos a essa análise o fluxo de caixa decorrente de amortizações e distribuições de rendimento, o MAXR11B segue na liderança, agora com uma Rentabilidade Efetiva anual de 63,6%. Se juntam ao MAXR11B, para completar o Top 5, o CSHG Brasil Shopping (HGBS11), o PQDP11, o FLRP11B e o Caixa Rio Bravo Fundo de Fundos (CXRI11). O HGBS11 investe em uma combinação de Shoppings Centers, inclusive através de cotas do PQDP11. Já o CXRI11 encerrou dezembro de 2016 com mais de 75,0% de seu PL investido em cotas de FII e o restante dividido entre LCI e títulos públicos.

Repetindo o ocorrido em 2015, ambos os *rankings* de DY de 2016 foram liderados pelo RB Capital General Shopping Sulacap (RBGS11). O fundo, que investe em participação do empreendimento imobiliário denominado Parque Shopping Sulacap na zona oeste da cidade do Rio de Janeiro, obteve a liderança com um DY Realizado de 25,2% e um DY Estimado de 30,4%. O RBGS11 usufruiu do mecanismo de Renda Mínima Garantida (RMG) até outubro de 2016, por conta do qual, em função de pagamentos pela General Shopping S.A., o cotista recebia 85,0% da Taxa DI líquida. Como o desempenho do Shopping não condiz com o nível da RMG, suas cotas são historicamente negociadas no mercado secundário com desconto em relação ao seu valor patrimonial, tendo este se acentuado conforme se aproximou o fim do período de vigência da RMG.

Em termos de capitalização de mercado, o KNCR11 consolidou a posição de maior fundo. Ao mesmo tempo, o BRCR11 –que outrora liderava a escala– encerrou o ano apenas na quarta colocação, logo atrás do BBPO11 e do KNRI11. Juntos, esses quatro fundos respondem por um terço do valor de mercado consolidado. Principalmente puxado pelas emissões ocorridas ao longo do ano, o KNCR11 fechou o ano com capitalização de mercado de R\$2,45 bilhões. O BBPO11 e o KNRI11, em função exclusivamente das variações de preço das cotas, tiveram incrementos do indicador durante 2016, encerrando o ano com R\$1,96 bilhão e R\$1,93 bilhão de capitalização de mercado respectivamente. Uma das causas para o BRCR11 perder a hegemonia foi a distribuição, em maio de 2016, de R\$400,0 milhões aos seus

cotistas, sendo uma parte referente a rendimentos e outra parcela referente a amortização de cotas. Em dezembro de 2016 a capitalização de mercado do BRCR11 era de R\$1,81 bilhão.

Quando dividimos a capitalização de mercado pelo PL consolidados dos fundos (razão Cap./PL), percebe-se a elevação de valor deste indicador, de 80,1% em 2015 para 91,6% em 2016. O Top 3 deste *ranking* ficou composto pelos fundos Shopping Pátio Higienópolis (SHPH11), BBPO11 e Banrisul Novas Fronteiras (BNFS11), que apresentaram Cap./PL, de 132,4%, 131,9% e 129,2%, respectivamente. O SHPH11 tem como ativo o Shopping homônimo, enquanto os outros dois fundos têm como ativos imóveis utilizados como agências bancárias.

O FII que liderou o *ranking* de *float* em 2016 foi o Brazilian Graveyard and Death Care Services (CARE11), com a marca de 102,1%. O montante negociado no ano com as cotas do fundo (R\$58,8 milhões) foi superior à sua capitalização de mercado aferida em dezembro de 2016 (R\$57,6 milhões), que, por sua vez, era superior ao PL do fundo na mesma data (R\$49,4 milhões). Um feito que se torna mais impactante ao se observar que as cotas do fundo se valorizaram em 2016 e, além disto, que o segundo colocado neste *ranking*, o RBGS11, registrou *float* de 61,2%, enquanto que o terceiro colocado, o Memorial Office (FMOF11), alcançou essa posição com um *float* de 60,7%.

## ENTIDADES EMISSORAS

### Securizadoras Imobiliárias

Pela primeira vez desde 2002, a Securizadora Imobiliária líder do *Ranking* Uqbar anual sob o critério do montante emitido foi a responsável por mais de 60,0% da cifra emitida no ano. Por outro lado, a líder do *ranking* organizado em termos do número de operações respondeu por apenas 14,2% do total de 106 operações realizadas em 2016, o menor percentual desde 1999. Adicionalmente, no último ano 18 securizadoras emitiram CRI, sendo o segundo melhor desempenho da história para este indicador, ficando apenas atrás de 2014, ano em que foram contabilizadas 19 securizadoras participantes.

Ao emitir R\$11,55 bilhões em CRI ao longo do ano, a Cibrasec se consolidou como a líder do *ranking* de Securizadoras Imobiliárias pelo critério do montante emitido. A cifra representa 65,0% do total emitido no ano. Em 2015 a companhia havia se situado na segunda colocação e a liderança havia ficado em poder da RB Capital. No último ano estas securizadoras inverteram as posições. Assim, a RB Capital, agora segunda colocada no

*ranking* de 2016, emitiu R\$1,70 bilhão, pouco mais de um sétimo da primeira colocada. O último posto do Top 3 foi preenchido pela Ápice, que auferiu R\$1,13 bilhão no ano. Das demais securitizadoras, nenhuma outra atingiu a casa do bilhão em emissões em 2016.

No *ranking* anual organizado pelo número de operações, as duas primeiras colocadas no sob a ótica do montante emitido invertem posições. A RB Capital conquistou a liderança com 15 operações realizadas, ou 14,2% do total. Na sequência, a Cibrasec ficou com a segunda colocação, tendo emissões em 13 operações (12,3%), seguida de perto pela Ápice, com 12 operações no ano (11,3%), e pela Habitasec, com 11 (10,4%). As demais securitizadoras não atingiram a marca de dez operações realizadas em 2016.

Tomando como base as Operações de Mercado –aquelas cujos títulos não são indexados à TR– RB Capital e Ápice figuram, respectivamente, como líder e vice-líder, independente do critério de ordenação utilizado. Em termos de montante emitido, a RB Capital contabiliza R\$1,59 bilhão, equivalente a 25,1% do total, e a Ápice R\$1,13 bilhão, ou 17,9%. As duas são as únicas que superaram a marca do bilhão emitido no ano sob o critério deste *ranking*. Na continuação do *ranking* surge a Gaia, com R\$622,8 milhões (9,8%). A Cibrasec, líder absoluta quando todas as emissões de CRI são consideradas para o *ranking*, aparece apenas na quarta posição, com R\$600,5 milhões (9,5%), quando o universo é limitado às Operações de Mercado.

Ainda considerando apenas as Operações de Mercado, pelo critério de número de operações realizadas a disputa foi bem mais acirrada. A RB Capital realizou 14 Operações de Mercado no ano, correspondendo a 14,3% do total. Logo atrás aparece a Ápice com 12 operações e participação de 12,2%, e a Habitasec que realizou 11 operações, equivalente a 11,2%. As demais securitizadoras realizaram menos de dez Operações de Mercado no ano.

Além de utilizar o montante emitido como base para ranquear as Securitizadoras Imobiliárias, a Uqbar também as classifica pelos respectivos saldos a vencer dos títulos emitidos. Refletindo o desempenho do mercado primário, a Cibrasec superou a RB Capital e conquistou a liderança do *ranking* que considera todo o estoque de CRI. Em 31 de dezembro de 2016 o saldo a vencer dos CRI emitidos pela Cibrasec somava R\$23,5 bilhões (31,7%), enquanto o da RB Capital somava R\$16,0 bilhões (21,5%). Juntas estas duas securitizadoras respondem por mais de 50,0% do mercado por este quesito. No entanto, limitando a análise às Operações de Mercado, a Cibrasec despenca no *ranking*, aparecendo apenas na oitava colocação, com R\$1,50 bilhão (4,6%). Neste universo circunscrito, a liderança pertence à RB Capital que detém pouco mais de um quarto do mercado, com saldo de R\$8,17 bilhões de CRI. Na sequência posicionam-se a Ápice, com R\$5,27 bilhões, ou 16,2%, e a Brazilian Securities, com R\$4,15 bilhões, ou 12,7%.

Mesmo com desempenho baixo no mercado primário nos últimos anos, a Brazilian Securities se mantém na liderança quando o critério de ordenação é o número de operações a vencer. Por mais um ano, no entanto, a fatia de mercado da Brazilian Securities diminuiu. Dessa vez foram 3,2 pontos percentuais de recuo, fechando o ano com 18,1% de participação de mercado, ou 137 operações. A posição só não foi tão ameaçada pois a segunda colocada, RB Capital, não aumentou seu percentual. Ao fim de 2016 a RB Capital possuía 111 operações, permanecendo com 14,7% de participação de mercado. No *ranking* que considera apenas as Operações de Mercado a situação da Brazilian Securities já é bem menos confortável. Apenas 2,7 pontos percentuais a separam da RB Capital, 17,7% da primeira contra 15,0% da segunda.

### FIDC Imobiliários

Mesmo já estando em período de desinvestimento –ou seja, de amortização programada de suas cotas– o Caixa RB Capital Habitação voltou a ser o maior FIDC Imobiliário em termos de PL. O fundo encerrou 2016 com PL de R\$356,4 milhões, ou 17,2% do mercado. O GBX Prime I seguiu a tendência do primeiro e também ganhou uma posição, tornando-se o segundo maior FIDC Imobiliário, com PL de R\$276,1 milhões, ou 13,3% do mercado. Um estreante, o Illuminati, com PL de R\$222,1 milhões, tornou-se o terceiro maior. Na contramão caminhou o Polo Multisetorial NP, um fundo constituído sob a forma de condomínio aberto que em 2016 teve uma captação líquida negativa de R\$252,6 milhões e fechou o ano na quarta posição com PL de R\$205,0 milhões. Além do Illuminati, outros sete FIDC Imobiliários iniciaram atividades no último ano. Entre eles, destaque para o SPDA Habitação NP que compra créditos imobiliários vencidos.

### FII

O mercado de FII medido pelo patrimônio líquido consolidado de todos os fundos em operação em 31 de dezembro de 2016 somava R\$65,00 bilhões, um crescimento de aproximadamente 5,0% quando comparado ao valor registrado no mesmo dia do ano anterior. Entre os dez maiores fundos, cinco registraram um crescimento superior ao do mercado. Destaques para os dois fundos que realizaram as maiores captações durante o ano, o FII 2509 e o Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11). O primeiro fechou o ano na nona colocação com PL de R\$1,47 bilhão (2,3%), enquanto o outro passou a ser o segundo do mercado com PL de R\$2,21 bilhões (3,4%).

Ao assumir a vice-liderança o KNCR11 superou o BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) que, em dezembro de 2016, contabilizou PL de R\$2,10 bilhões (3,2%). O maior FII do mercado em termos de PL, o

Porto Maravilha, continuou na primeira colocação e registrava no final do ano um patrimônio de R\$5,85 bilhões, mais que o dobro do segundo maior fundo.

### FIP Imobiliários

Os FIP Imobiliários atingiram, no último mês de 2016, PL consolidado de R\$28,34 bilhões, um crescimento de 21,8% frente aos R\$23,28 bilhões referentes ao mesmo mês do ano anterior. O maior FIP Imobiliário em termos de PL iniciou suas atividades no segundo semestre de 2016. O FIP Ancar Ivanhoé Shopping Centers possuía, em dezembro de 2016, PL avaliado em R\$3,27 bilhões. O fundo investe em companhias que desenvolvem negócios relacionados ao segmento de Shopping Centers. Na sequência estão o FIP BRE/Alpha e o FIP LPP Investimentos III, com PL de R\$1,79 bilhão e R\$1,71 bilhão respectivamente.

## TERCEIROS

### Administradores

#### FIDC Imobiliários

A BRL Trust foi a única responsável pelas mudanças ocorridas no Top 3 dos *rankings* de administradores de FIDC Imobiliários. Pelo critério de montante de PL, o Santander manteve a primeira posição conquistada um ano antes, com R\$481,2 milhões, mas viu sua participação de mercado se reduzir 19,4 pontos percentuais, tendo encerrado o último ano com 23,2%. A Caixa Econômica Federal também sustentou a vice-liderança, finalizando 2016 com R\$356,4 milhões sob sua administração, ou 17,2% do total. Por outro lado, a BRL Trust conquistou uma posição, ultrapassando a Oliveira Trust e posicionando-se em terceiro, com R\$326,6 milhões (15,7%). Sob a ótica do número de fundos, Oliveira Trust (cinco fundos – 25,0%) permaneceu no posto de liderança, enquanto a Socopa (quatro fundos – 20,0%) conquistou uma posição em relação à sua colocação em 2015, ficando com a vice-liderança e, a seu turno, a BRL Trust ganhou duas posições, situando-se na terceira posição, com três FIDC Imobiliários sob sua responsabilidade.

#### FII

As movimentações no mercado de administração de FII durante 2016 são analisadas a partir de dois conjuntos de *rankings*: um grupo que considera todos os fundos em operação no final do ano passado e um subconjunto deste, que contabiliza a administração apenas dos fundos com cotas listadas na BM&FBOVESPA (fundos listados).

Considerando o universo de todos os FII em operação ao final de 2016, observa-se uma ligeira diminuição da concentração do PL e do número de fundos administrados pelos integrantes do Top 10 em relação ao total da indústria. O Top 10 agregava 84,4% do PL total da indústria em 2015 e 83,6% em 2016, ao passo que a concentração em termos de número se reduziu de 74,3% para 71,7% em 2016.

Em termos de PL, o *ranking* não registra novos participantes, mas sim uma reorganização entre os mesmos administradores que já compunham o Top 10 no *ranking* para o final de 2015. Como parte desta estabilidade na composição dos Top 10, os três primeiros colocados do *ranking* organizado por PL mantiveram-se na mesma colocação. Pelo critério do montante de PL, BTG Pactual (R\$12,75 bilhões – 19,6% do total), Caixa Econômica Federal (R\$8,25 bilhões – 12,7%) e VAM (R\$6,28 bilhões – 9,7%) permaneceram, nesta ordem, nos três primeiros assentos do *ranking*. Quando ordenados pelo quesito número de fundos, os quatro maiores administradores são, respectivamente, BTG Pactual (43 fundos – 15,0%), BRL Trust (35 fundos – 12,2%), Rio Bravo (26 fundos – 9,1%) e Oliveira Trust (23 fundos – 8,0%). Os sete primeiros colocados no *ranking*, tal qual ocorreu no *ranking* sob o critério do montante, mantiveram as mesmas posições obtidas em 2015. Contudo, duas mudanças de participantes no Top 10 ocorreram no *ranking* por número de operações. O FINAXIS saiu da 12ª colocação em 2015 para ganhar a oitava em 2016, e a Intrader subiu uma posição, fechando 2016 com a décima colocação.

Quando se restringe a análise apenas aos fundos listados, o movimento geral mencionado anteriormente a respeito do Top 10 praticamente se repete. A participação da capitalização de mercado associada ao conjunto dos dez primeiros colocados se reduziu de maneira bastante suave, de 92,7% em 2015 para 92,5% no ano seguinte, mas sob o critério do número fundos a redução se mostrou um pouco mais significativa, de 84,0% em 2015 para 82,2% em 2016. Ao se ordenar os participantes pelo montante de capitalização de mercado, por mais uma vez, o primeiro lugar foi conquistado pelo BTG Pactual, com R\$6,92 bilhões (25,8%). No final de 2016 o BTG Pactual passou a ver a Intrag um pouco mais de perto pelo retrovisor, tendo em vista que essa encerrou o ano administrando FII cuja capitalização de mercado consolidada atingia R\$5,00 bilhões (18,6%). Na sequência aparece a Rio Bravo com R\$3,91 bilhões (14,6%). Coinvalores (2,0%) e BR Capital (1,3%) passaram a figurar no Top 10 na comparação com 2015. Pelo critério do número de fundos houve, vale notar, uma mudança no Top 3. O CSHG, que administrava oito fundos em 2015, passou a administrar dez fundos (9,3%) ao final de 2016, situando-se, assim, na terceira posição por este critério, ante a quinta posição conquistada em 2015. A liderança ficou novamente

com o BTG Pactual, com 25 fundos (23,4%), e a vice-liderança com a Rio Bravo, com 16 fundos (15,0%). A BR Capital (3,7%) e o Fator (2,8%), que se situavam em colocações posteriores à décima colocação em 2015, passaram a integrar o Top 10 em 2016.

#### FIP Imobiliários

No mercado de administradores de FIP Imobiliários pode-se dizer que dois movimentos persistiram no último ano: a diminuição da quantidade de fundos administrados pela BNY Mellon e o aumento da quantidade de fundos administrados pela BRL Trust. No entanto, estes movimentos em sentidos contrários não foram suficientes para a segunda ultrapassar a primeira. BNY Mellon continua sendo o maior administrador de FIP Imobiliários do país em termos de número de fundos, 13, e de montante de PL, R\$4,87 bilhões. BRL Trust, a seu turno, permanece como o segundo maior lugar pelo critério do número de fundos, 12, e conquistou três posições pelo critério de montante de PL, encerrando 2016 também na segunda posição com R\$3,70 bilhões.

Por fim, vale mencionar a ascensão da Geração Futuro no *ranking* por montante de PL. A corretora saiu da 26ª posição em 2015 para a 3ª posição em 2016, com R\$3,34 bilhões (11,8%). Tal movimento se justifica pela administração do FIP Ancar Ivanhoe Shopping Centers Multiestratégia, o maior FIP imobiliário do mercado.

#### **Advogados**

##### CRI

O *ranking* Uqbar de escritórios de advocacia para o mercado de CRI sempre desfrutou de um grande número de participantes. Em 2016 não foi diferente. O ano se encerrou com um total de 25 escritórios participantes, três a mais do que em 2015. Com o número elevado de participantes, a concentração de mercado dos dez maiores escritórios (Top 10), pelo critério de número de operações, se reduziu em quase dez pontos percentuais. Por outro lado, em termos de montante a concentração do Top 10 se manteve praticamente estável.

A concentração de mercado do Top 10 do *ranking* organizado sob o critério do número de operações assessoradas diminuiu 7,7 pontos percentuais, tendo caído de 85,6% em 2015 para 77,9% em 2016. Além disso, em 2016, por mais um ano, este segmento registrou mudanças importantes entre os Top 10. Na comparação com 2015, contata-se que três escritórios que não estavam presentes entre os dez maiores sob este critério ingressaram no Top 10, assim como outros quatro participantes que sequer haviam realizado operações em 2015. O novato SIDC Advogados é um exemplo. Criado ainda em 2016, o escritório se posicionou na segunda colocação, com a assessoria para dez

operações, ou 9,6% do número total. Os escritórios Pinheiro Guimarães e Tauil & Chequer, com sete operações cada (6,7%), figuraram na terceira e quarta posições enquanto em 2015 haviam figurado apenas nas 12ª e 13ª colocações, respectivamente.

A liderança do *ranking* por número de operações não apresentou mudanças e ficou novamente por conta do escritório PMKA. Ao todo, este escritório assessorou juridicamente 36 operações (34,6%) e se tornou líder do *ranking*, repetindo a colocação dos nove anos anteriores.

Pelo quesito de montante emitido o *ranking* registra mudanças ainda mais significativas. Metade dos integrantes do Top 10 não havia participado de operações em 2015, e outros três figuravam abaixo da décima posição. Dentre os destaques do *ranking* por este critério ficam: Pinheiro Guimarães (R\$1,07 bilhão – 8,7%) e Tauil & Chequer (R\$908,5 milhões – 7,4%), na segunda e na terceira colocação, respectivamente. Em 2015 estes escritórios haviam conquistado, respectivamente, a oitava e 13ª posições. Outro destaque ficou por conta do escritório Demarest Advogados, que alcançou a quarta colocação em 2016 (R\$409,4 milhões – 3,3%), mesmo após não ter nem figurado no *ranking* em 2015.

O escritório PMKA, novamente, ficou com a liderança isolada após assessorar operações de CRI que perfizeram um total de R\$6,72 bilhões em emissões (54,7%). Este escritório obteve a liderança do *ranking* em nove dos últimos dez anos. O fato de ter atuado em operações que representam mais da metade do total emitido de CRI em 2016 decorre, também, do fato dessas assessorias terem contemplado a segunda maior operação do ano. Em montante de R\$3,35 bilhões, o CRI emitido pela Cibrasec tem como lastro contratos de financiamentos imobiliários de imóveis residenciais urbanos, concedidos pela Caixa Econômica Federal.

#### FII

Ao mudar o foco para o mercado de assessoria jurídica prestada aos FII listados na BM&FBOVESPA que emitiram em 2016, não se observa mudança na liderança. Com a assessoria para cinco fundos que juntos emitiram R\$1,71 bilhão em cotas de FII em 2016, o PMKA obteve participação de 49,8% no *ranking* por montante emitido e de 27,8% no *ranking* por número de operações. Outros onze escritórios participaram dos *rankings* de advogados de FII no último ano, sendo que apenas dois desses –FreitasLeite e Lacaz Martins, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri– assessoraram mais de uma operação (duas cada um).

## Agências de Classificação de Risco

### CRI

Apesar do número de agências de classificação de risco atuantes no mercado de CRI através de atribuições de *ratings* de crédito ter se reduzido de sete companhias em 2015 para seis companhias em 2016, a queda no montante total de títulos classificados que vinha ocorrendo desde 2013 foi interrompida. No último ano foram classificados R\$3,03 bilhões, contra R\$2,68 bilhões em 2015 e R\$6,18 bilhões em 2013. Em termos de quantidade de títulos classificados, o patamar dos dois últimos anos foi mantido: 53 em 2016, contra 52 em ambos os anos de 2015 e de 2014.

Iniciando a análise dos participantes pelo critério de montante total classificado de CRI em 2016, constata-se a manutenção da primeira colocação da Fitch. Com atribuições referentes a um montante de R\$1,68 bilhão, a agência não só manteve a liderança já auferida no ano de 2015, como também viu crescer sua fatia de mercado, que agora corresponde a 55,4%, ante 41,2% no ano anterior. A Moody's, que em 2015 havia se situado apenas na sexta colocação, saltou para a vice-liderança ao conceder notas para séries de CRI que somaram a cifra de R\$633,3 milhões, conquistando fatia de mercado de 20,9%. O terceiro lugar foi ocupado pela Liberum, tendo esta agência atribuído notas para CRI que somaram R\$312,8 milhões, ou 10,3% do total. Comparativamente a 2015, a Liberum perdeu 9,9 pontos percentuais de participação de mercado, caracterizando-se como a agência que mais perdeu mercado por este critério.

Considerando o número de atribuições realizadas como critério para ordenação do *ranking*, nota-se que a agência com o melhor desempenho é a Austin, com 18 atribuições de notas a CRI em 2016, correspondentes a 34,0% do total. A Austin, que havia se posicionado na última colocação em 2015, teve o maior ganho de participação de mercado, de 30,1 pontos percentuais. A segunda agência que mais atuou em número de atribuições no ano passado foi a Fitch, com 14 classificações realizadas, equivalente a 26,4% do total. Finalizando o pódio e com metade do número de classificações realizadas pela vice-líder, encontra-se a Liberum, responsável pela atribuição de sete notas (13,2%) em 2016.

## Agentes Fiduciários

### CRI

Desde a primeira emissão de CRI em 1999, apenas duas instituições –Oliveira Trust e Pentágono– já haviam atingido a liderança dos *Rankings* Uqbar de agentes fiduciários, qualquer que fosse o critério escolhido. Em 2016, no entanto, a Vórtx rompeu esta hegemonia e se fixou na primeira colocação dos

*rankings* anuais, conquistando 71,3% do mercado sob o critério do montante emitido e 39,0% quando o critério é o número de operações.

Apesar de já ter participado de operações de CRI emitidas no fim de 2015, foi em 2016 que a Vórtx atuou de forma mais decisiva neste mercado. No último ano ela atuou como agente fiduciário em 41 operações que somaram R\$12,67 bilhões em CRI emitidos.

Por sua vez, a Pentágono, líder dos *rankings* anuais sob o critério do montante emitido entre 2011 e 2015, conquistou em 2016 a segunda colocação em ambos os *rankings* ao ter sido contratada como agente fiduciário de 35 operações (33,3%) de CRI que somaram R\$3,08 bilhões, equivalente a 17,3% do total. Já a Oliveira Trust encerrou 2016 na terceira colocação dos dois *rankings* anuais, atuando em 14 operações (13,3%) que somaram R\$1,32 bilhão, ou 7,5% do total. Completam os *rankings*: Simplific Pavarini (R\$375,2 milhões – cinco operações), GDC Partners (R\$170,7 milhões – três operações) e SLW (R\$148,6 milhões – sete operações).

Os mandatos conseguidos em 2016 fizeram com que a Vórtx pulasse da penúltima posição em seu ano de estreia para a terceira posição em 2016, quando a análise é baseada no montante e na quantidade operações de CRI a vencer. A companhia terminou o ano com 42 operações a vencer que somavam saldo devedor de R\$12,61 bilhões, equivalentes a 5,5% e 17,0% do total respectivamente. A Pentágono se manteve na liderança dos *rankings* de operações a vencer, porém, apesar de ainda deter larga margem em relação à concorrência pelo critério de montante, viu sua fatia de mercado reduzir-se em 10,1 pontos percentuais. Em 31 de dezembro do último ano o saldo devedor dos CRI nos quais a Pentágono atuava como agente fiduciário totalizava R\$39,64 bilhões (53,4% do total), divididos em 323 operações (42,7%). Na sequência, no segundo posto destes dois *rankings*, figura a Oliveira Trust com R\$15,54 bilhões (20,9%) distribuídos entre 283 operações (37,4%).

## Auditores

### Securizadoras Imobiliárias

Entre o final de 2015 e o de 2016, a quantidade de empresas de auditoria contratadas pelas securizadoras imobiliárias, 17, e a participação das dez maiores companhias em termos de montante de saldo devedor de CRI, 99,4%, não se alteraram. Por outro lado, ainda referente ao *ranking* de montante, a concentração do Top 3 se elevou de 76,5% para 83,4%, sendo que os três primeiros colocados de 2016 aumentaram em média 5,6 pontos percentuais sua fatia de mercado. A liderança e a vice permaneceram nas mãos de Deloitte e Grant Thornton respectivamente. A Deloitte encerrou 2016 contratada para realizar a auditoria de quatro securizadoras que juntas possuíam CRI em operação com saldo devedor consolidado de R\$30,64 bilhões, equivalente

a 41,3% do montante total. A Grant Thornton, por sua vez, foi a que mais aumentou sua participação de mercado (6,4 pontos percentuais) registrando 30,8% em dezembro de 2016, equivalente a R\$22,89 bilhões de montante. A KPMG subiu duas posições e completou o Top 3 do último ano, com R\$8,37 bilhões, ou 11,3%.

Ao classificar os auditores pela quantidade de operações, a liderança persiste com a Deloitte (188 operações), porém, em 2016 sua participação caiu 8,0 pontos percentuais em comparação com o ano anterior. Já a Grant Thornton superou a PwC e assumiu a vice-liderança e, ainda, colocou na líder Deloitte, ficando com apenas dez operações a menos, 178, ou 23,5%. Na terceira posição a PwC registrou participação de 20,1% (152 operações).

Por fim, vale mencionar a Crowe Horwath, que galgou posições nos *rankings* de auditores de Securitizadoras Imobiliárias. Por ambos os critérios –montante de CRI a vencer e número de operações– a companhia conquistou cinco posições, encerrando 2016 auditando duas securitizadoras, equivalente a um montante de R\$2,06 bilhões, distribuídos em 49 operações.

#### FII

Os quatro *rankings* de auditores de FII elaborados para esta edição do anuário registraram poucas mudanças em comparação com os demais conjuntos de *rankings*. Considerando todo o mercado de FII, ou seja, contabilizando os fundos listados e não listados em bolsa, a EY, com R\$18,52 bilhões (29,0%), manteve a primeira colocação pelo critério de montante de PL. No Top 10 deste *ranking* observam-se apenas duas mudanças de posições na parte de baixo da classificação: a BKR Lopes, Machado perdendo uma posição e ficando em décimo lugar; e a Crowe Horwath ganhando duas posições e ficando em nono lugar. Pelo critério de número de operações a PwC manteve o primeiro posto, com 57 operações, ou 21,1%. No entanto, por este quesito, houve mudança no topo da classificação: a KPMG (44 operações – 16,3%) assumiu a vice-liderança ocupada pela EY em 2015 que, por sua vez, ficou com a terceira posição (42 operações – 15,6%).

Quando restringimos a amostra para apenas os fundos listados na BM&FBOVESPA, a PwC continua sendo a empresa de auditoria independente mais contratada pelos administradores dos FII. A empresa responde por participações de mercado de 37,0% e 32,7%, respectivamente, pelos critérios de capitalização de mercado e de número de fundos.

A única alteração existente nestes *rankings* foi a troca de posições entre os participantes da segunda e terceira posições naquele por número de fundos. Em 2016 a EY assumiu a vice-liderança deste *ranking*, antes ocupada pela KPMG. Deloitte, EY e KPMG se alternaram nas colocações de números dois a quatro dos *rankings* por capitalização de mercado e por número de fundos.

Juntos, estes quatro auditores, incluindo a líder PwC, representam 93,2% da capitalização de mercado e 85,1% do número de FII listados.

### Estruturadores

#### FII

Historicamente os *rankings* de estruturadores de ofertas públicas de cotas de FII listados na BM&FBOVESPA são caracterizados por grandes alterações de um ano para outro, com seus participantes dificilmente conseguindo manter as posições alcançadas no ano anterior. O ano de 2016 não foi diferente para este mercado. Pelo critério de número de operações realizadas, o único participante que manteve a posição conquistada em 2015 foi o BTG Pactual. O banco estruturou três novas ofertas, levando consigo a liderança e participação equivalente a 23,1% do total. No *ranking* de montante, o Itaú BBA ocupou a primeira posição por ter estruturado duas ofertas que perfizeram montante consolidado de R\$1,50 bilhão.

### Gestores

#### FII

Elaborados pela primeira vez com exclusividade para esta edição do Anuário, os *Rankings* Uqbar de Gestores de FII listaram 75 instituições concorrendo pela liderança do mercado. Apesar do grande número de concorrentes, o BTG Pactual é unanimidade neste mercado. A instituição posicionou-se na primeira colocação nos quatro *rankings* deste segmento.

Considerando todos os fundos em operação ao fim de 2016, o BTG Pactual possuía 19,2% de participação de mercado, ou R\$12,51 bilhões de PL sob gestão. Esse montante era distribuído entre 38 FII, equivalente a 13,3%. Pelo critério de montante de PL, a empresa é seguida pela Caixa Econômica Federal em segundo (R\$7,30 bilhões – 11,2%) e pela Rio Bravo em terceiro (R\$6,20 bilhões – 9,5%). Pelo critério de número de fundos em funcionamento, o banco é seguido pela Rio Bravo em segundo (26 fundos – 9,1%) e pela VAM em terceiro (21 fundos – 7,3%).

Ao reduzirmos o universo para apenas os fundos negociados na BM&FBOVESPA, a fatia de mercado do BTG Pactual se amplia: 25,4% do montante de capitalização de mercado; e 21,5% dos fundos listados em operação. Ao fim de 2016 o BTG Pactual estava contratado para realizar a gestão de 23 fundos, os quais possuíam capitalização de mercado consolidada de R\$6,81 bilhões. Pelo critério de montante de capitalização de mercado, o banco é seguido pela Kinea em segundo (R\$5,00 bilhões – 18,6%) e pela Rio Bravo em terceiro (R\$3,58 bilhões – 13,3%). Pelo critério de número de fundos negociados em funcionamento, o banco é seguido pela Rio Bravo em segundo (14 fundos – 13,1%) e pela CSHG em terceiro (10 fundos – 9,3%).

## Líderes de Distribuição

### CRI

Em termos de montante, a Caixa Econômica Federal foi a instituição que mais distribuiu CRI no ano de 2016. Por isso, a empresa pública federal foi alçada ao primeiro lugar do *ranking* de líderes de distribuição de CRI por esse critério. Outras 25 instituições disputaram a liderança desse *ranking*. Os bancos Bradesco BBI e Itaú BBA, que outrora rivalizavam pelo ponto mais alto da escala, acabaram ocupando o segundo e terceiro lugares ao término do ano.

Ao se analisar este segmento do mercado, o comportamento de alguns indicadores acerca da concentração entre os participantes entre os anos de 2015 e 2016 aponta para direções contrárias. Por exemplo, a participação dos dez maiores agentes distribuidores aumentou quando observado o montante emitido, mas caiu quando a análise se dá em termos do número de operações. No primeiro caso, o aumento foi de 1,0 ponto percentual, passando de 91,4% em 2015 para 92,4% em 2016. Já no segundo caso o decremento foi significativamente maior, caindo de 81,4% em 2015 para 72,1% em 2016, ou seja, 9,3 pontos percentuais a menos.

Porém, um fator que corrobora a afirmativa de que houve tendência de majoração na concentração no segmento, em termos de montante, é a participação auferida conjuntamente pelos três maiores líderes de distribuição de CRI em 2016 (Top 3). Em 2015 as três instituições que ocupavam os lugares mais altos do pódio haviam conquistado 64,2% do montante total considerado. Este percentual saltou para 71,6% em 2016. Isso denota, todavia, que a participação conferida aos líderes de distribuição ocupantes do quarto ao décimo lugares diminuiu em 2016 na comparação com 2015. Em relação ao número de operações, o Top 3 em 2015 foi responsável pela distribuição de parcela equivalente a 42,9% do total, e, em 2016, a fatia se reduziu para 30,1%.

A Caixa Econômica Federal liderou distribuições de títulos cujo montante emitido somou R\$9,42 bilhões. Para efeito comparativo, o total considerado no *ranking* atingiu R\$17,76 bilhões. O número de CRI objeto de distribuição pela empresa estatal, a seu turno, foi bem mais tímido: apenas quatro de um total de 136 séries no ano.

Atrás de Caixa Econômica Federal, no *ranking* que considera todos os CRI emitidos em 2016, posicionaram-se os bancos de investimento Bradesco BBI e Itaú BBA. Com R\$1,78 bilhão, o Bradesco BBI terminou o ano com uma participação de mercado de 10,0% do montante total distribuído de CRI. A fatia do Itaú BBA ficou em 8,6%, correspondente à distribuição de R\$1,53 bilhão em títulos. A RB Capital completa o quadro das instituições que lideraram mais de R\$1,00 bilhão em 2016. Essa instituição colocou cifra equivalente a R\$1,13 bilhão, ou 6,3% do total.

Vale destacar que duas instituições que não marcaram presença neste *ranking* em 2015 conseguiram ser listados no Top 10 da edição 2016. São elas a Planner, na sexta colocação, e a XP Investimentos, no sétimo lugar. Na sequência, nota-se o BB Banco de Investimento, tendo subido para a oitava colocação em 2016, depois de ocupar apenas o 17º lugar em 2016.

Ao limitar o universo em Operações de Mercado, a Caixa Econômica Federal sai da disputa e a RB Capital surge no Top 3 entre os dois bancos de investimento citados anteriormente. A primeira colocação ficou com o Bradesco BBI (R\$1,03 bilhão – 16,3%), a segunda com a RB Capital (R\$1,02 bilhão – 16,0%) e a terceira com o Itaú BBA (R\$738,3 milhões – 11,7%).

Em termos de número de séries colocadas, independente do universo analisado –todas as operações de CRI ou apenas as Operações de Mercado– a SLW conquistou várias posições na comparação com 2015, posicionando-se em primeiro lugar em 2016. A corretora foi responsável pela distribuição de 17 séries de CRI no último ano, conquistando 12,5% do total e 13,6% das Operações de Mercado. A RB Capital, por sua vez, manteve a tradição de ficar entre as primeiras colocadas estabelecendo-se em segundo lugar em ambos os *rankings* cujo critério é o número de títulos. A companhia liderou a distribuição de 13 CRI, sendo doze destes considerados “de mercado”.

#### FII

Já os *rankings* de líder de distribuição de cotas de FII listados na BM&FBOVESPA de 2016 foram marcados pela grande troca de posições entre os participantes comparativamente aos *rankings* da edição de 2015. Outra característica comum entre os *rankings* deste mercado, por montante de cotas de FII colocadas e por quantidade de ofertas, é o fato dos vice-líderes de 2015 passarem a ser os líderes de 2016. O Itaú BBA, com R\$1,50 bilhão colocado, conquistou a primeira posição pelo critério de montante, enquanto a Planner, com a realização de três ofertas, conquistou a primeira posição pelo critério de número de títulos.

A tabela a seguir lista a ordem em que os *Rankings* Uqbar estão dispostos neste capítulo. Em seguida são apresentados todos os *rankings*, assim como seus critérios.

## LISTA DE RANKINGS

### Mercado Primário

*Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016

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

*Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)

*Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado (Operações de Mercado)

*Ranking* de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016

### Mercado Secundário

*Ranking* de Negociações de CRI por Montante em 2016

*Ranking* de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2016

*Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2016

*Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2016

*Ranking* de Variação de Preço de Cotas de FII em 2016

*Ranking* de *Dividend Yield* Estimado de Cotas de FII em 2016

*Ranking* de *Dividend Yield* Realizado de Cotas de FII em 2016

*Ranking* de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2016

*Ranking* de Capitalização de Mercado das Cotas de FII

*Ranking* de *Float* das Cotas de FII em 2016

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

### Entidades Emissoras

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016 (Operações de Mercado)

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

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

*Ranking* de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI (Operações de Mercado)

*Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI (Operações de Mercado)*

*Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de Patrimônio Líquido*

*Ranking de FII por Montante de Patrimônio Líquido*

*Ranking de FIP Imobiliários por Montante de Patrimônio Líquido*

**Terceiros**

*Ranking dos Administradores de FIDC Imobiliário por Patrimônio Líquido*

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

*Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos*

*Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado*

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

*Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido*

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

*Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2016*

*Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2016*

*Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2016*

*Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2016*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2016*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2016*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2016*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2016*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI*

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

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

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

*Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos*

*Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado*

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

*Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2016*

*Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2016*

*Ranking dos Gestores de FII por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Gestores de FII por Número de Fundos*

*Ranking dos Gestores de FII por Capitalização de Mercado*

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

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016 (Operações de Mercado)*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Títulos em 2016*

# MERCADO PRIMÁRIO

## ENTRE EM CONTATO CONOSCO, A MELHOR OPÇÃO PARA A SUA OPERAÇÃO.

### Experiência

A HabitaSec é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido até o final de 2016, 46 CRIs totalizando R\$1,9 bilhões em CRIs para loteamentos, incorporações, shopping centers, hotéis, built-to-suit, além de outros.

### Acesso à Investidores

Os sócios da HabitaSec possuem amplo acesso e ótimo relacionamento com diversos fundos de investimentos, family offices e demais investidores que compram CRIs regularmente, sendo que muitos já possuem CRIs emitidos por esta.

### Excelência na Execução

A HabitaSec pertence à quatro sócios com ampla experiência e sólida reputação no setor financeiro. Os sócios trabalham diretamente na execução das transações e na gestão dos CRIs já emitidos, para garantir a agilidade e qualidade dos CRIs.

### Independência

Prezamos pela transparência e ausência de conflitos de interesses, sendo que nosso foco único é a securitização, buscando emitir CRIs que cumpram os objetivos tanto dos cedentes quanto dos investidores.

## CRI

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016

TAB. 5

Título			1/1/2016 – 31/12/2016	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª/276ª	Sênior	4.046.760.877	22,8
Cibrasec	2ª/265ª	Sênior	2.949.563.793	16,6
Cibrasec	2ª/277ª	Subordinada	2.022.310.550	11,4
Cibrasec	2ª/278ª	Única	459.975.978	2,6
Cibrasec	2ª/279ª	Única	435.216.052	2,4
Cibrasec	2ª/266ª	Subordinada	402.181.266	2,3
Gaia	1ª/3ª	Sênior	346.343.756	1,9
Cibrasec	2ª/267ª	Única	330.348.017	1,9
Cibrasec	2ª/268ª	Única	308.114.961	1,7
Cibrasec	2ª/272ª	Única	300.000.000	1,7
<b>Dez maiores</b>			<b>11.600.815.250</b>	<b>65,3</b>
<b>Total</b>			<b>17.768.556.304</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 6

Título			1/1/1999 – 31/12/2016	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª/276ª	Sênior	4.046.760.877	3,7
Ápice	1ª/17ª	Subordinada	3.290.716.805	3,0
Cibrasec	2ª/265ª	Sênior	2.949.563.793	2,7
Cibrasec	2ª/232ª	Única	2.349.721.484	2,2
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/75ª	Sênior	2.190.918.221	2,0
Gaia	4ª/43ª	Sênior	2.036.908.705	1,9
Cibrasec	2ª/277ª	Subordinada	2.022.310.550	1,9
Gaia	4ª/31ª	Sênior	1.862.056.928	1,7
Cibrasec	2ª/234ª	Única	1.649.721.485	1,5
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/110ª	Sênior	1.579.612.096	1,5
<b>Dez Maiores</b>			<b>23.978.290.944</b>	<b>22,2</b>
<b>Total</b>			<b>108.082.643.682</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)

TAB. 7

Título			1/1/2016 – 31/12/2016	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª/272ª	Única	300.000.000	4,7
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/135ª	Única	275.000.000	4,3
Ápice	1ª/64ª	Única	230.000.000	3,6
Habitasec	1ª/70ª	Única	200.000.000	3,2
Cibrasec	2ª/281ª	Única	190.000.000	3,0
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/122ª	Única	183.793.000	2,9
Ápice	1ª/86ª	Única	150.000.000	2,4
Brazil Realty	5ª/1ª	Única	150.000.000	2,4
Gaia	8ª/1ª	Única	150.000.000	2,4
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/142ª	Única	150.000.000	2,4
<b>Dez maiores</b>			<b>1.978.793.000</b>	<b>31,2</b>
<b>Total</b>			<b>6.341.627.957</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado (Operações de Mercado)

TAB. 8

Título			1/1/1999 – 31/12/2016	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Ápice	1ª/17ª	Subordinada	3.290.716.805	6,0
Brazilian Securities	1ª/174ª	Única	1.217.815.305	2,2
Ápice	1ª/18ª	Sênior	1.085.714.114	2,0
Brazilian Securities	1ª/34ª	Sênior	822.964.186	1,5
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/77ª	Única	483.637.000	0,9
Ápice	1ª/16ª	Única	418.693.019	0,8
PDG	3ª/3ª	Única	405.000.000	0,7
Brazilian Securities	1ª/175ª	Única	400.000.000	0,7
PDG	1ª/23ª	Única	386.715.895	0,7
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/69ª	Única	386.436.656	0,7
<b>Dez maiores</b>			<b>8.897.692.980</b>	<b>16,1</b>
<b>Total</b>			<b>55.271.361.545</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante emitido durante o ano de 2016, e desde 1999. Dos Rankings de Operações de Mercado são excluídos os títulos indexados à TR.

## COTAS DE FII

Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016

TAB. 9

1/1/2016 – 31/12/2016		
Emissor	Montante (R\$)	Participação (%)
2509	1.348.050.000	16,9
Kinea Rendimentos Imobiliários	1.102.828.983	13,8
BRL V	597.971.700	7,5
Kínea Índices de Preços	400.000.000	5,0
Top Center	322.214.000	4,0
Morumbi Town I	301.414.000	3,8
Nihal	300.000.000	3,8
Votorantim Securities II	240.417.000	3,0
Antares	228.800.000	2,9
Lecrec	219.060.900	2,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>506.756.583</b>	<b>63,4</b>
<b>Total</b>	<b>7.978.810.506</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordena as cotas de FII por montante emitido durante o ano de 2016.

# MERCADO SECUNDÁRIO

## CRI

### Negociações

Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2016				
TAB. 10				
Emissor	Título		1/1/2016 – 31/12/2016	
	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Gaia	4ª / 57ª	Única	1.969.395.492	23,7
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	603.063.896	7,3
Gaia	7ª / 1ª	Única	580.832.105	7,0
Ápice	1ª / 70ª	Única	302.737.414	3,6
Ápice	1ª / 46ª	Única	246.352.613	3,0
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 136ª	Única	233.482.315	2,8
Gaia	4ª / 7ª	Sênior	219.879.245	2,6
Brazil Realty	2ª / 1ª	Única	209.457.375	2,5
SCCI	1ª / 3ª	Única	180.663.269	2,2
Ápice	1ª / 56ª	Sênior	178.289.874	2,1
<b>Dez Maiores</b>			<b>4.724.153.598</b>	<b>56,9</b>
<b>Total</b>			<b>8.302.102.704</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2016				
TAB. 11				
Emissor	Título		1/1/2016 – 31/12/2016	
	Emissão/Série	Classe	Número de Negócios	Participação (%)
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 108ª	Única	694	15,9
Gaia	4ª / 57ª	Única	663	15,2
Gaia	4ª / 7ª	Sênior	154	3,5
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 141ª	Única	132	3,0
RB Capital Securitizadora	1ª / 109ª	Única	109	2,5
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 77ª	Única	96	2,2
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	90	2,1
SCCI	1ª / 19ª	Sênior	86	2,0
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 97ª	Única	79	1,8
RB Capital Securitizadora	1ª / 73ª	Única	60	1,4
<b>Dez Maiores</b>			<b>2.163</b>	<b>49,6</b>
<b>Total</b>			<b>4.358</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante negociado e número de negócios realizados na BM&FBOVESPA e registrados na CETIP durante o ano de 2016. Nestes *Rankings* somente são considerados os negócios realizados após 180 dias desde a data de emissão do respectivo título.

## COTAS DE FII

### Negociações

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2016							TAB. 12
Título	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	820.643.087	1	14,6	1	17,9	-3,3	
BB Progressivo II	632.524.683	2	11,3	2	14,3	-3,0	
Kinea Rendimentos Imobiliários	562.410.310	3	10,0	5	4,5	5,5	
Kinea Renda Imobiliária	399.841.498	4	7,1	3	7,7	-0,6	
CSHG Real Estate	211.731.781	5	3,8	4	4,7	-0,9	
CSHG Brasil Shopping	206.477.613	6	3,7	6	3,3	0,3	
TB Office	182.200.315	7	3,2	10	1,8	1,4	
JS Real Estate Multigestão	167.053.129	8	3,0	8	3,0	-0,1	
Santander Agências	165.843.427	9	3,0	7	3,2	-0,2	
CSHG Logística	94.702.974	10	1,7	9	1,9	-0,3	
<b>Dez Maiores</b>	<b>3.443.428.817</b>		<b>61,4</b>	<b>3.336.384.373</b>	<b>62,5</b>	<b>-1,1</b>	
<b>Total</b>	<b>5.609.274.850</b>		<b>100,0</b>	<b>5.339.276.368</b>	<b>100,0</b>		

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2016							TAB. 13
Título	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	359.132	1	27,4	1	19,9	7,5	
BB Progressivo II	93.383	2	7,1	2	12,5	-5,4	
Kinea Renda Imobiliária	90.816	3	6,9	4	8,0	-1,0	
Rio Bravo Renda Corporativa	70.963	4	5,4	3	10,0	-4,6	
Kinea Rendimentos Imobiliários	68.907	5	5,3	11	2,4	2,9	
Rio Negro	49.388	6	3,8	5	4,2	-0,4	
Santander Agências	45.920	7	3,5	6	3,6	-0,1	
Edifício Galeria	41.506	8	3,2	9	2,5	0,7	
TB Office	24.545	9	1,9	7	2,5	-0,6	
JS Real Estate Multigestão	23.540	10	1,8	14	1,2	0,6	
<b>Dez Maiores</b>	<b>868.100</b>		<b>66,3</b>	<b>855.976</b>	<b>68,0</b>	<b>-1,8</b>	
<b>Total</b>	<b>1.309.976</b>		<b>100,0</b>	<b>1.258.042</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam as cotas de FII por montante negociado e por número de negócios realizados na BM&FBOVESPA durante o ano de 2016.

## Rentabilidade

Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2016

TAB. 14

Título	Ticker*	2016		2015	
		Variação (% a.a.)	Posição	Variação (% a.a.)	Posição
Max Retail	MAXR11B	47,4	1	-9,2	57
Floripa Shopping	FLRP11B	43,2	2	7,3	8
Parque Dom Pedro Shopping Center	PQDP11	41,3	3	9,3	3
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	40,8	4	11,1	2
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	40,6	5	-4,5	41
Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	37,3	6	-0,8	26
Santander Agências	SAAG11	36,0	7	-1,2	28
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	35,6	8	-8,7	55
BB Renda Corporativa	BBRC11	35,2	9	1,2	22
Caixa Rio Bravo Fundo de Fundos	CXRI11	33,9	10	-9,2	56

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela variação de preço no ano de 2016. A variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2015 e 2016, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2015 (exclusive) e dezembro de 2016 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2015 ou dezembro de 2016 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2016

TAB. 15

Título	Ticker*	2016		2015	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	30,4	1	25,6	1
Torre Almirante	ALMI11B	17,1	2	13,3	16
SP Downtown	SPTW11	16,2	3	15,8	6
General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	15,6	4	16,2	5
TRX Realty Logística Renda I	TRXL11	15,3	5	-	-
Capitânia Securities II	CPTS11B	15,2	6	14,9	7
TRX Edifícios Corporativos	XTED11	14,1	7	17,9	2
Polo Recebíveis Imobiliários II	PORD11	14,0	8	10,2	56
Polo Recebíveis Imobiliários I	PLRI11	13,7	9	-	-
BB Renda de Papeis Imobiliários	RNDP11	13,1	10	13,5	14

\* Código de Negociação

Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2016

TAB. 16

Título	Ticker*	2016		2015	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	25,2	1	18,8	1
General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	16,2	2	13,4	10
Torre Almirante	ALMI11B	16,1	3	10,0	50
SP Downtown	SPTW11	15,2	4	13,8	8
Polo Recebíveis Imobiliários II	PORD11	15,0	5	9,9	52
Capitânia Securities II	CPTS11B	15,0	6	14,9	3
BB Renda de Papeis Imobiliários	RNDP11	14,7	7	13,4	11
BANESTES Recebíveis Imobiliários	BCRI11	14,4	8	-	-
Fator Verità	VRTA11	14,1	9	7,1	73
Shopping Jardim Sul	JRDM11B	14,0	10	12,7	16

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordenam as cotas FII pelos *dividend yield* indicados em dezembro de 2016. O *dividend yield* estimado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2016. O *dividend yield* realizado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2015. O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado na BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2015 (exclusive) e dezembro de 2016 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking de dividend yield* realizado [estimado] se em dezembro de 2015 [2016] o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2016

TAB. 17

Título	Ticker*	2016		2015	
		Rent. TIR (%)	Posição	Rent. TIR (%)	Posição
Max Retail	MAXR11B	63,6	1	0,3	59
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	55,4	2	8,1	31
Parque Dom Pedro Shopping Center	PQDP11	54,1	3	14,5	18
Floripa Shopping	FLRP11B	53,3	4	16,8	14
Caixa Rio Bravo Fundo de Fundos	CXRI11	50,9	5	1,8	55
BB Renda Corporativa	BBRC11	50,6	6	7,6	34
Santander Agências	SAAG11	50,0	7	9,4	29
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	47,9	8	-0,7	62
Aesapar	AEFI11	47,3	9	7,5	36
Anhanguera Educacional	FAED11B	47,2	10	21,0	6

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela rentabilidade efetiva no ano de 2016. A rentabilidade efetiva é calculada usando-se a Taxa Interna de Retorno, levando-se em conta as amortizações e os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo do ano e a variação de preço de cota destes. Por sua vez, a variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2015 e 2016, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. A cota é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2015 ou dezembro de 2016 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

## Capitalização

Ranking de Capitalização de Mercado das Cotas de FII								TAB. 18
Título	Ticker*	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)	
		Cap. Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Kinea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	2.447.270.924	1	9,9	4	5,8	4,1	
BB Progressivo II	BBPO11	1.956.957.452	2	7,9	3	7,3	0,6	
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	1.928.231.893	3	7,8	2	7,5	0,3	
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	1.809.420.858	4	7,3	1	9,3	-2,0	
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	1.069.874.172	5	4,3	7	3,7	0,6	
CSHG Real Estate	HGRE11	918.087.694	6	3,7	6	4,1	-0,4	
Grand Plaza Shopping	ABCP11	728.040.581	7	2,9	9	2,7	0,2	
Santander Agências	SAAG11	649.031.098	8	2,6	11	2,3	0,3	
TB Office	TBOF11	635.280.319	9	2,6	10	2,6	0,0	
JS Real Estate Multigestão	JSRE11	633.148.715	10	2,6	8	2,9	-0,3	
<b>Dez Maiores</b>		<b>12.775.343.708</b>		<b>51,7</b>	<b>10.483.402.314</b>	<b>50,9</b>	<b>0,8</b>	
<b>Total</b>		<b>24.701.594.763</b>		<b>100,0</b>	<b>20.607.307.383</b>	<b>100,0</b>		

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas dos FII pela capitalização de mercado em dezembro de 2016. A capitalização de mercado das cotas é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2016 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Caso não haja valor da cota em dezembro de 2016 é utilizado o último valor de cota de até 6 meses anteriores, desde que neste intervalo de meses, entre dezembro de 2016 e o último mês (exclusive) em que a cota foi negociada, não tenha ocorrido alguma amortização. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do *Ranking*. A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2016, ou no mês do último negócio, o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

## Indicadores

Ranking de Float das Cotas de FII em 2016						TAB. 19
Título	Ticker*	1/1/2016 – 31/12/2016		1/1/2015 – 31/12/2015		
		Float (%)	Posição	Float (%)	Posição	
Brazilian Graveyard and Death Care Services	CARE11	102,1	1	0,9	92	
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	61,2	2	60,1	3	
Memorial Office	FMOF11	60,7	3	17,9	46	
TRX Edifícios Corporativos	XTED11	58,7	4	49,0	7	
BANESTES Recebíveis Imobiliários	BCRI11	52,9	5	15,3	53	
BTG Pactual Fundo de CRI	FEXC11B	50,9	6	23,8	34	
Castello Branco Office Park	CBOP11	50,5	7	5,6	77	
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	45,4	8	49,6	6	
Rio Negro	RNGO11	40,8	9	32,6	20	
CSHG JHSF Prime Offices	HGJH11	40,3	10	46,0	9	

\*Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por *float* no ano de 2016. O *float* de 2016 é calculado pela divisão entre (i) o montante negociado na BM&FBOVESPA em 2016, e (ii) a capitalização de mercado do mês de dezembro de 2016, calculada conforme o critério da **tabela 18**, no entanto, para este *Ranking* não é utilizado o critério de exclusão das cotas que tiveram montante negociado menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios menor que 10.

Ranking de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII					
TAB. 20					
Título	Ticker*	31/12/2016		31/12/2015	
		Cap./PL (%)	Posição	Cap./PL (%)	Posição
Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	132,4	1	97,0	11
BB Progressivo II	BBPO11	131,9	2	100,5	7
Banrisul Novas Fronteiras	BNFS11	129,2	3	92,3	18
Santander Agências	SAAG11	125,2	4	90,2	24
GWI Renda Imobiliária	GWIR11	120,7	5	131,6	1
BB Renda Corporativa	BBRC11	120,7	6	95,4	14
Fator Verità	VRTA11	119,2	7	104,2	4
BANESTES Recebíveis Imobiliários	BCRI11	118,0	8	102,2	6
Brazilian Graveyard and Death Care Services	CARE11	116,7	9	-	-
Campus Faria Lima	FCFL11B	116,3	10	86,1	35

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA pelo indicador capitalização de mercado sobre patrimônio líquido (valor de mercado sobre valor patrimonial). O indicador é calculado pela divisão entre (i) a capitalização de mercado em dezembro de 2016 e (ii) o patrimônio líquido em dezembro de 2016. A capitalização de mercado é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2016 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota em dezembro de 2016 é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do *Ranking*. A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2016 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

# ENTIDADES EMISSORAS



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

— Nosso jeito criativo e único se junta à 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](http://rbcapital.com)

## SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016							TAB. 21
Securitizadora	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Cibrasec	11.554.946.872	1	65,0	2	20,3	44,7	
RB Capital	1.701.982.984	2	9,6	1	22,3	-12,7	
Ápice	1.134.688.250	3	6,4	4	13,8	-7,5	
Gaia	984.731.428	4	5,5	7	3,2	2,4	
Habitasec	464.244.193	5	2,6	6	5,0	-2,4	
Brazilian Securities	369.784.613	6	2,1	10	1,6	0,4	
Brazil Realty	350.000.000	7	2,0	-	-	2,0	
ISEC	267.697.036	8	1,5	5	6,0	-4,5	
Fortesec	150.500.000	9	0,8	13	0,8	0,0	
TRX	145.724.663	10	0,8	17	0,3	0,6	
<b>Dez Maiores</b>	<b>17.124.300.039</b>		<b>96,4</b>	<b>10.263.812.868</b>	<b>95,5</b>	<b>0,8</b>	
<b>Total</b>	<b>17.768.556.304</b>		<b>100,0</b>	<b>10.744.503.385</b>	<b>100,0</b>		

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016							TAB. 22
Securitizadora	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
RB Capital	15	1	14,2	3	11,7	2,4	
Cibrasec	13	2	12,3	6	7,6	4,7	
Ápice	12	3	11,3	2	15,2	-3,9	
Habitasec	11	4	10,4	5	9,0	1,4	
Fortesec	9	5	8,5	8	4,8	3,7	
Gaia	7	6	6,6	7	4,8	1,8	
Brazilian Securities	6	7	5,7	9	4,1	1,5	
ISEC	6	8	5,7	4	9,0	-3,3	
Polo Capital	6	9	5,7	11	2,1	3,6	
Altere	6	10	5,7	15	1,4	4,3	
<b>Dez Maiores</b>	<b>91</b>		<b>85,8</b>	<b>130</b>	<b>89,7</b>	<b>-3,8</b>	
<b>Total</b>	<b>106</b>		<b>100,0</b>	<b>145</b>	<b>100,0</b>		

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)

TAB. 23

Securitizadora	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	1.591.482.984	1	25,1	2	18,5	6,6
Ápice	1.134.688.250	2	17,9	1	22,0	-4,1
Gaia	622.774.575	3	9,8	6	6,1	3,7
Cibrasec	600.475.378	4	9,5	9	3,3	6,2
Habitasec	464.244.193	5	7,3	5	6,4	0,9
Brazilian Securities	369.784.613	6	5,8	10	2,8	3,1
Brazil Realty	350.000.000	7	5,5	-	-	5,5
ISEC	267.697.036	8	4,2	3	12,3	-8,1
Fortesec	150.500.000	9	2,4	13	1,9	0,5
TRX	145.724.663	10	2,3	17	0,6	1,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>5.697.371.692</b>		<b>89,8</b>	<b>4.014.286.749</b>	<b>89,3</b>	<b>0,5</b>
<b>Total</b>	<b>6.341.627.957</b>		<b>100,0</b>	<b>4.494.977.266</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações em 2016 (Operações de Mercado)

TAB. 24

Securitizadora	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	14	1	14,3	2	12,0	2,3
Ápice	12	2	12,2	1	18,0	-5,8
Habitasec	11	3	11,2	4	11,0	0,2
Fortesec	9	4	9,2	5	7,0	2,2
Cibrasec	7	5	7,1	8	5,0	2,1
Gaia	6	6	6,1	7	6,0	0,1
Brazilian Securities	6	7	6,1	9	5,0	1,1
ISEC	6	8	6,1	3	12,0	-5,9
Polo Capital	6	9	6,1	11	3,0	3,1
Altere	6	10	6,1	15	2,0	4,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>83</b>		<b>84,7</b>	<b>85</b>	<b>85,0</b>	<b>-0,3</b>
<b>Total</b>	<b>98</b>		<b>100,0</b>	<b>100</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total emitido e no número de operações efetivamente realizadas durante o ano de 2016. 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. Dos Rankings de Operações de Mercado são excluídos os títulos indexados à TR.

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

TAB. 25

Securitizadora	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Cibrasec	23.546.716.617	1	31,7	2	20,0	11,8
RB Capital	15.975.233.095	2	21,5	1	24,4	-2,9
Ápice	6.910.345.966	3	9,3	4	10,5	-1,2
Brazilian Securities	6.426.405.501	4	8,7	3	14,6	-5,9
Gaia	6.079.415.024	5	8,2	5	8,7	-0,6
Barigui	4.822.183.578	6	6,5	6	6,6	-0,1
PDG	2.397.501.085	7	3,2	8	3,6	-0,3
ISEC	2.093.656.702	8	2,8	7	3,6	-0,8
Habitasec	1.772.839.409	9	2,4	9	2,2	0,2
Brazil Realty	779.292.753	10	1,0	11	1,0	0,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>70.803.589.730</b>		<b>95,4</b>	<b>56.629.187.864</b>	<b>92,0</b>	<b>3,3</b>
<b>Total</b>	<b>74.249.154.413</b>		<b>100,0</b>	<b>61.537.007.083</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI

TAB. 26

Securitizadora	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	137	1	18,1	1	21,3	-3,2
RB Capital	111	2	14,7	2	14,7	0,0
Cibrasec	98	3	12,9	3	12,9	0,1
Gaia	79	4	10,4	4	10,9	-0,4
Ápice	67	5	8,9	5	7,8	1,1
Barigui	54	6	7,1	6	7,5	-0,4
ISEC	45	7	5,9	7	5,9	0,0
Habitasec	43	8	5,7	8	4,7	1,0
PDG	19	9	2,5	9	2,4	0,1
Fortesec	17	10	2,2	14	1,1	1,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>670</b>		<b>88,5</b>	<b>639</b>	<b>90,3</b>	<b>-1,7</b>
<b>Total</b>	<b>757</b>		<b>100,0</b>	<b>708</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI (Operações de Mercado)

TAB. 27

Securitizadora	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	8.166.101.296	1	25,1	1	21,9	3,1
Ápice	5.266.554.384	2	16,2	3	15,6	0,6
Brazilian Securities	4.151.986.404	3	12,7	2	20,4	-7,7
Gaia	3.289.359.913	4	10,1	4	8,3	1,8
PDG	2.064.416.457	5	6,3	5	6,5	-0,2
ISEC	1.605.575.010	6	4,9	6	5,3	-0,4
Habitasec	1.502.931.324	7	4,6	8	3,5	1,1
Cibrasec	1.501.536.376	8	4,6	7	4,1	0,5
Barigui	926.812.196	9	2,8	9	3,3	-0,4
Brazil Realty	779.292.753	10	2,4	11	1,9	0,5
<b>Dez Maiores</b>	<b>29.254.566.112</b>		<b>89,8</b>	<b>27.614.888.143</b>	<b>88,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Total</b>	<b>32.582.103.165</b>		<b>100,0</b>	<b>31.051.898.676</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI (Operações de Mercado)

TAB. 28

Securitizadora	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	104	1	17,7	1	21,1	-3,4
RB Capital	88	2	15,0	2	15,0	-0,1
Gaia	70	3	11,9	3	12,8	-0,9
Cibrasec	60	4	10,2	4	10,6	-0,4
Ápice	53	5	9,0	5	7,5	1,5
Habitasec	41	6	7,0	7	5,7	1,3
ISEC	39	7	6,6	6	6,4	0,2
Fortesec	17	8	2,9	13	1,5	1,4
PDG	16	9	2,7	8	2,9	-0,2
Barigui	16	10	2,7	10	2,8	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>504</b>		<b>85,7</b>	<b>479</b>	<b>87,9</b>	<b>-2,2</b>
<b>Total</b>	<b>588</b>		<b>100,0</b>	<b>545</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2016. 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.

## FIDC IMOBILIÁRIOS

Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de Patrimônio Líquido

TAB. 29

Fundo	1/1/2001 – 31/12/2016			1/1/2001 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Caixa RB Capital Habitação	356.360.025	1	17,2	2	27,6	-10,4
GBX Prime I	276.125.467	2	13,3	3	12,7	0,6
Illuminati	222.052.414	3	10,7	-	-	10,7
Polo Multisetorial NP	205.032.807	4	9,9	1	29,9	-20,0
XPCE III	196.660.566	5	9,5	-	-	9,5
SPDA Habitação NP	194.979.133	6	9,4	-	-	9,4
Buriti Imobiliários	128.753.137	7	6,2	7	4,6	1,6
Breof Real Estate Credit	104.359.074	8	5,0	4	8,8	-3,8
Gáttria NP	85.633.050	9	4,1	-	-	4,1
Ático Imobiliários	66.571.990	10	3,2	6	4,8	-1,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>1.836.527.663</b>		<b>88,5</b>	<b>1.434.707.031</b>	<b>98,9</b>	<b>-10,4</b>
<b>Total</b>	<b>2.075.700.124</b>		<b>100,0</b>	<b>1.450.995.707</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordena os FIDC com lastro em recebíveis imobiliários pelo patrimônio líquido (PL) do último dia útil do ano de 2016.

## FII

Ranking de FII por Montante de Patrimônio Líquido

TAB. 30

Fundo	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Porto Maravilha	5.851.536.203	1	9,0	1	9,4	-0,4
Kinea Rendimentos Imobiliários	2.210.001.253	2	3,4	13	1,7	1,7
BTG Pactual Corporate Office Fund	2.099.229.207	3	3,2	2	4,7	-1,5
Opportunity	2.021.615.954	4	3,1	3	3,7	-0,6
Kinea Renda Imobiliária	1.998.890.816	5	3,1	4	3,5	-0,4
Península	1.788.303.609	6	2,8	5	2,5	0,3
Shopping Parque D. Pedro	1.698.903.635	7	2,6	6	2,5	0,2
BB Progressivo II	1.483.912.189	8	2,3	7	2,4	-0,1
2509	1.473.751.940	9	2,3	-	-	2,3
Votorantim Securities IV	1.185.028.557	10	1,8	11	1,8	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>21.811.173.363</b>		<b>33,6</b>	<b>21.053.288.511</b>	<b>34,0</b>	<b>-0,4</b>
<b>Total</b>	<b>65.002.870.941</b>		<b>100,0</b>	<b>61.937.695.136</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordena os FII pelo patrimônio líquido (PL) do último dia útil do ano de 2016.

## FIP IMOBILIÁRIOS

Ranking de FIP Imobiliários por Montante de Patrimônio Líquido							TAB. 31
Fundo	1/1/2003 – 31/12/2016			1/1/2003 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Ancar Ivanhoe Shopping Centers Multiestratégia	3.268.408.840	1	11,5	-	-	11,5	
BRE/Alpha	1.789.917.080	2	6,3	1	6,8	-0,5	
LPP Investimentos III	1.708.097.770	3	6,0	2	6,8	-0,8	
LPP Investimentos II	1.621.835.260	4	5,7	3	6,4	-0,7	
HSI IV	1.371.929.030	5	4,8	6	4,8	0,0	
SCPL Brazil Real Estate I	1.370.320.320	6	4,8	4	5,4	-0,6	
LPP Investimentos	1.156.286.130	7	4,1	5	4,9	-0,9	
L.A.	1.149.484.760	8	4,1	7	4,3	-0,2	
Pátria Special Opportunities I	1.133.784.400	9	4,0	8	4,3	-0,3	
Pátria Real Estate II	892.172.030	10	3,1	9	3,3	-0,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>15.462.235.620</b>		<b>54,6</b>	<b>11.696.879.270</b>	<b>50,3</b>	<b>4,3</b>	
<b>Total</b>	<b>28.343.576.430</b>		<b>100,0</b>	<b>23.276.394.910</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordena os FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário pelo patrimônio líquido (PL) do último dia útil do ano de 2016.

# TERCEIROS

# QUEM É QUEM

EM FINANÇAS ESTRUTURADAS NO BRASIL



O QUEM É QUEM REÚNE  
A PRINCIPAL REDE DE  
CONTATO DOS  
PARTICIPANTES E  
INSTITUIÇÕES DO  
MERCADO BRASILEIRO  
DE FINANÇAS  
ESTRUTURADAS

UM GUIA FÁCIL DE  
CONSULTA QUE HÁ MAIS  
DE UMA DÉCADA LISTA E  
ATUALIZA OS PLAYERS  
DO MERCADO POR  
SEGMENTO DE ATUAÇÃO



INCLUA SEUS DADOS E MOSTRE QUEM É VOCÊ



SAIBA MAIS EM  
INFORMAÇÕES

[www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br)  
[diretorio@uqbar.com.br](mailto:diretorio@uqbar.com.br)  
(55) 21 2529 2925

## ADMINISTRADORES

### FIDC Imobiliários

Ranking dos Administradores de FIDC Imobiliário por Patrimônio Líquido						TAB. 32
Administrador	1/1/2001 – 31/12/2016			1/1/2001 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Santander	481.158.274	1	23,2	1	42,6	-19,4
Caixa Econômica Federal	356.360.025	2	17,2	2	27,6	-10,4
BRL Trust	326.551.187	3	15,7	4	8,8	6,9
Socopa	287.922.242	4	13,9	5	5,5	8,3
Oliveira Trust	282.784.546	5	13,6	3	12,6	1,0
Planner	241.604.196	6	11,6	-	-	11,6
SLW	56.129.975	7	2,7	8	0,5	2,2
Dillon	34.848.307	8	1,7	6	1,8	-0,1
Modal	8.341.372	9	0,4	7	0,6	-0,2
<b>Total</b>	<b>2.075.700.124</b>		<b>100,0</b>	<b>1.450.995.707</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Administradores de FIDC Imobiliário por Número de Fundos						TAB. 33
Administrador	1/1/2001 – 31/12/2016			1/1/2001 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Oliveira Trust	5	1	25,0	1	25,0	0,0
Socopa	4	2	20,0	3	16,7	3,3
BRL Trust	3	3	15,0	5	8,3	6,7
Santander	2	4	10,0	2	16,7	-6,7
Planner	2	5	10,0	-	-	10,0
Caixa Econômica Federal	1	6	5,0	4	8,3	-3,3
SLW	1	7	5,0	8	8,3	-3,3
Dillon	1	8	5,0	6	8,3	-3,3
Modal	1	9	5,0	7	8,3	-3,3
<b>Total</b>	<b>20</b>		<b>100,0</b>	<b>12</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os administradores de FIDC com lastro em recebíveis imobiliários por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2016. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

FII

Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido							TAB. 34
Administrador	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual	12.748.818.136	1	19,6	1	26,9	-7,3	
Caixa Econômica Federal	8.253.849.976	2	12,7	2	13,3	-0,6	
VAM	6.282.805.488	3	9,7	3	8,4	1,3	
Rio Bravo	6.046.786.095	4	9,3	5	7,1	2,2	
Intrag	5.110.525.362	5	7,9	4	7,6	0,3	
CSHG	5.007.328.547	6	7,7	6	5,7	2,0	
BRL Trust	3.791.447.611	7	5,8	8	4,5	1,3	
Oliveira Trust	2.983.456.291	8	4,6	9	3,8	0,8	
BNY Mellon	2.327.040.625	9	3,6	7	4,5	-0,9	
Ourinvest	1.788.303.609	10	2,8	10	2,5	0,3	
<b>Dez maiores</b>	<b>54.340.361.740</b>		<b>83,6</b>	<b>52.284.027.331</b>	<b>84,4</b>	<b>-0,8</b>	
<b>Total</b>	<b>65.002.870.938</b>		<b>100,0</b>	<b>61.937.695.138</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos							TAB. 35
Administrador	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual	43	1	15,0	1	18,7	-3,7	
BRL Trust	35	2	12,2	2	13,6	-1,4	
Rio Bravo	26	3	9,1	3	8,6	0,5	
Oliveira Trust	23	4	8,0	4	7,4	0,6	
VAM	22	5	7,7	5	6,2	1,5	
Caixa Econômica Federal	12	6	4,2	6	4,7	-0,5	
Planner	12	7	4,2	7	4,3	-0,1	
Finaxis	12	8	4,2	12	2,3	1,9	
CSHG	11	9	3,8	8	3,9	-0,1	
Intrader	9	10	3,1	11	2,7	0,4	
<b>Dez maiores</b>	<b>205</b>		<b>71,7</b>	<b>191</b>	<b>74,3</b>	<b>-2,6</b>	
<b>Total</b>	<b>286</b>		<b>100,0</b>	<b>257</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os administradores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2016. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado

TAB. 36

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	6.924.094.202	1	25,8	1	29,4	-3,6
Intrag	4.999.065.787	2	18,6	2	15,5	3,1
Rio Bravo	3.905.359.732	3	14,6	3	11,2	3,4
CSHG	3.196.888.737	4	11,9	4	10,0	1,9
VAM	2.517.264.792	5	9,4	5	7,8	1,6
Oliveira Trust	882.135.132	6	3,3	8	2,9	0,4
Caixa Econômica Federal	850.999.168	7	3,2	9	2,8	0,4
Safra	633.148.715	8	2,4	10	2,3	0,1
Coinvalores	549.473.751	9	2,0	11	2,0	0,0
BR Capital	357.787.416	10	1,3	13	0,9	0,4
<b>Dez Maiores</b>	<b>24.816.217.432</b>		<b>92,5</b>	<b>23.525.948.509</b>	<b>92,7</b>	<b>-0,2</b>
<b>Total</b>	<b>26.826.697.402</b>		<b>100,0</b>	<b>25.372.027.569</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados

TAB. 37

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	25	1	23,4	1	25,5	-2,1
Rio Bravo	16	2	15,0	2	13,2	1,8
CSHG	10	3	9,3	5	7,5	1,8
Oliveira Trust	10	4	9,3	4	8,5	0,8
Caixa Econômica Federal	6	5	5,6	6	5,7	-0,1
Intrag	5	6	4,7	8	3,8	0,9
VAM	5	7	4,7	7	4,7	0,0
Coinvalores	4	8	3,7	9	3,8	-0,1
BR Capital	4	9	3,7	13	1,9	1,8
Fator	3	10	2,8	11	2,8	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>88</b>		<b>82,2</b>	<b>89</b>	<b>84,0</b>	<b>-1,8</b>
<b>Total</b>	<b>107</b>		<b>100,0</b>	<b>106</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os administradores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2016, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 18**.

## FIP Imobiliários

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido							TAB. 38
Administrador	1/1/2003 – 31/12/2016			1/1/2003 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
VAM	4.872.691.070	1	17,2	1	19,7	-2,5	
BRL Trust	3.704.105.940	2	13,1	5	6,5	6,5	
Geração Futuro	3.339.659.720	3	11,8	26	0,2	11,6	
Hemisfério Sul	3.132.482.580	4	11,1	3	10,2	0,8	
Pátria	2.627.168.960	5	9,3	2	16,5	-7,2	
Santander	1.757.362.480	6	6,2	4	10,2	-4,0	
Planner	1.374.556.760	7	4,8	6	5,0	-0,1	
BTG Pactual	1.196.283.360	8	4,2	7	4,6	-0,4	
BR Partners	1.012.475.450	9	3,6	11	2,2	1,4	
Oliveira Trust	881.973.060	10	3,1	8	3,5	-0,4	
<b>Dez Maiores</b>	<b>23.898.759.380</b>		<b>84,3</b>	<b>19.136.140.400</b>	<b>82,2</b>	<b>2,1</b>	
<b>Total</b>	<b>28.343.576.430</b>		<b>100,0</b>	<b>23.276.394.910</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos							TAB. 39
Administrador	1/1/2003 – 31/12/2016			1/1/2003 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BNY Mellon	13	1	11,2	1	14,2	-3,0	
BRL Trust	12	2	10,3	2	8,3	2,0	
VAM	8	3	6,9	4	7,5	-0,6	
Hemisfério Sul	8	4	6,9	8	4,2	2,7	
Santander	7	5	6,0	5	5,0	1,0	
BTG Pactual	7	6	6,0	3	8,3	-2,3	
Oliveira Trust	7	7	6,0	6	5,0	1,0	
Planner	6	8	5,2	9	4,2	1,0	
Citibank	5	9	4,3	11	3,3	1,0	
BEM	5	10	4,3	10	4,2	0,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>78</b>		<b>67,2</b>	<b>78</b>	<b>65,0</b>	<b>2,2</b>	
<b>Total</b>	<b>116</b>		<b>100,0</b>	<b>120</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os administradores de FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2016. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

## ADVOGADOS

### CRI

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2016							TAB. 40
Advogado	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PMKA	6.724.955.909	1	54,7	1	42,9	11,8	
Pinheiro Guimarães	1.068.308.000	2	8,7	8	2,6	6,1	
Tauil & Chequer	908.500.000	3	7,4	13	1,7	5,7	
Demarest	409.363.000	4	3,3	-	-	3,3	
Machado Meyer	399.768.248	5	3,3	11	2,1	1,1	
Cascione, Pulino, Boulos & Santos	376.956.853	6	3,1	15	1,2	1,9	
Souza Cescon	370.000.000	7	3,0	-	-	3,0	
Lefosse	330.000.000	8	2,7	-	-	2,7	
Lobo & de Rizzo	245.000.000	9	2,0	-	-	2,0	
SIDC	237.854.591	10	1,9	-	-	1,9	
<b>Dez Maiores</b>	<b>11.070.706.601</b>		<b>90,1</b>	<b>8.498.695.932</b>	<b>89,7</b>	<b>0,4</b>	
<b>Total</b>	<b>12.288.020.760</b>		<b>100,0</b>	<b>9.473.663.203</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2016							TAB. 41
Advogado	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PMKA	36	1	34,6	1	26,4	8,2	
SIDC	10	2	9,6	-	-	9,6	
Pinheiro Guimarães	7	3	6,7	12	1,6	5,1	
Tauil & Chequer	7	4	6,7	13	1,6	5,1	
Machado Meyer	5	5	4,8	7	3,2	1,6	
Souza Cescon	4	6	3,8	-	-	3,8	
Demarest	3	7	2,9	-	-	2,9	
Bicalho e Mollica	3	8	2,9	3	12,0	-9,1	
Costa Rangel	3	9	2,9	-	-	2,9	
KLA	3	10	2,9	16	0,8	2,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>81</b>		<b>77,9</b>	<b>107</b>	<b>85,6</b>	<b>-7,7</b>	
<b>Total</b>	<b>104</b>		<b>100,0</b>	<b>125</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os assessores legais com base no montante emitido e no número de operações de CRI realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias durante o ano de 2016. A assessoria considerada nestes *Rankings* 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 2016.

## FII

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2016

TAB. 42

Advogado	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA	1.710.504.851	1	49,8	1	84,5	-34,6
Pinheiro Guimarães	1.102.828.983	2	32,1	-	-	32,1
LRNG	400.000.000	3	11,6	-	-	11,6
Motta, Fernandes Rocha	63.376.200	4	1,8	7	0,0	1,8
Spalding	59.596.069	5	1,7	2	6,6	-4,9
FreitasLeite	26.855.456	6	0,8	6	0,2	0,6
Bicalho e Mollica	19.999.985	7	0,6	-	-	0,6
Peixoto Neto	13.750.000	8	0,4	-	-	0,4
Lacaz Martins, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri	13.102.034	9	0,4	3	4,7	-4,3
EFCAN	12.806.200	10	0,4	-	-	0,4
<b>Dez Maiores</b>	<b>3.422.819.778</b>		<b>99,7</b>	<b>1.789.091.842</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,3</b>
<b>Total</b>	<b>3.433.750.383</b>		<b>100,0</b>	<b>1.789.091.842</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2016

TAB. 43

Advogado	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA	5	1	27,8	1	37,5	-9,7
FreitasLeite	2	2	11,1	6	6,3	4,9
Lacaz Martins, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri	2	3	11,1	3	12,5	-1,4
Pinheiro Guimarães	1	4	5,6	-	-	5,6
LRNG	1	5	5,6	-	-	5,6
Motta, Fernandes Rocha	1	6	5,6	7	6,3	-0,7
Spalding	1	7	5,6	5	6,3	-0,7
Bicalho e Mollica	1	8	5,6	-	-	5,6
Peixoto Neto	1	9	5,6	-	-	5,6
EFCAN	1	10	5,6	-	-	5,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>16</b>		<b>88,9</b>	<b>16</b>	<b>100,0</b>	<b>-11,1</b>
<b>Total</b>	<b>18</b>		<b>100,0</b>	<b>16</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os assessores legais de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2016. Quando dois ou mais escritórios de advogados assessoram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. Os *Rankings* consideram apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

## AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

### CRI

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2016						TAB. 44
Agência de Classificação	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	1.677.721.000	1	55,4	1	41,2	14,2
Moody's	633.300.000	2	20,9	6	3,3	17,6
Liberum	312.823.170	3	10,3	2	20,2	-9,9
S & P	310.000.000	4	10,2	4	10,7	-0,5
LF	51.481.000	5	1,7	5	9,8	-8,1
Austin	41.000.000	6	1,4	7	0,2	1,2
<b>Total</b>	<b>3.026.325.170</b>		<b>100,0</b>	<b>2.679.372.200</b>	<b>100,0</b>	

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2016						TAB. 45
Agência de Classificação	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Austin	18	1	34,0	7	3,9	30,1
Fitch	14	2	26,4	2	19,2	7,2
Liberum	7	3	13,2	1	32,7	-19,5
Moody's	5	4	9,4	6	3,9	5,6
S & P	5	5	9,4	5	3,9	5,6
LF	4	6	7,5	4	17,3	-9,8
<b>Total</b>	<b>53</b>		<b>100,0</b>	<b>52</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as agências de classificação de risco com base no montante e no número de atribuições de classificações de risco emitidas por cada uma delas aos CRI no ano de 2016. 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.

## AGENTES FIDUCIÁRIOS

### CRI

Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2016							TAB. 46
Agente Fiduciário	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Vórtx	12.666.929.287	1	71,3	5	0,5	70,8	
Pentágono	3.075.825.023	2	17,3	1	54,7	-37,4	
Oliveira Trust	1.324.070.432	3	7,5	2	36,8	-29,3	
Simplific Pavarini	375.224.662	4	2,1	7	0,3	1,9	
GDC Partners	170.668.248	5	1,0	3	4,2	-3,3	
SLW	148.604.665	6	0,8	6	0,5	0,4	
<b>Total</b>	<b>17.761.322.317</b>		<b>100,0</b>	<b>10.744.503.384</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2016							TAB. 47
Agente Fiduciário	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Vórtx	41	1	39,0	6	1,4	37,7	
Pentágono	35	2	33,3	2	41,4	-8,0	
Oliveira Trust	14	3	13,3	1	44,8	-31,5	
SLW	7	4	6,7	5	2,1	4,6	
Simplific Pavarini	5	5	4,8	7	0,7	4,1	
GDC Partners	3	6	2,9	4	4,1	-1,3	
<b>Total</b>	<b>105</b>		<b>100,0</b>	<b>145</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os agentes fiduciários com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2016. Os *Rankings* consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2016.

Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI

TAB. 48

Agente Fiduciário	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono	39.643.425.921	1	53,4	1	63,5	-10,1
Oliveira Trust	15.542.966.159	2	20,9	2	27,8	-6,9
Vórtx	12.614.570.946	3	17,0	7	0,1	16,9
Simplific Pavarini	2.483.032.676	4	3,3	3	3,7	-0,4
GDC Partners	1.814.133.136	5	2,4	4	2,6	-0,2
Planner	1.628.879.440	6	2,2	5	1,7	0,5
SLW	487.102.135	7	0,7	6	0,7	0,0
BRL Trust	35.044.000	8	0,0	8	0,1	-0,1
<b>Total</b>	<b>74.249.154.413</b>		<b>100,0</b>	<b>61.537.007.083</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI

TAB. 49

Agente Fiduciário	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono	323	1	42,7	1	43,9	-1,2
Oliveira Trust	283	2	37,4	2	42,7	-5,3
Vórtx	42	3	5,5	7	0,3	5,2
Planner	38	4	5,0	3	5,1	-0,1
Simplific Pavarini	29	5	3,8	4	3,4	0,4
GDC Partners	27	6	3,6	5	3,4	0,2
SLW	14	7	1,8	6	1,1	0,7
BRL Trust	1	8	0,1	8	0,1	0,0
<b>Total</b>	<b>757</b>		<b>100,0</b>	<b>708</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os agentes fiduciários com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2016. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos agentes fiduciários não são consideradas para os Rankings.

## AUDITORES

### Securizadoras Imobiliárias

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI						TAB. 50
Auditor	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Deloitte	30.642.483.475	1	41,3	1	36,7	4,6
Grant Thornton	22.885.579.061	2	30,8	2	24,4	6,4
KPMG	8.374.304.410	3	11,3	5	5,4	5,9
PwC	7.042.104.930	4	9,5	3	15,3	-5,8
Crowe Horwath	2.062.911.962	5	2,8	10	0,3	2,5
Itikawa	1.095.690.972	6	1,5	7	1,9	-0,4
BDO	1.069.519.871	7	1,4	8	1,8	-0,4
LCC	256.709.000	8	0,3	-	-	0,3
Moore Stephens	251.611.382	9	0,3	6	2,2	-1,9
EY	156.042.790	10	0,2	4	11,0	-10,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>73.836.957.851</b>		<b>99,4</b>	<b>61.146.028.615</b>	<b>99,4</b>	<b>0,0</b>
<b>Total</b>	<b>74.249.154.413</b>		<b>100,0</b>	<b>61.537.007.083</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI						TAB. 51
Auditor	31/12/2016			31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Deloitte	188	1	24,8	1	32,8	-8,0
Grant Thornton	178	2	23,5	3	14,7	8,8
PwC	152	3	20,1	2	23,0	-2,9
KPMG	102	4	13,5	5	6,4	7,1
Crowe Horwath	49	5	6,5	10	0,7	5,8
BDO	33	6	4,4	7	4,1	0,3
Moore Stephens	17	7	2,2	6	4,7	-2,5
Itikawa	14	8	1,8	8	2,1	-0,3
BEXCELL	9	9	1,2	12	0,6	0,6
Guimarães e Gonçalves	5	10	0,7	11	0,6	0,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>747</b>		<b>98,7</b>	<b>695</b>	<b>98,2</b>	<b>0,5</b>
<b>Total</b>	<b>757</b>		<b>100,0</b>	<b>708</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de Securizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2016. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos participantes da operação não são consideradas para os *Rankings*.

## FII

Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 52

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Patrimônio Líquido (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
EY	18.523.127.237	1	29,0	1	33,3	-4,3
PwC	15.417.068.823	2	24,1	2	23,4	0,7
KPMG	12.772.446.416	3	20,0	3	16,7	3,3
Deloitte	7.578.287.640	4	11,9	4	12,1	-0,2
Grant Thornton	2.621.342.810	5	4,1	5	4,3	-0,2
BDO	2.448.457.678	6	3,8	6	3,6	0,2
Baker Tilly	772.653.916	7	1,2	7	1,1	0,1
Confidor	500.754.424	8	0,8	8	0,8	0,0
Crowe Horwath	448.804.482	9	0,7	11	0,6	0,1
BKR Lopes, Machado	425.983.065	10	0,7	9	0,7	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>61.508.926.491</b>		<b>96,3</b>	<b>59.762.680.265</b>	<b>96,7</b>	<b>-0,4</b>
<b>Total</b>	<b>63.856.737.167</b>		<b>100,0</b>	<b>61.813.498.832</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos

TAB. 53

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PwC	57	1	21,1	1	24,1	-3,0
KPMG	44	2	16,3	3	15,0	1,3
EY	42	3	15,6	2	15,4	0,1
Deloitte	30	4	11,1	4	11,9	-0,7
BDO	28	5	10,4	5	10,3	0,1
Grant Thornton	15	6	5,6	6	4,7	0,8
Baker Tilly	13	7	4,8	7	3,6	1,3
Ecovis Pemom	7	8	2,6	8	2,8	-0,2
Crowe Horwath	6	9	2,2	10	1,6	0,6
Nova Master	6	10	2,2	11	1,6	0,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>248</b>		<b>91,9</b>	<b>232</b>	<b>91,7</b>	<b>0,2</b>
<b>Total</b>	<b>270</b>		<b>100,0</b>	<b>253</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2016. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os Rankings.

Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado

TAB. 54

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Capitalização de Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PwC	9.925.604.629	1	37,0	1	36,0	1,0
Deloitte	5.802.575.868	2	21,6	4	18,3	3,3
EY	5.550.004.599	3	20,7	2	20,6	0,1
KPMG	3.714.425.135	4	13,8	3	19,6	-5,8
BDO	594.673.306	5	2,2	5	1,9	0,3
BKR Lopes, Machado	252.117.658	6	0,9	12	0,2	0,7
Moore Stephens	203.114.084	7	0,8	6	0,7	0,1
Baker Tilly	197.482.455	8	0,7	9	0,5	0,2
Grant Thornton	166.524.208	9	0,6	7	0,6	0,0
Performance	155.730.735	10	0,6	10	0,5	0,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>26.562.252.677</b>		<b>99,0</b>	<b>25.202.965.783</b>	<b>99,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Total</b>	<b>26.826.697.403</b>		<b>100,0</b>	<b>25.372.027.569</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados

TAB. 55

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PwC	35	1	32,7	1	32,1	0,6
EY	19	2	17,8	3	17,9	-0,1
KPMG	19	3	17,8	2	19,8	-2,0
Deloitte	18	4	16,8	4	17,9	-1,1
BDO	5	5	4,7	5	4,7	0,0
BKR Lopes, Machado	2	6	1,9	12	0,9	1,0
Baker Tilly	2	7	1,9	9	0,9	1,0
Crowe Horwath	2	8	1,9	6	1,9	0,0
Moore Stephens	1	9	0,9	7	0,9	0,0
Grant Thornton	1	10	0,9	8	0,9	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>104</b>		<b>97,2</b>	<b>104</b>	<b>98,1</b>	<b>-0,9</b>
<b>Total</b>	<b>107</b>		<b>100,0</b>	<b>106</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2016, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 18**.

## ESTRUTURADORES

### FII

Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2016							TAB. 56
Estruturador	1/1/2016 - 31/12/2016			1/1/2015 - 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Itaú BBA	1.502.828.983	1	84,2	2	22,3	61,9	
BR Capital	63.376.200	2	3,6	13	0,0	3,6	
Opportunity	59.596.069	3	3,3	3	6,6	-3,3	
BTG Pactual	57.659.569	4	3,2	8	1,6	1,6	
BNY Mellon	50.000.000	5	2,8	9	0,4	2,4	
Planner	32.690.502	6	1,8	10	0,2	1,6	
CSHG	13.102.034	7	0,7	4	4,6	-3,9	
Coinvalores	5.093.756	8	0,3	-	-	0,3	
<b>Total</b>	<b>1.784.347.113</b>		<b>100,0</b>	<b>1.792.488.241</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2016							TAB. 57
Estruturador	1/1/2016 - 31/12/2016			1/1/2015 - 31/12/2015		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual	3	1	23,1	1	17,6	5,5	
Itaú BBA	2	2	15,4	4	5,9	9,5	
Planner	2	3	15,4	10	5,9	9,5	
CSHG	2	4	15,4	3	11,8	3,6	
BR Capital	1	5	7,7	13	5,9	1,8	
Opportunity	1	6	7,7	5	5,9	1,8	
BNY Mellon	1	7	7,7	9	5,9	1,8	
Coinvalores	1	8	7,7	-	-	7,7	
<b>Total</b>	<b>13</b>		<b>100,0</b>	<b>17</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os estruturadores de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2016. Quando duas ou mais instituições estruturaram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. Os *Rankings* consideram apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

## GESTORES

### FII

Ranking dos Gestores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 58

Gestor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	12.506.374.541	1	19,2	1	22,9	-3,7
Caixa Econômica Federal	7.298.516.827	2	11,2	2	12,1	-0,9
Rio Bravo	6.196.013.000	3	9,5	4	7,9	1,6
VAM	6.150.185.773	4	9,5	3	8,5	1,0
Kinea	5.110.525.362	5	7,9	5	7,8	0,1
CSHG	5.007.328.547	6	7,7	6	5,9	1,8
BNY Mellon	2.226.968.082	7	3,4	7	4,1	-0,7
Oliveira Trust	1.821.663.547	8	2,8	8	2,7	0,1
Ourinvest	1.788.303.609	9	2,8	9	2,6	0,2
BRL Trust	1.749.972.390	10	2,7	15	1,6	1,1
<b>Dez maiores</b>	<b>49.855.851.678</b>		<b>76,7</b>	<b>46.133.762.655</b>	<b>76,8</b>	<b>-0,1</b>
<b>Total</b>	<b>65.002.870.942</b>		<b>100,0</b>	<b>60.076.977.401</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Gestores de FII por Número de Fundos

TAB. 59

Gestor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	38	1	13,3	1	16,0	-2,7
Rio Bravo	26	2	9,1	2	9,2	-0,1
VAM	21	3	7,3	3	6,0	1,3
BRL Trust	13	4	4,5	5	4,4	0,1
CSHG	11	5	3,8	6	4,0	-0,2
RB Capital	11	6	3,8	4	5,2	-1,4
Oliveira Trust	10	7	3,5	8	3,6	-0,1
REAG	10	8	3,5	7	4,0	-0,5
Caixa Econômica Federal	8	9	2,8	9	3,2	-0,4
BRKB	8	10	2,8	11	2,8	0,0
<b>Dez maiores</b>	<b>156</b>		<b>54,5</b>	<b>146</b>	<b>58,4</b>	<b>-3,9</b>
<b>Total</b>	<b>286</b>		<b>100,0</b>	<b>250</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os gestores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2016. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os Rankings.

Ranking dos Gestores de FII por Capitalização de Mercado

TAB. 60

Gestor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	6.806.532.029	1	25,4	1	28,8	-3,4
Kinea	4.999.065.787	2	18,6	2	15,5	3,1
Rio Bravo	3.576.718.964	3	13,3	3	10,9	2,4
CSHG	3.196.888.736	4	11,9	4	10,0	1,9
VAM	2.399.156.395	5	8,9	5	7,4	1,5
XP	714.366.931	6	2,7	7	3,3	-0,6
Caixa Econômica Federal	650.403.093	7	2,4	9	2,1	0,3
Safra	633.148.715	8	2,4	8	2,3	0,1
Coinvalores	549.473.751	9	2,0	10	2,0	0,0
Oliveira Trust	361.640.993	10	1,3	12	1,3	0,0
<b>Dez maiores</b>	<b>23.887.395.394</b>		<b>89,0</b>	<b>22.660.967.962</b>	<b>89,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Total</b>	<b>26.826.697.401</b>		<b>100,0</b>	<b>25.372.027.570</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Gestores de FII por Número de Fundos Negociados

TAB. 61

Gestor	1/1/1995 – 31/12/2016			1/1/1995 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual	23	1	21,5	1	23,6	-2,1
Rio Bravo	14	2	13,1	2	12,3	0,8
CSHG	10	3	9,3	3	7,5	1,8
Kinea	5	4	4,7	6	3,8	0,9
XP	5	5	4,7	4	5,7	-1,0
VAM	4	6	3,7	7	3,8	-0,1
Coinvalores	4	7	3,7	8	3,8	-0,1
Oliveira Trust	4	8	3,7	9	3,8	-0,1
BR Capital	4	9	3,7	14	1,9	1,8
RB Capital	4	10	3,7	5	5,7	-2,0
<b>Dez maiores</b>	<b>77</b>		<b>72,0</b>	<b>77</b>	<b>72,6</b>	<b>-0,6</b>
<b>Total</b>	<b>107</b>		<b>100,0</b>	<b>106</b>	<b>100,0</b>	

**Crítério:** Ordenam os gestores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2016, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 18**.

## LÍDERES DE DISTRIBUIÇÃO

### CRI

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016

TAB. 62

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Caixa Econômica Federal	9.420.816.486	1	53,0	4	6,6	46,4
Bradesco BBI	1.777.319.960	2	10,0	2	22,7	-12,7
Itaú BBA	1.528.631.994	3	8,6	1	27,9	-19,3
RB Capital	1.126.982.984	4	6,3	3	13,6	-7,3
Votorantim	738.284.613	5	4,2	6	4,7	-0,5
Planner	425.000.000	6	2,4	-	-	2,4
XP	380.000.000	7	2,1	-	-	2,1
BB Banco de Investimento	361.956.853	8	2,0	17	0,6	1,4
Finaxis	337.663.629	9	1,9	9	2,6	-0,7
SLW	319.548.064	10	1,8	11	1,6	0,2
<b>Dez Maiores</b>	<b>16.416.204.582</b>		<b>92,4</b>	<b>9.700.724.725</b>	<b>91,4</b>	<b>1,0</b>
<b>Total</b>	<b>17.764.056.302</b>		<b>100,0</b>	<b>10.613.715.449</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016

TAB. 63

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
SLW	17	1	12,5	7	6,2	6,3
RB Capital	13	2	9,6	2	8,7	0,9
Bradesco BBI	11	3	8,1	4	6,8	1,3
Itaú BBA	10	4	7,4	1	26,7	-19,3
Votorantim	10	5	7,4	8	5,0	2,4
Intrader	9	6	6,6	-	-	6,6
Finaxis	8	7	5,9	6	6,2	-0,3
Modal	7	8	5,1	-	-	5,1
Socopa	7	9	5,1	3	7,5	-2,4
CM Capital Markets	6	10	4,4	25	0,6	3,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>98</b>		<b>72,1</b>	<b>131</b>	<b>81,4</b>	<b>-9,3</b>
<b>Total</b>	<b>136</b>		<b>100,0</b>	<b>161</b>	<b>100,0</b>	

**Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2016 (Operações de Mercado)**

TAB. 64

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Bradesco BBI	1.033.988.947	1	16,3	6	6,5	9,8
RB Capital	1.016.482.984	2	16,0	1	14,3	1,7
Itaú BBA	738.308.000	3	11,7	4	10,7	1,0
Votorantim	738.284.613	4	11,7	3	11,4	0,3
Planner	425.000.000	5	6,7	-	-	6,7
XP	380.000.000	6	6,0	-	-	6,0
Finaxis	337.663.629	7	5,3	9	5,2	0,1
SLW	319.548.064	8	5,0	10	3,8	1,2
Modal	285.581.000	9	4,5	13	2,0	2,5
BR Partners	165.120.816	10	2,6	15	1,9	0,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>5.439.978.052</b>		<b>85,8</b>	<b>3.679.135.320</b>	<b>84,3</b>	<b>1,5</b>
<b>Total</b>	<b>6.337.127.957</b>		<b>100,0</b>	<b>4.364.189.330</b>	<b>100,0</b>	

**Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Títulos em 2016 (Operações de Mercado)**

TAB. 65

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
SLW	17	1	13,6	5	8,9	4,7
RB Capital	12	2	9,6	2	9,8	-0,2
Votorantim	10	3	8,0	7	7,1	0,9
Bradesco BBI	9	4	7,2	10	2,7	4,5
Intrader	9	5	7,2	-	-	7,2
Itaú BBA	8	6	6,4	4	8,9	-2,5
Finaxis	8	7	6,4	6	8,0	-1,6
Modal	7	8	5,6	12	2,7	2,9
Socopa	7	9	5,6	1	10,7	-5,1
CM Capital Markets	6	10	4,8	23	0,9	3,9
<b>Dez Maiores</b>	<b>93</b>		<b>74,4</b>	<b>86</b>	<b>76,8</b>	<b>-2,4</b>
<b>Total</b>	<b>125</b>		<b>100,0</b>	<b>112</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os líderes de distribuição de CRI com base no montante emitido e no número de CRI distribuídos durante o ano de 2016. Os *Rankings* consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2016. Dos *Rankings* de Operações de Mercado são excluídos os títulos indexados à TR.

## FII

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2016

TAB. 66

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Itaú BBA	1.502.828.983	1	73,3	2	20,3	53,0
Modal	120.000.000	2	5,8	-	-	5,8
BR Capital	63.376.200	3	3,1	18	0,0	3,1
Opportunity	59.596.069	4	2,9	3	6,0	-3,1
BNY Mellon	50.000.000	5	2,4	14	0,4	2,0
Concórdia	47.249.911	6	2,3	-	-	2,3
Planner	46.440.502	7	2,3	13	0,6	1,7
Fator	40.425.957	8	2,0	7	2,5	-0,5
Rio Bravo	37.657.781	9	1,8	-	-	1,8
Foco	22.045.022	10	1,1	16	0,2	0,9
<b>Dez maiores</b>	<b>1.989.620.425</b>		<b>97,0</b>	<b>1.889.843.341</b>	<b>96,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Total</b>	<b>2.051.375.429</b>		<b>100,0</b>	<b>1.963.888.331</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número Títulos em 2016

TAB. 67

Líder de Distribuição	1/1/2016 – 31/12/2016			1/1/2015 – 31/12/2015		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Planner	3	1	13,0	2	11,1	1,9
Foco	3	2	13,0	7	7,4	5,6
Itaú BBA	2	3	8,7	8	3,7	5,0
CSHG	2	4	8,7	4	7,4	1,3
Modal	1	5	4,3	-	-	4,3
BR Capital	1	6	4,3	18	3,7	0,6
Opportunity	1	7	4,3	9	3,7	0,6
BNY Mellon	1	8	4,3	6	7,4	-3,1
Concórdia	1	9	4,3	-	-	4,3
Fator	1	10	4,3	12	3,7	0,6
<b>Dez maiores</b>	<b>16</b>		<b>69,6</b>	<b>19</b>	<b>70,4</b>	<b>-0,8</b>
<b>Total</b>	<b>23</b>		<b>100,0</b>	<b>27</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os líderes de distribuição das cotas de FII com base no montante emitido e no número de cotas de FII distribuídas durante o ano de 2016. Os *Rankings* consideram apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.



Criada em 2003, a **Uqbar** é a empresa de referência quando o assunto é finanças estruturadas (securitização, imobiliário e *private equity*) 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** idealiza e implementa treinamentos únicos e de alto valor agregado. Com mais de 3,5 mil profissionais treinados, seu portfólio inclui treinamentos sob medida, Workshops, Academias e cursos on-line.

**Uqbar Publicações** concentra a produção de Anuários, Guias e Diretórios. As publicações cobrem todo o espectro informacional, de dados, estatísticas e indicadores exclusivos a análises setoriais e de operações específicas, enquanto que o diretório *Quem é Quem* reúne os dados de contato das principais instituições e profissionais dos mercados cobertos pela Uqbar.

**Uqbar Analytics** responde pelos trabalhos de consultoria estratégica, de análise de riscos e de venda de banco de dados. Estes serviços sob medida estão fortemente alicerçados em inteligência de mercado desenvolvida ao longo de anos de estudo dos mercados nacional e internacional e mercados pelo atendimento personalizado, identificação das necessidades específicas e criação de soluções customizadas.

A **Uqbar** conta também com um portal na web, o **TLON**, no qual a qualidade e a imparcialidade, características do conteúdo produzido por nós, podem ser acessados a qualquer momento.

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

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



PATROCÍNIO PREMIUM

