

# ANUÁRIO UQBAR 2018

11ª edição

Certificados  
de Recebíveis  
Imobiliários

 uqbar publicações



# CRI

Caro leitor,

Ao adentrarmos 2018, finalmente o vento recomeça a bater a favor do segmento imobiliário. Gradativamente, alguns bons fundamentos se consolidam, ajudando a catalisar a recuperação de demanda e o próprio crédito imobiliários. E neste estágio da conjuntura, também usufruindo de alguns avanços de natureza jurídico-regulamentar, o mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), nosso principal título de securitização imobiliária já de idade quase veterana, apresenta condições de galgar patamares mais altos.

Em um mercado financeiro composto por seus segmentos um tanto sobrepostos bancário, de mercado de capitais e de securitização, que fosse plenamente desenvolvido, as operações de CRI estariam cumprindo papel fundamental e imprescindível para a saúde robusta do setor imobiliário na economia do país. Os CRI, potencialmente, representam a possibilidade do financiamento e do investimento imobiliários plenamente democráticos e bem geridos do ponto de vista de risco.

No Brasil, há tempos longos demais, o modelo predominante vigente de financiamento imobiliário, centrado na caderneta de poupança e na indústria bancária, mas cheio de falhas e limitações, não vem atingindo resultados satisfatórios. Na evolução necessária, em algum momento o segmento de securitização, de teor mais moderno, deveria assumir maior protagonismo. E antes de apostar em mais opções supostamente distintas mas centradas nos mesmos *players* de sempre, o governo deveria seriamente dar uma chance a soluções, bem sucedidas e testadas em outros mercados, que passam pelo mercado de capitais, em geral, e pelo de securitização, em particular, focando no aprimoramento das deficiências destes.

Em 2017, se mostrando por inteiro e sem artificialismos, o mercado de CRI se sustentou em emissões consideradas 100% das operações de mercado. Apesar de ter sido um ano de indicador de montante consolidado de emissões menor que os de alguns anos anteriores, quando se considera somente emissões de operações de mercado, 2017 demonstra expansão, além de evolução qualitativa. Assim, reforçado pela conjuntura mais auspiciosa neste início de ano, e seu longo histórico, o mercado de CRI tem bons prospectos para 2018 e, na medida em que possa usufruir de mais avanços de natureza jurídico-regulamentar, um futuro robusto a ser ainda conquistado.

Buscando sempre o objetivo da inovação, lançamos aqui este primeiro *Anuário Uqbar* dedicado exclusivamente ao mercado de CRI. Esta publicação será seguida de três outras dedicadas aos demais segmentos do mercado de Finanças Estruturadas, compondo em conjunto a edição 2018 dos Anuários Uqbar.

Lançamos este *Anuário Uqbar CRI* cheios de convicção com as possibilidades que este segmento do mercado de capitais continuará proporcionando para todos os seus participantes e para o desenvolvimento econômico do país. Em formato inédito, esta publicação traz Infográficos ilustrando os destaques de desempenho no mercado de CRI em 2017. Além da análise textual de mercado, esta publicação, como de praxe, apresenta os conhecidos *Rankings Uqbar* dos participantes e operações do segmento. O capítulo *Legislação e Regulamentação* é de autoria do escritório Madrona Advogados.

Concluindo, gostaríamos de agradecer aos nossos patrocinadores, desejar a todos uma ótima e proveitosa leitura e dizer que esperamos, como sempre, as críticas construtivas e os eventuais elogios revigorantes!

**Equipe Uqbar**

# PATROCÍNIO

## GOLD



Com um grupo de 11 sócios e mais de 90 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)

## PREMIUM



ARB CAPITAL, líder de mercado em securitização no Brasil, foi responsável pela estruturação de mais de R\$35 bilhões em operações de crédito estruturado no mercado de capitais brasileiro. Consolida a robustez de um grande grupo internacional com a especialização e conhecimento de quem é referência local, em um modelo de administração fiduciária pautado na segurança e transparência na relação com investidores, com mais de R\$ 18 bilhões em CRI sob gestão fiduciária.

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



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

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



A HABITASEC é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido 63 CRIs, totalizando R\$2,7 bilhões. 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. A HabitaSec dispensa rigorosa observância às melhores práticas de mercado.

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



O Grupo ISEC é o resultado da junção de renomadas securitizadoras e conta com o know-how de uma equipe de profissionais que atuam no mercado de securitização desde sua origem no país. Atualmente, com R\$3,22 bi geridos, prioriza a excelência operacional, e permite assim uma experiência diferenciada na gestão do patrimônio separado, oferecendo maior eficácia, transparência, clareza, simplicidade e segurança nas operações estruturadas.

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



O CESCÓN, BARRIEU, FLESCHE & BARRETO ADVOGADOS 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.cesconbarrieu.com.br](http://www.cesconbarrieu.com.br)

## STANDARD



# ÍNDICE DE CONTEÚDO

<b>SUMÁRIO DE TERMOS E CONDIÇÕES</b> .....	<b>05</b>
<b>ANÁLISE DO MERCADO</b> .....	<b>09</b>
MACRO .....	12
OUTRAS FONTES.....	14
SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH) / SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI).....	16
LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS (LIG).....	17
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI).....	18
RANKINGS .....	26
<b>DADOS</b> .....	<b>30</b>
<b>RANKINGS UQBAR</b> .....	<b>34</b>
LISTA DE RANKINGS.....	36
MERCADO PRIMÁRIO .....	37
<b>CRI</b> .....	<b>37</b>
<b>Securizadora Imobiliária</b> .....	<b>38</b>
<b>Terceiros</b> .....	<b>39</b>
Advogados.....	39
Agências de Classificação de Risco .....	40
Agentes Fiduciários .....	41
Líderes de Distribuição .....	42
Servicers.....	43
MERCADO SECUNDÁRIO .....	44
<b>CRI</b> .....	<b>44</b>
ESTOQUE.....	45
<b>Securizadora Imobiliária</b> .....	<b>45</b>
<b>Terceiros</b> .....	<b>47</b>
Agentes Fiduciários .....	47
Auditores .....	48
<b>REGULAMENTO E LEGISLAÇÃO</b> .....	<b>50</b>

© 2018 Uqbar

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

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

# Sumário de Termos e Condições

# 1

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

<b>DESCRIÇÃO</b>	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.
<b>EMISSION</b>	Somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
<b>LASTRO</b>	<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>
<b>GARANTIA</b>	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá ainda contar com instituição do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRI contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.

<b>REGIME FIDUCIÁRIO</b>	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.
<b>FORMA E REGISTRO</b>	Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
<b>CLASSE</b>	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.
<b>TAXA DE JUROS</b>	Fixa ou flutuante.
<b>ATUALIZAÇÃO MONETÁRIA</b>	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.
<b>PAGAMENTO</b>	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.
<b>COLOCAÇÃO</b>	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.
<b>TRANSFERÊNCIA</b>	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<b>LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA</b>	CETIP e BM&FBOVESPA.
<b>AMBIENTE DE NEGOCIAÇÃO</b>	CETIP 21, Soma Fix e Bovespa Fix.

Análise do  
Mercado

2

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

### Experiência

A Habitasec é uma das securitizadoras mais ativas e experientes, tendo emitido 63 CRIs até o final de 2017, totalizando R\$2,7 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 nossa equipe possui 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.

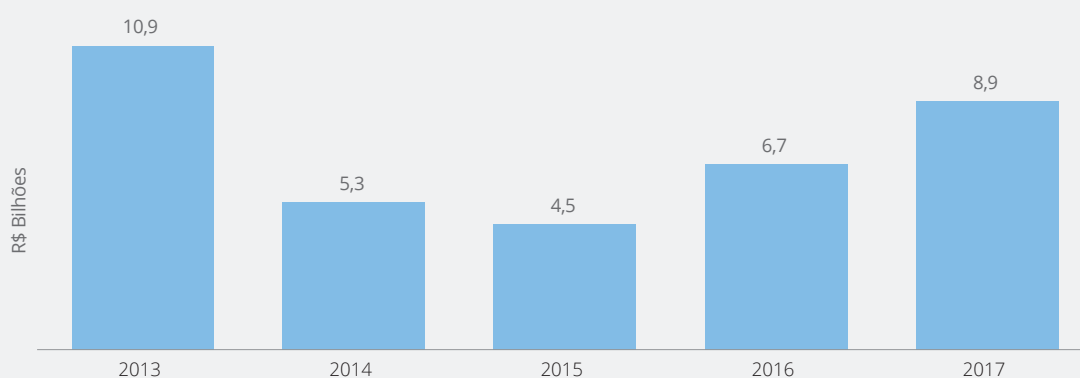
O mercado de CRI atravessa um potencial ponto de inflexão em seu histórico. Por um lado, muito em função do avanço regulamentar, mas refletindo também uma retração de investimentos sob gerência governamental, as emissões de CRI em 2017 foram todas operações de mercado. Ou seja, pela primeira vez desde 2004 não houve qualquer emissão de CRI com remuneração atrelada à Taxa Referencial (TR), que são operações onde quase sempre se confundem cedente e investidor, não se configurando estas como transações efetivamente secundárias e de transferência de risco envolvendo crédito imobiliário. Tal desdobramento em 2017 não deixa de ser um primeiro passo rumo à autonomia, à agregação de valor e à sustentabilidade do mercado de CRI.

Ainda certamente merecedor de menção de destaque como aspecto positivo para o desenvolvimento de mercado, apesar de se tratar de evento já de 2018, expectativas de crescimento se formam no primeiro mês deste ano a partir de decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) permitindo lastro de CRI composto por empréstimos com garantia imobiliária, o conhecido *home equity*. O mercado e todos os seus participantes aguardam os desdobramentos potenciais em forma de negócios, que não tardariam.

A **figura 1** traz a evolução anual das emissões de CRI referentes a apenas as operações de mercado. No ano de 2017 estabeleceu-se a segunda maior marca histórica deste indicador:

**...AS EMISSÕES DE CRI EM 2017 FORAM TODAS OPERAÇÕES DE MERCADO. OU SEJA, PELA PRIMEIRA VEZ DESDE 2004 NÃO HOUE QUALQUER EMISSÃO DE CRI COM REMUNERAÇÃO ATRELADA À TAXA REFERENCIAL ...**

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



Fonte: Uqbar

Por outro lado, dependente de custos moderados determinados pelo nível da curva de juros de mercado na economia, de um fortalecimento de empresas securitizadoras, inclusive quanto à capacidade de seleção e aquisição de carteiras de crédito imobiliário, e de avanços regulamentares que viabilizem regimes informacionais efetivamente utilizáveis por investidores, o mercado de CRI permanece com importantes desafios a serem superados.

Em termos do impacto no mercado de CRI proveniente da competição e de fontes alternativas, diagnostica-se que a intermediação financeira bancária no mercado imobiliário, apesar de toda sua concentração, de seu *spread*, e do relativo insucesso histórico do modelo de financiamento imobiliário que vigora no país e que é baseado neste tipo de intermediação, permanece sendo a intermediação favorecida pelo governo. Esta leitura é corroborada pelo recente advento da criação de mais um título de captação bancária com lastro imobiliário, as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG).

Em relação às LIG, como se discutirá neste introito, há um ponto de cunho regulamentar que parece deixar margem para que se confunda o lastro imobiliário destes títulos com o direcionamento de recursos captados junto à poupança pelos bancos. Caso prevaleça esta possibilidade, as LIG poderiam se tornar instrumentos de captação barata sem que haja, em contrapartida, a originação adicional de créditos imobiliários, o que iria de encontro com o objetivo declarado como racional para criação deste título.

Ademais, ainda no tocante às LIG, apesar do amplo conteúdo normativo já estabelecido para este título, cabe a indagação se, tal qual ocorre no mercado de CRI, o regime informacional sendo exigido poderá ser efetivamente utilizado pelos investidores institucionais e estrangeiros para a precificação e o monitoramento realistas, condições *sine qua non* para o crescimento palpável deste mercado. Do contrário, como aconteceu por ocasião da criação das Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que terminaram por simplesmente substituir as mais antigas Letras Hipotecárias (LH), o destino das LIG poderá ser tão somente o da substituição das LCI, sem que haja efetivo crescimento do financiamento imobiliário. A conferir.

A seguir, precedendo uma análise ampla de tendência identificada no comportamento do mercado de CRI e uma leitura quantitativa dos aspectos de destaque deste segmento em 2017, é discutido o cenário macroeconômico e seus efeitos no mercado imobiliário, o desempenho recente de outras fontes de financiamento imobiliário, principalmente as bancárias, e o advento da criação das LIG.

## MACRO

Há um ano, por ocasião do lançamento do *Anuário Uqbar Securitização e Financiamento Imobiliário 2017*, na análise que aquela publicação trazia, apontava-se a distância ainda longa a ser percorrida na trajetória do ciclo imobiliário até que se alcançasse um ponto que representasse uma efetiva recuperação do dinamismo do setor. Porém, dadas as trajetórias de variáveis macroeconômicas até então, e dadas as políticas públicas que vigoravam, era uma questão de tempo. Este filme, que apenas começava, e que tinha roteiro estabelecido, avançou.

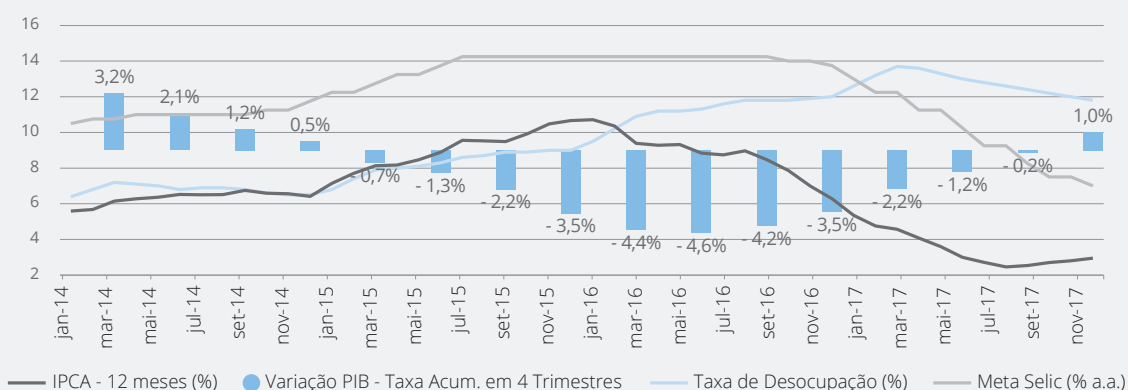
Inicia-se 2018 certamente em condições mais auspiciosas que um ano antes. Porém, apesar de uma certa pressa por parte de avaliadores e de seus laudos sendo produzidos, ainda se tem chão pela frente antes de se poder apontar concretamente diminuição de vacância e pressão de preços para cima no mercado imobiliário. Onde nos encontramos no momento é em um estágio de início de melhora, com respaldo em um quadro mais construtivo por parte das variáveis

macroeconômicas fundamentais à recuperação do setor. Temos desemprego finalmente em queda, poder de renda estabilizado, dívida e alavancagem começando a ser aliviadas. No universo monetário, juros e inflação quase nunca estiveram em melhor forma.

As condições atuais dadas por estas variáveis fundamentais representam uma melhoria em um processo dinâmico que continua progredindo. Mas sendo o ano agora o de 2018, qualquer prognóstico de curto prazo formulado neste momento é limitado, em maior dose, pela incerteza política. Além disto, não se pode se dar ao luxo da desatenção ao cenário externo, que muitos duvidam que possa continuar, incólume, tão beneficemente líquido e desinflacionado por tanto tempo.

Tal qual publicado no Anuário do ano passado, a **figura 2** traz as trajetórias nos últimos quatro anos de quatro variáveis macroeconômicas: crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB), em base trimestral; desemprego, em termos da taxa Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) de desocupação, em base mensal; inflação, em termos do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em base mensal; e taxa de juros nominais de um dia, em termos da taxa Selic, em base diária.

**FIGURA 2 \** PIB, Desemprego, Inflação e Juros



Fonte: Banco Central / IBGE / FOCUS (05/01/2018)

Não há o que se questionar na comparação da conjuntura agora com aquela do início de 2017. No tocante a estas quatro variáveis fundamentais, de forte impacto determinante da oferta e da demanda no mercado imobiliário, este ano começa muito melhor. De fato, as quatro variáveis apresentaram progressão qualitativa quase ininterrupta nestes últimos doze meses.

Até o limite posto pelas condições estruturais da economia, os cíclicos negócios imobiliários tenderão a se recuperar e se avolumar na medida em que o crescimento da produção no país se consolide e a queda do desemprego ganhe fôlego. Maiores receitas, maiores lucros e maiores investimentos por parte de empresas, e maior poder de renda por

**ATÉ O LIMITE POSTO PELAS CONDIÇÕES  
ESTRUTURAIS DA ECONOMIA, OS CÍCLICOS  
NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS TENDERÃO  
A SE RECUPERAR E SE AVOLUMAR NA  
MEDIDA EM QUE O CRESCIMENTO DA  
PRODUÇÃO NO PAÍS SE CONSOLIDE E A  
QUEDA DO DESEMPREGO GANHE FÔLEGO.**

parte de trabalhadores elevam, concomitantemente, oferta e demanda imobiliária. Ao mesmo tempo, a diminuição da incerteza e do nível inflacionário e a queda dos juros reais, que resultam na expansão de crédito, intensificam ainda mais estes movimentos.

Assim, expectativas atuais de crescimento do PIB em 2018 de aproximadamente 3,0%, de desemprego no final deste ano em um dígito, de inflação no período abaixo de 5,0% e de juros reais em queda, conspiram todos para um enrobustecimento dos fundamentos dos negócios imobiliários, que finalmente emergiriam de forma convincente de uma fase que foi crítica desde 2014. Naquele período, em uma perspectiva setorial, muitas construtoras e incorporadoras imobiliárias enfrentaram desafios de crédito e liquidez, com obras paradas e/ou canceladas, vendas interrompidas, descontos aumentados e distratos crescentes. Já agora, a partir de 2018, o ciclo imobiliário avança para um ponto mais construtivo, deixando para trás o pior. No principal mercado imobiliário do país, o da cidade de São Paulo, os relatórios de análise indicam que o fluxo de novas ofertas imobiliárias caiu recentemente, a capacidade ociosa se estabilizou, e a demanda dá seus primeiros sinais concretos de recuperação.

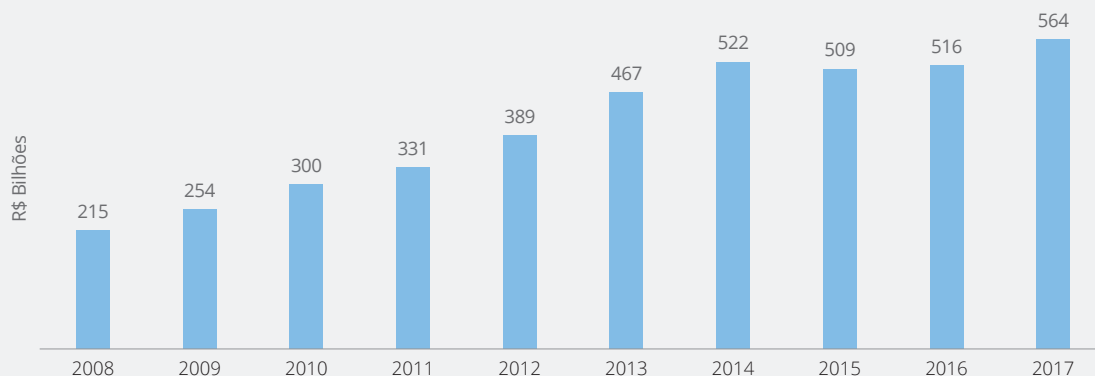
## OUTRAS FONTES

Quando se analisa quantitativamente o desempenho das fontes governamentais e bancárias de financiamento imobiliário em 2017, constatam-se, em base anual, quedas de montantes e/ou unidades financiadas consolidados. Tal desempenho é uma extensão de tendência já registrada em 2016. De certa forma, este comportamento do financiamento imobiliário destas fontes corrobora aquilo que seria esperado a partir das trajetórias das quatro variáveis macroeconômicas ilustradas na **figura 2**.

O governo, pressionado por seu déficit fiscal, diminuiu seu ritmo de repasses do orçamento para o setor e, mesmo em se tratando de recursos do trabalhador, diminuiu os investimentos anuais de natureza imobiliária do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Trata-se de pequenas reversões, mas as quais contrariam tendência histórica. Pelo lado dos tomadores de recursos, a primeira metade do ano de 2017, ainda em um contexto de recessão, impactou para baixo a demanda por financiamento.

Já a historicamente principal fonte de financiamento imobiliário – a caderneta de poupança, uma fonte bancária, pilar do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) – apesar de não ter viabilizado recuperação em novos financiamentos em base anual em 2017, chegou a apresentar seus sinais de estabilização e algum repique, em termos reais, no montante do seu saldo nos meses finais do ano. Com a rápida queda das taxas Selic e de Depósito Interbancário ao longo de 2017, a remuneração da poupança, apesar de sempre menor que tudo o mais, recuperou o mínimo de atratividade entre poupadores. Conjugado com o fato de que o desemprego na economia começou a cair, atenuando a necessidade de se “despoupar”, o resultado foi que, a partir do meio do ano, os depósitos começaram a superar os saques de caderneta de poupança. Ao final de dezembro de 2017, o saldo consolidado da caderneta de poupança alcançava R\$563,7 bilhões, contra R\$516,0 bilhões em dezembro de 2016, apontando para um crescimento nominal de 9,3% no ano. Esta é a primeira vez desde 2014 que o saldo da poupança cresce em termos reais (6,1% contra o IPCA).

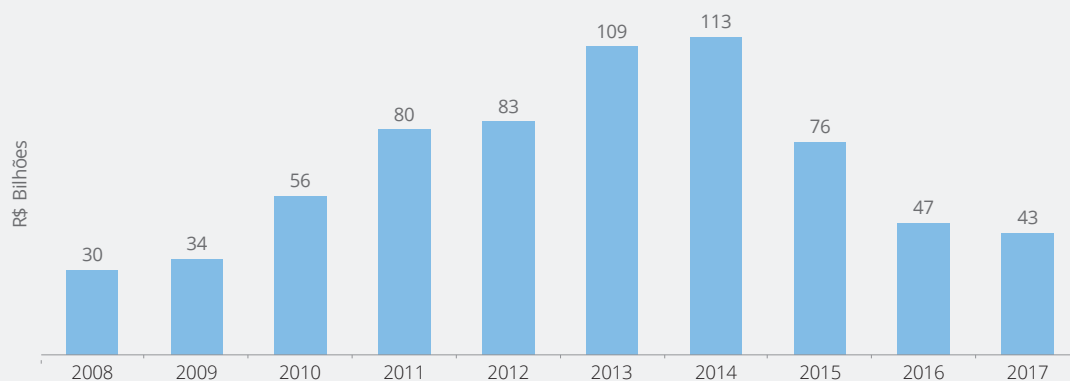
FIGURA 3 \ Saldo da Caderneta de Poupança



Fonte: Banco Central

Por outro lado, em função da inércia da recuperação da demanda imobiliária, os novos financiamentos imobiliários oriundos no direcionamento dos recursos captados na caderneta de poupança ainda não se recuperaram em 2017, em base anual. Depois de um crescimento anual ininterrupto desde 2002, este indicador caiu fortemente em 2015, e um pouco mais nos últimos dois anos. Esta queda inicialmente ocorreu mais pelo lado da oferta, inclusive em função de decréscimo real do estoque de poupança, porém mais recentemente se configurou um desafio pelo lado da demanda.

FIGURA 4 \ Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE



Fonte: Abecip/Banco Central

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

Os juros de empréstimos imobiliários que atendem aos critérios do SFH têm um teto regulamentar. Além disto, sendo estes empréstimos fruto do direcionamento exigível de recursos baratos captados junto à caderneta de poupança, e sendo seus montantes também limitados a tetos específicos, os bancos – que são os credores – competem para atender ao direcionamento praticando taxas de juros mais baixas que o teto regulamentar.

Já os juros em empréstimos imobiliários no SFI são balizados pelos juros de mercado. Com a redução destes, e o aumento do poder de renda, há um crescimento da demanda por empréstimos imobiliários por parte de tomadores. Em algum ponto, tomadores que compunham a demanda por crédito imobiliário no formato SFH, ao constatarem expandidas suas possibilidades, migram para compor a demanda por crédito imobiliário no contexto do SFI. Neste cenário, o volume consolidado de crédito imobiliário cresce e a participação da parcela advinda do SFI aumenta.

Os empréstimos imobiliários que, ao serem adquiridos como lastro por securitizadoras imobiliárias, viabilizam operações de mercado de CRI são aqueles originados a taxas de mercado, no contexto do SFI. Assim, a redução de juros de mercado tem forte impacto potencial no crescimento das operações de mercado de CRI.

Porém, ao mesmo tempo, a partir da redução dos juros de mercado e o crescimento de renda, os bancos tendem a aumentar sua captação via emissão de Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e sua originação de créditos imobiliários concedidos a taxas de mercado. Embora, em se tratando deste título, haja descasamento de prazos e taxas, além de fraco nível de blindagem do lastro, os bancos tenderam, até hoje, a manter em seus balanços estes créditos imobiliários. Assim, embora seja muito positivo para o mercado de securitização imobiliária a redução dos juros, este segmento capturou apenas uma parcela do crescimento resultante do montante de crédito imobiliário quando isto ocorreu. Em se tratando de operações de lastro pulverizado, esta captura se deu principalmente em relação a carteiras originadas por construtoras e incorporadoras imobiliárias.

Ou seja, dado o estágio atual de desenvolvimento tanto do mercado de securitização imobiliária, quanto da política fiscal e monetária brasileira e do crédito bancário, o crédito imobiliário no país ainda é pouco financiado diretamente por investidores do mercado de capitais. Na medida em que haja avanços de desenvolvimento nestes *fronts*, o crédito imobiliário será financiado em maior proporção por estes investidores, principalmente os institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, e também os estrangeiros. Aí, sim, o financiamento imobiliário estaria avançando a olhos vistos.

## LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS (LIG)

Eis que entra na discussão a LIG, um título bancário. De que forma este título muda as coisas? Mais importante, a LIG aumentará o financiamento imobiliário?

Em agosto de 2017, depois de quase três anos desde a edição de medida provisória referente à criação das LIG, o Conselho Monetário Nacional (CMN), através do Banco Central do Brasil, aprovou a Resolução nº 4.598, uma ampla norma que dispõe sobre a emissão deste título por parte de instituições financeiras. O objetivo principal por detrás da criação da LIG, segundo o governo, é o fomento do financiamento imobiliário no país.

Conforme apontado, a Uqbar antevê alguns obstáculos relevantes no caminho do sucesso deste novo título, particularmente no tocante à utilização efetiva por investidores de seu regime informacional, a ser produzido tal qual exige a norma. O acompanhamento do desempenho da carteira lastro das LIG, justamente aquilo que estaria agregando valor de investimento a este título, *vis-à-vis* uma LCI, parece padecer das mesmas deficiências que acometem o mercado de CRI. Diferentemente daquilo que seria obtível de acordo com a norma, são as informações tempestivas (mensais), granulares e tecnologicamente tratáveis do desempenho dos créditos imobiliários que venham a compor as carteiras lastro das LIG que são imprescindíveis para a atratividade deste título junto ao tipo de investidor que efetivamente poderia fazer a diferença necessária para o crescimento do financiamento imobiliário no país, os institucionais e estrangeiros. A própria experiência do avançado mercado europeu de *covered bonds* aponta para esta necessidade crucial, conforme diversas publicações de renome que avaliam o desenvolvimento daquele mercado.<sup>1</sup>

Outra vulnerabilidade potencial em relação ao objetivo declarado do governo de aumentar o financiamento imobiliário a partir do advento da LIG se encontra na ausência de um ajuste na norma. Pois não ficou claro porque a norma que regulamenta o direcionamento dos recursos captados junto às cadernetas de poupança, a Resolução nº 3.932/2010 do CMN, em seu artigo 9º, inciso II, alínea b, determina que os saldos credores de LCI emitidas sejam deduzidos dos montantes computados para fins do direcionamento exigível destes recursos, ao passo que em relação às emissões de LIG não há qualquer ajuste necessário mencionado.

A alteração da norma, no sentido de determinar a dedução também de saldo referente às LIG emitidas, seria um ajuste pontual e simples de ser realizado. Não tendo sido feito, pergunta-se: haverá a possibilidade de se utilizar créditos imobiliários que foram contabilizados para efeito do atendimento do direcionamento obrigatório dos recursos captados junto à poupança para composição de lastro das LIG? Tal desdobramento significaria, para todos os efeitos, uma forma para os bancos de utilizar as LIG simplesmente para a captação barata (com isenção fiscal sobre rendimentos para o investidor pessoa física e estrangeiro), sem obrigação de originação de créditos imobiliários adicionais em mesmo montante. Isto porque se confundiria o mesmo crédito imobiliário originado para atender o direcionamento da poupança com o crédito imobiliário componente do lastro das LIG.

---

<sup>1</sup> \ Vide BIS Quarterly Review, setembro de 2007, e Green Paper, publicado pela Comissão Europeia em fevereiro de 2015.

## CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

O mercado de CRI, quando avaliado pelo volume de emissões, chegou a se ver em meio a um sobressalto no início de 2017. Tendo como pano de fundo a longa crise econômica, que resultou, entre outros, na contração da oferta de crédito, sobretudo o imobiliário, mas que já esboça seus primeiros sinais de melhora, a comparação entre uma fotografia do mercado de CRI em 2017 e em 2016 revelaria significativas diferenças entre ambas. À primeira vista, o mercado primário deste título teria se encolhido pela metade entre os dois anos. Contudo, o fim da arbitragem regulatória envolvendo CRI e direcionamento de recursos da poupança, associado à não participação do FGTS como investidor neste mercado pela primeira vez desde 2011, se traduziu na presença maciça de operações de CRI mais genuinamente de mercado em 2017, algo que, se não inédito, ao menos é qualitativamente oposto ao que vinha ocorrendo nos últimos três anos.

Isso não se confunde, porém, com um objetivo em si a ser atingido, mas um processo necessário ao desenvolvimento deste mercado. Como a análise mais detalhada das operações de 2017 evidenciará na sequência, este ainda não foi o ano em que o mercado de CRI, como um instrumento independente, deu impulso ao financiamento imobiliário residencial às pessoas físicas de forma consistente e sustentável, a real finalidade original da criação deste título de securitização. Diversas características das operações de CRI evidenciam esta lacuna. Os CRI com lastro devido por pessoas físicas representam a minoria do montante e do número de operações emitidas no ano, ou seja, poucos foram os CRI com lastro em carteiras de crédito imobiliário residencial. Predominou, por outro lado, o lastro em crédito imobiliário corporativo e de risco de crédito concentrado. Além disso, dos CRI emitidos, franca maioria tem remuneração atrelada à Taxa DI, deixando em papel secundário os índices de inflação, mais comuns em contratos imobiliários residenciais. Nesse sentido, a obliteração das operações que não reúnem características “de mercado” é apenas o primeiro passo de um longo caminho ainda a ser percorrido.

Outra questão tão cara à Uqbar, a melhoria do aspecto informacional das operações de CRI, é uma condição indispensável para o desenvolvimento deste mercado, embora tenda a ser subapreciado por alguns de seus participantes. A própria minuta de instrução sobre os títulos de securitização do agronegócio, ainda não editada, repete deficiências do modelo de regime informacional dos CRI, e emissores e agentes fiduciários ainda não desenvolveram iniciativas independentes de elevação efetiva do nível informacional pautado pela norma. Vale apontar que, na ausência de uma massa mínima completa e de qualidade de dados produzidos sobre desempenho de carteiras pulverizadas que servem de lastro aos CRI, qualquer leitura presente ou futura esperada de fatores como inadimplência, recuperação de crédito ou pré-pagamento torna-se inviável. Assim, a falta de informações que balizem decisões de investimentos se soma à falta de conhecimento e repele a participação de investidores institucionais e estrangeiros, classes de investidores vitais para o desenvolvimento do mercado de securitização imobiliária.

**...POUCOS FORAM OS CRI COM  
LASTRO EM CARTEIRAS DE CRÉDITO  
IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL.  
PREDOMINOU, POR OUTRO LADO, O  
LASTRO EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO  
CORPORATIVO E DE RISCO DE  
CRÉDITO CONCENTRADO.**

Por isso, vem em boa hora iniciativa como a da formação da Associação Brasileira das Securitizadoras Imobiliárias e do Agronegócio (ABSia), que conta dentre seus associados com algumas das maiores securitizadoras do país e que nasce com a missão de “cooperar para o crescimento sustentável da securitização como instrumento de financiamento via Mercado de Capitais, para os setores imobiliário e do agronegócio brasileiros”. Embora ainda se trate de uma iniciativa embrionária, a associação poderia consignar seu compromisso com o desenvolvimento destes mercados estabelecendo um código de boas práticas e definindo, entre outras coisas, requisitos mínimos de caráter informacional a serem cumpridos pelas associadas.

## EMISSÕES

As emissões de CRI somaram R\$8,93 bilhões em 2017, correspondentes a 134 operações. Com isso, desenha-se uma queda de R\$9,16 bilhões, ou 50,6%, em relação à cifra de 2016, de R\$18,09 bilhões. No entanto, isso merece ser melhor qualificado.

O curso do desenvolvimento do mercado de CRI tornou necessária a adoção, pela Uqbar, de critérios para segmentar as referidas operações de securitização quanto à natureza intrínseca: aquelas mais genuinamente de mercado e aquelas que não o são. Tem-se como delimitador destes dois segmentos o componente do cálculo dos juros remuneratórios dos títulos. De forma geral, uma característica unificadora das operações de CRI que não são de mercado é a adoção da TR, uma taxa que não é comumente utilizada em contratos de mercado. Doravante, as denominadas “operações TR” aludem aos CRI que adotam esta taxa para o cálculo da remuneração, ao passo que “operações de mercado” se refere aos CRI que utilizam taxas e indexadores utilizados em contratos de mercado.

Em última análise, poderia ser inferido que as características gerais das operações TR não representam um efetivo desenvolvimento de mercado enquanto, por outro lado, as operações mais genuinamente de mercado seriam aquelas que, grosso modo, fomentam o crédito imobiliário e uma base pulverizada de investidores.

Isto posto, verifica-se que 100% das operações realizadas em 2017 se qualificam como operações de mercado segundo os critérios da Uqbar, fenômeno que acontece pela primeira vez desde 2003. Em 2016, por outro lado, apenas 36,9% do total de R\$18,09 bilhões em títulos emitidos, ou seja, R\$6,67 bilhões, estariam classificados como operações de mercado.

Apesar do feito inédito, em termos de montante emitido, as operações de mercado não registraram a maior marca em 2017; este recorde permanece com 2013, ano em que foram realizados R\$10,93 bilhões em operações de mercado. De 2014 a 2016 as operações de CRI que se distanciam do conceito de operações de mercado predominaram em termos de montante emitido. As emissões das chamadas operações TR somaram mais de 50,0% do total emitido em cada um dos anos entre 2014 e 2016.

A cifra emitida em 2017 é resultado de uma soma de valores mensais que apresentaram crescimento ao longo do ano, indicando alguma sincronidade com a melhora gradual percebida no ambiente macroeconômico brasileiro, o que inclui as quedas consecutivas da taxa Selic.

Enquanto no primeiro bimestre o ritmo mensal não alcançava R\$200,0 milhões, em setembro e outubro as respectivas marcas mensais superavam R\$1,00 bilhão (alcançando R\$2,18 bilhões em setembro, o recorde mensal para 2017). Em novembro houve redução em relação ao mês anterior, tendo o montante emitido caído para R\$774,6 milhões, para então crescer novamente em dezembro, para os R\$947,3 milhões.

Ao todo, 2017 registra 134 operações (compreendendo 190 títulos), número que se compara com o total de 111 (149 títulos) de 2016 e os 145 (171 títulos) de 2015. Tal qual ocorreu em relação à evolução do montante emitido mensal de CRI, o número de operações se intensificou na segunda metade de 2017. Enquanto entre janeiro e junho computou-se uma média mensal de sete operações, entre julho e dezembro de 2017 essa média dobrou, pulando para 15 mensais.

## SECURITIZADORAS

A predominância das operações de mercado em 2017 também se combina com um movimento que subjaz o mercado de crédito imobiliário e que avança sobre os emissores de CRI. Securitizadoras ligadas aos grandes bancos ou construtoras emitiram menos em 2017, ao passo que notou-se um grande influxo de novas securitizadoras, ou mesmo a ressurgência de emissores já atuantes no mercado, que se destacaram por atuar com um conjunto diversificado de captadores de recursos, por exemplo.

Além da recuperação judicial da PDG Securitizadora, a reboque do que ocorreu com a sua controladora, a construtora homônima, outrora importantes securitizadoras imobiliárias, atuantes desde o início do mercado, como Cibrasec, Brazilian Securities e Gaia, acabaram perdendo fatias do mercado. A Brazilian Securities emitiu apenas um CRI em 2017, em cifra inferior a R\$50,0 milhões, ao passo que Cibrasec e Gaia reduziram o montante em mais de 85,0% cada uma, na comparação com os respectivos volumes do ano anterior.

Por outro lado, a RB Capital, conjunção da RB Capital Companhia de Securitização e RB Capital Securitizadora, e que teve seu controle comprado pela ORIX – companhia de serviços financeiros originária do Japão – no final de 2016, manteve sua posição de destaque no mercado de CRI, embora a Ápice, que atua há cinco anos no mercado, a tenha superado em termos de montante emitido e número de operações. Nesse sentido, a Habitasec, existente há pouco mais de sete anos, continuou, em 2017, seu movimento para se tornar uma das principais emittentes de CRI, superando inclusive a RB Capital no quesito número de operações. Enquanto Ápice e Habitasec apostaram em um crescimento mais orgânico, a ISEC, também com cinco anos de operação, guiou-se pela aquisição de outras securitizadoras. Durante 2016 a ISEC comprou o controle das securitizadoras Novasec e SCCI (cujo nome depois foi alterado para ISEC Brasil). A incorporação da ISEC Brasil pela ISEC veio em 2017, pela qual passou a ser a titular dos ativos e passivos da primeira, incluindo, neste aspecto, os CRI emitidos. Nesse mesmo ano, a ISEC também comprou o controle da Brasil Plural Securitizadora. Mas novas securitizadoras têm passado a operar ano após ano. Em 2016 a REAG Securities e a Vert emitiram seus primeiros CRI, enquanto em 2017 foi a vez da Travessia. Assim, no placar geral do número de securitizadoras, 2017 registra um recorde histórico, com 23 entidades emissoras atuando no ano, dentre 51 aptas a emitir CRI.

Contudo, se verifica uma diminuição no número total de securitizadoras registradas, tendo em vista que três novas securitizadoras foram registradas, e oito foram canceladas, o que coaduna com a tendência de consolidação do mercado. A efervescência no mercado de securitizadoras imobiliárias acabou por desembocar na criação da ABSia, primeira associação do tipo no país.

## CEDENTES

Outra ótica que revela a dinâmica recente do mercado de securitização imobiliária é a que trata dos cedentes. No cômputo das 134 operações de CRI emitidas em 2017, se contabiliza um total de 146 diferentes empresas que atuaram como cedentes. Assim como nos períodos anteriores, quando se segmenta as empresas por atividade econômica, há predominância daquelas que desempenham atividades no setor imobiliário, seguidas pelas instituições financeiras.

Empresas classificadas como pertencentes aos segmentos Atividades Imobiliárias e Intermediação Financeira são aquelas que permanecem, ano após ano, como maioria no universo de cedentes de CRI. Em 2017 estas duas categorias responderam por 91,8% do número total de cedentes, contra 91,5% dos 82 cedentes de 2016.

Abarcando empreendedoras, loteadoras, incorporadoras, entre outros participantes, como Fundos de Investimento Imobiliário (FII), o número de empresas do segmento Atividades Imobiliárias que atuaram como cedente chegou a 122, ou 83,6% ante o total. Isto se compara com as 62 empresas de Atividades Imobiliárias que cederam recebíveis a operações de CRI no ano anterior, representando 75,6% do total.

A outra atividade econômica que merece destaque é a de empresas de Intermediação Financeira. Do total de cedentes de 2017, 8,2% são bancos, fundos de investimento ou companhias hipotecárias, contra 15,9% em 2016. Porém, as empresas deste segmento estão presentes em um número de operações maior do que a parcela que auferem entre o número total de cedentes. Enquanto doze empresas de Intermediação Financeira cederam créditos para 31 operações, 122 empresas de Atividades Imobiliárias cederam créditos para 95 operações.

Outras empresas, como aquelas de construção, educação, indústria de transformação, comércio e serviços, representaram somente 8,2% do total de cedentes em 2017, contra 8,5% no ano anterior (somente construção e indústria da transformação).

Segmentando o universo destas operações por tipo de devedor, nota-se a tendência de predominância das empresas de Atividades Imobiliárias 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), com a diferença que, quando se trata de operações de CRI com devedor pessoa física, a abrangência dos segmentos de atuação dos cedentes se reduz.

Em 2017 as empresas do setor imobiliário representaram 79,3% do número de cedentes de operações cujos devedores são CRI PJ, e 92,0% daqueles de CRI PF. Mais adiante, empresas de educação, indústria de transformação, comércio e serviços responderam por 5,7% do total de cedentes de CRI PJ, mas não emplacaram cedentes no âmbito de operações de CRI PF. A

diferença observada entre o número de cedentes por cada tipo de operação se dá quando a empresa cedente atua no ramo da Construção. Enquanto as empresas deste setor somam apenas 1,1% dos cedentes de CRI PJ, o percentual sobe para 8,0% quando a base de cálculo são os CRI PF.

## COMPOSIÇÃO DAS EMISSÕES DE CRI

Dissipada a possibilidade de arbitragem regulatória envolvendo o direcionamento exigível de recursos captados via caderneta de poupança, e, principalmente, sem o incentivo decorrente dos investimentos em CRI pelo FGTS, que pela primeira vez desde 2011 não alocou recursos para aplicação neste mercado, o perfil de devedor predominante do lastro destes títulos sofreu nova mudança. Ao contrário do que se verificou em 2016, os CRI cujo lastro é devido por Pessoas Físicas (PF) deixaram de predominar em 2017 em termos de montante emitido, voltando a uma configuração que vigorou em 2014 e 2015.

Em relação ao montante total emitido em 2017, o percentual referente a CRI devidos por PF é da ordem de 6,6%, enquanto aqueles devidos por Pessoas Jurídicas (PJ) auferem 93,1%. Operações com lastro devido tanto por PF como por PJ somaram montante equivalente a 0,2% do total.

Agora, quando o critério é o número de operações, o perfil de composição do consolidado das operações acaba por beneficiar a participação referente aos CRI PF. Aqueles CRI cujo lastro é devido por PF representam 16,4% do número total de operações, ao passo que os CRI PJ correspondem a 81,3%. CRI com lastro devido tanto por PJ como por PF foram emitidos em montante que representa 2,2% do total.

Em termos de tipo de ativo-lastro, analisando as emissões de 2017, nota-se a predominância, já histórica, de montante emitido em operações de CRI com lastro em Crédito Imobiliário. As emissões com este tipo de lastro somaram 80,4% do total emitido no período. Por outro lado, o montante emitido em operações com lastro em Aluguel equivaleu-se a 18,0% do total.

Além disso, nota-se a rara presença da classe de ativo-lastro Multiclasse. Apenas em 2013 houve outra operação classificada no âmbito desta categoria. Em 2017 esta categoria representa 1,6% do montante total, e se deve apenas a um CRI que tem como lastro dois contratos distintos: um contrato de locação atípica na modalidade *built-to-suit*, e um contrato de financiamento cedido por uma companhia hipotecária.

Em relação ao número total de operações emitidas em 2017, os CRI com lastro em Crédito Imobiliário somam 75,4%, ao passo que os com lastro em Aluguel respondem por 23,9%. A única operação de Multiclasse corresponde a 0,7% do total.

Em termos do risco de crédito das operações de CRI, constata-se que a maioria das operações ainda se concentra em torno de alguns poucos devedores. É natural que quando os devedores dos CRI sejam preponderantemente PF o risco de crédito do título seja pulverizado, mas, como o percentual a seguir indica, existem CRI devidos por PJ que também tem risco de crédito pulverizado. Em termos de montante, os CRI de risco de crédito concentrado representam 91,7% do total, enquanto os 8,3% se tratam de CRI com risco pulverizado. Sob a ótica do número de

operações, os CRI de risco concentrado diminuem sua hegemonia, apontando 79,9% do total, legando 20,1% aos CRI de risco pulverizado.

Já o prazo médio ponderado dos CRI emitidos em 2017 indica um encurtamento de vencimentos destes títulos em comparação com os CRI emitidos anteriormente. O prazo médio ponderado pelo montante emitido de CRI atingiu 94 meses em 2017 – pouco menos de oito anos, enquanto em 2016 e 2015 este indicador havia alcançado 178 e 152 meses, respectivamente.

Ainda em relação ao prazo médio ponderado pelo montante emitido dos CRI, em 2013 este indicador havia alcançado 200 meses, ou mais de 16 anos, e em 2014 esse prazo havia sido de 156, também mais longo que uma década. Tal qual ocorreu em 2016, naqueles anos ocorreram operações que não são de mercado, com remuneração dos CRI emitidos indexada à TR, o que pode explicar a relevante diferença com 2017 em termos dos prazos médios.

Com foco na composição por faixa final de prazo dos CRI emitidos, verifica-se que em 2017 os títulos com vencimento abaixo ou igual a uma década se destacam. Considerando apenas os títulos com prazo de vencimento até cinco anos, o montante emitido representou 28,3% do total emitido em 2017 e o número de títulos, 25,8%. A faixa de prazo final de cinco a dez anos foi aquela com maior montante e números de títulos emitidos, 45,6% e 54,2%, respectivamente. Já as faixas de dez a quinze anos e acima de quinze anos apresentaram montantes equivalentes a 20,0% e 6,1%, respectivamente, enquanto estas mesmas categorias, sob a ótica do número de títulos, foram responsáveis por 17,4% e 2,6% do total.

A análise do desenvolvimento do mercado primário de CRI desde 2015 detecta tendência de alteração da composição das emissões pelo critério do tipo de remuneração. Se anteriormente predominavam operações que não poderiam ser consideradas de mercado propriamente dito, em 2017 esse cenário sofreu considerável mudança. Houve uma conquista de espaço dos títulos remunerados de forma indexada à inflação (IPCA, IGP-M, etc) ou atrelada à Taxa DI, em detrimento daquelas atreladas à TR, que atingiram a nulidade no acumulado de emissões de CRI em 2017.

Do montante de CRI emitido em 2017, 43,1% foram indexados em algum dos índices de inflação, comumente presente em operações de lastro em aluguéis ou crédito imobiliário concedido a taxas de mercado (e com investidores não vinculados aos seus cedentes). Aqueles indexados ao IPCA somam a maior parte, 34,7% do total, e ao IGP-M, 8,3%. Já os que tem Taxa Fixa somam 0,2%. Os CRI com remuneração atrelada à Taxa DI parecem ter se tornado mais frequentes no decorrer de 2017. Desde que foram emitidos pela primeira vez no ano, em março, até dezembro, as emissões de títulos atrelados à Taxa DI atingiram 56,7% do montante consolidado de emissões do ano.

Em termos do número de títulos, aqueles que contam com remuneração indexada a índice de inflação acabam predominando, representando 70,5% do total de títulos do ano, contra 27,9% daqueles atrelados à Taxa DI, e de 1,6% com Taxa Fixa.

Ao contrário das cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os CRI objeto de oferta pública, segundo os ritos definidos na Instrução CVM nº 400 (ICVM 400), não estão obrigados a dispor de relatório de classificação de risco. A exigência se dá apenas aos CRI distribuídos a investidores que não sejam qualificados. Isso certamente contribui para o

baixo percentual de CRI objeto de classificação de risco. Em 2017, CRI representando 62,8% do montante total emitido, e 74,2% do número de títulos, não dispunham de opinião de crédito. Do montante emitido, 32,5% se referem a CRI com nota de crédito atribuída entre 'A' e 'AAA', enquanto os 4,7% restantes têm nota compreendida entre 'B' e 'BBB'. Em relação ao número de títulos, apenas 14,2% desfrutaram de nota entre 'A' e 'AAA', percentual que cai para 11,6% se referente apenas ao intervalo 'B' a 'BBB'.

Porém, se verifica que a ampliação do montante de ofertas públicas registradas fez crescer a parcela das emissões de CRI distribuídas para o público amplo em relação ao total emitido. Das emissões computadas em 2017, 27,1% foram distribuídos no mercado conforme as normas da ICVM 400 e da Instrução CVM nº 414 (ICVM 414). Em 2016 este percentual atingiu apenas 9,9%.

As ofertas registradas segundo o regime de esforços restritos, estabelecido pela Instrução CVM nº 476 (ICVM 476), ainda predominam em relação às registradas segundo a ICVM 400, ao perfazer 72,9% do total do montante de emissões em 2017. Este é o segundo menor percentual das emissões segundo esse rito nos últimos sete anos. Para efeito comparativo, em 2016 o percentual havia sido de 90,1%, e, no ano anterior, 95,2%. Em relação à composição por tipo de oferta do número de títulos emitidos em 2017, o percentual se mostra ainda maior para aqueles CRI distribuídos segundo a ICVM 476, com 94,7% do total do número de títulos, contra 5,3% referente aos CRI distribuídos conforme a ICVM 400.

Há ainda um percentual marginal das emissões de CRI que corresponde aos títulos que obtiveram a dispensa de registro de distribuição, nos casos em que os CRI são distribuídos em lote único e indivisível. Em 2017 não se tem registro de um CRI dispensado de registro sequer, mas em 2016 o único CRI assim distribuído representa 0,02% do total emitido no referido ano. Entre 2012 e 2015 os CRI distribuídos dessa forma também foram nulos, ao passo que até 2007, antes do advento da ICVM 476, CRI dispensados de registro representavam a maioria.

O movimento de aumento das ofertas públicas de CRI se harmoniza com a mudança de perfil de investidores deste título. Fundos de investimento e pessoas físicas dividem a maior parte do montante investido em CRI no mercado primário em 2017.

A concentração dos CRI emitidos em 2017 nas mãos destas duas classes de investidores repercute a mudança pela qual o mercado de securitização imobiliária passou nos últimos dois anos.

Tomando como base uma amostra correspondente a 73,7% do total do montante emitido em CRI no ano, constata-se que, conjuntamente, ambas as classes adquiriram títulos que correspondem a 79,3% do total da amostra.

A amostra considerada reflete as operações para as quais a Uqbar obteve acesso aos dados para o mapeamento dos investidores e inclui ofertas públicas sob os regimes das ICVM 414 e ICVM 400, que na prática possuem nível

**O MOVIMENTO DE AUMENTO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE CRI SE HARMONIZA COM A MUDANÇA DE PERFIL DE INVESTIDORES DESTES TÍTULOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO E PESSOAS FÍSICAS DIVIDEM A MAIOR PARTE DO MONTANTE INVESTIDO EM CRI NO MERCADO PRIMÁRIO EM 2017.**

de transparência superior àquele das ofertas realizadas no âmbito da ICVM 476, estas últimas também contempladas na amostra. Daí se depreende que o grau de representatividade da amostra frente ao total de emissões tem relação com a quantidade de ofertas públicas sob o regime da ICVM 414, sob a qual se realizou parcela ainda pequena das emissões de 2017, embora tenha atingido o maior percentual dos últimos seis anos.

A classe de fundos de investimento, composta por aqueles atualmente regulados pela Instrução CVM nº 555, mas também os FII, por exemplo, foi responsável por adquirir 46,6% do montante considerado para 2017. Já os investidores pessoa física foram os responsáveis pela aquisição de títulos que somaram 32,7% do montante emitido no período. Vale notar que o investidor pessoa física também pode se expor aos CRI, mas de forma indireta, adquirindo cotas de um fundo de investimento que invista em CRI, por exemplo.

A predominância de fundos de investimento e investidores pessoa física marca uma significativa mudança em relação ao panorama configurado nos anos anteriores, quando o FGTS e instituições financeiras haviam sido as principais categorias adquirentes de CRI, e investidores pessoa física ocupava apenas o terceiro ou quarto lugar entre as principais classes de investidores.

Depois de ter sido o responsável pela aquisição de mais da metade dos CRI emitidos em 2016 (em montante de R\$8,88 bilhões), o FGTS não investiu em sequer uma única operação de CRI emitida em 2017.

Por sua vez, Distribuidores, representando as instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição, adquiriram 8,8% do total emitido, logo à frente das empresas pertencentes ao grupo econômico de emissores e distribuidores, que respondem pela quarta maior fatia do investimento total em CRI emitido em 2017, representando 6,6% da amostra. Por outro lado, as instituições financeiras, que não possuem ligação com os originadores dos créditos, compõem a quinta colocação entre as principais classes de investidores de CRI, tendo adquirido 3,1% da cifra. Finalmente, a categoria Outros, amálgama de classes como de investidores pessoa jurídica, investidores pessoa física ou jurídica ligados aos participantes do consórcio e ao originador dos créditos, companhias seguradoras, além de entidades de previdência privada e clubes de investimento, somou participação equivalente a 2,2% do montante de CRI referente à amostra de 2017.

## ESTOQUE

Mudando o foco de análise para saldo devedor dos CRI, se percebe que o comportamento do montante em estoque reflete a amplitude de prazo dos títulos que historicamente vão sendo emitidos. Pela sua natureza de mais longo prazo, os CRI prolongam no tempo o efeito de um incremento anual do montante de emissões e depósitos sobre o nível de estoque. Desse modo, o desempenho verificado ao longo de 2017 ocorreu no esteio do exuberante crescimento do ritmo de emissões em 2016. O montante em estoque de CRI atingiu R\$76,34 bilhões ao final de 2017, sendo esta nova marca 2,8% superior ao nível de um ano antes, quando este indicador se encontrava em R\$74,25 bilhões.

## MERCADO SECUNDÁRIO

No âmbito do mercado secundário de CRI, ao totalizar R\$8,61 bilhões em 2017, o montante anual de negócios com CRI mais genuinamente relacionados a este mercado, composto pela soma dos negócios registrados na B3 e na Cetip, se expandiu 3,7% quando comparado ao ano de 2016, quando foram registrados R\$8,30 bilhões em negócios. Assim, o volume de negócios em 2017 se situa em patamar mais próximo ao de 2015, a máxima histórica atingida pelo indicador, de R\$9,21 bilhões.

Em termos de número de negócios, na comparação entre 2017 e 2016, houve expansão mais substantiva desse mercado. Em 2017 ocorreram 15.955 negócios com CRI, contra apenas 4.358 negócios no ano anterior. Com isso atingiu-se recorde histórico para este indicador, desenhando aumento de 266,1%.

O caráter “secundário” das negociações envolvendo CRI deve ser objeto de atenção. Quanto mais distantes do momento de suas respectivas emissões, mais as transações dos títulos estão associadas com um mercado secundário genuíno. Isto justifica, assim, para o benefício de uma análise de melhor discernimento, a segmentação, por intervalo de tempo entre emissão e negociação, das transações realizadas de CRI.

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, embora existam exceções, 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. Isso é particularmente verdade nas negociações que ocorrem na Cetip, a principal câmara em que os CRI são negociados, enquanto aquelas ocorridas na B3 são naturalmente pertencentes ao mercado secundário. Isto posto, em termos relativos, a parcela do montante negociado na faixa de prazo superior a 180 dias atingiu 82,2% em 2017. Já o número de negócios na faixa superior a 180 dias representou apenas 58,8% dos negócios registrados em 2017.

## RANKINGS

Sem dúvida, a principal mudança observada no mercado de CRI em 2017 em comparação com anos anteriores foi a hegemonia das operações de mercado. Seguindo a tendência de mudanças, o mercado de participantes de operações de CRI apresentou diversas alternâncias de posições nos *Rankings Uqbar*. Abaixo, destacam-se as alterações mais relevantes nos rankings ocorridas no último ano.

Começando pelos emissores de CRI, as Securitizadoras Imobiliárias, verifica-se que a *Ápice* conquistou, pela

**SEGUINDO A TENDÊNCIA DE MUDANÇAS, O MERCADO DE PARTICIPANTES DE OPERAÇÕES DE CRI APRESENTOU DIVERSAS ALTERNÂNCIAS DE POSIÇÕES NOS RANKINGS UQBAR.**

primeira vez, o posto mais alto dos rankings de emissões de 2017 por montante emitido e por números de operações. Foram 27 operações realizadas que totalizaram R\$2,52 bilhões emitidos pela Ápice. Operando no mercado apenas desde 2013, a Ápice poderia ser considerada ainda uma novata, ao se levar em consideração os já quase 20 anos desde as primeiras operações no mercado de CRI.

Ainda no rol das securitizadoras que começaram a atuar na última década, destacaram-se positivamente a ISEC e a Habitasec. Como já mencionado neste Anuário, em 2017 a ISEC fez um movimento de aquisição de três companhias securitizadoras menores: Brasil Plural, Novasec e SCCI. Consolidando as emissões de CRI realizadas no ano por todas as companhias do grupo, a ISEC alcançou a terceira posição pelo critério de montante emitido, com R\$1,24 bilhão, e a quarta posição pelo critério de número de operações, com 13 operações. Por sua vez, a Habitasec realizou 17 operações em 2017, que juntas somaram R\$758,7 milhões, conquistando, assim, a segunda posição por número de operações e a quarta posição por montante emitido.

Por outro lado, indo além do grupo das securitizadoras mais recentes, a única que se mantém atuante de forma destacada é a RB Capital. Somando as emissões das duas securitizadoras do grupo, foram emitidos R\$2,08 bilhões em CRI, divididos em 16 operações. Com isso, a RB Capital ficou com a segunda posição pelo critério de montante emitido e com a terceira posição pelo critério de número de operações.

Levando-se em consideração todas as operações de CRI ainda em circulação, independente do ano em que foram emitidas, observa-se que as três securitizadoras mais novas mencionadas acima – Ápice, ISEC e Habitasec – vêm ganhando participação de mercado a cada ano. No entanto, uma vez que o prazo médio ponderado de duração de todo os CRI já emitidos é de 157 meses, a herança das emissões realizadas na primeira década de existência do mercado de CRI ainda colocam Brazilian Securities e Cibrasec, além da própria RB Capital, pelo menos, no top 5 de cada um dos rankings por montante de saldo devedor e número de operações em circulação.

Entre os agentes fiduciários, a Vórtx dominou o mercado por mais um ano. Em 2016, pela primeira vez na história, Oliveira Trust e Pentágono haviam sido desbancadas da liderança, e, em 2017, isso voltou a ocorrer. A Vórtx conseguiu mais de 50,0% de participação de mercado em ambos os rankings de emissões de 2017: por montante emitido e número de operações. No último ano a Vórtx atuou como agente fiduciário em 76 operações, que somaram R\$5,30 bilhões em CRI emitidos.

Porém, o enorme número de mandatos conseguidos nos últimos dois anos ainda não foram suficientes para ultrapassar Oliveira Trust e Pentágono quando se consideram todas as emissões de CRI em circulação. A Pentágono manteve-se na liderança dos rankings de operações a vencer com alguma folga. Por outro lado, a Oliveira Trust já enxerga a Vórtx bem de perto no retrovisor. Em 29 de dezembro do último ano o saldo devedor dos CRI nos quais a Pentágono atuava como agente fiduciário totalizava R\$36,78 bilhões (48,2% do total), divididos em 320 operações (38,5%). Na sequência figura a Oliveira Trust, com R\$16,59 bilhões (21,7%), distribuídos entre 285 operações (34,3%), e na sequência a Vórtx, com R\$16,34 bilhões (21,4%) e 117 operações (14,1%).

Os *Rankings Uqbar* de escritórios de advocacia para o mercado de CRI apresentaram diversas alterações de posições, exceto no posto de líder do mercado. Por mais um ano a liderança ficou nas mãos do PMKA. Ao todo, este escritório assessorou juridicamente 34 operações (24,8%) em 2017, que somaram R\$3,18 bilhões (29,3%).

Por outro lado, nos rankings de líderes de distribuição, as diversas alterações de posição incluem também o posto de liderança. Pela primeira vez, XP e CM Capital Markets conquistaram os primeiros postos dos rankings deste segmento do mercado. A XP distribuiu R\$1,76 bilhão de CRI em 2017, divididos em dez séries, conquistando a liderança pelo critério de montante emitido. Já a CM Capital Markets foi responsável pela distribuição de 63 séries (50 a mais que o segundo colocado) de CRI, que totalizaram R\$486,6 milhões, conquistando a liderança pelo critério de número de títulos.

Presentes pela primeira vez nos *Anuários Uqbar*, os rankings de *servicers* de operações de CRI trazem a Conveste na liderança por montante emitido e por número de operações. Das operações realizadas em 2017, doze contam com a prestação de serviços de processamento de pagamento e cobrança dos créditos imobiliários pela Conveste, as quais, juntas, somam um montante de R\$267,8 milhões.

Em relação ao mercado secundário de CRI, o último ano movimentou R\$8,61 bilhões, distribuídos em 15.955 negócios. O número de transações referente a 2017 representa um novo recorde de negócios anual e um crescimento de 266,1% na comparação com o ano anterior. Já o montante negociado representa crescimento de 3,7% em relação a 2016, porém, não superou o recorde obtido em 2015, quando haviam sido negociados R\$9,21 bilhões.

A 76ª série da 1ª emissão da Ápice foi o título que apresentou o maior montante negociado em 2017. Com 20 negócios, esta série somou um montante negociado de R\$954,8 milhões. Os CRI desta emissão pagam juros de 100,0% da Taxa DI acrescido de spread de 5,25% ao ano e são lastreados por debêntures, representadas por CCI, que têm a BM Empreendimentos e Participações como devedora, e o FII Votorantim Master como cedente. O valor captado com a emissão das debêntures foi destinado ao pagamento de despesas, direta ou indiretamente, relacionados ao projeto imobiliário Cidade Matarazzo, localizado na cidade de São Paulo.

Com liquidez diária, o CRI mais negociado em termos de número de negócios foi a 64ª série da 1ª emissão da Ápice, com 2.845 negócios, que juntos perfizeram o montante de R\$237,5 milhões. Este título foi objeto de oferta pública através da ICVM 400, paga juros de 100,0% da Taxa DI acrescido de spread de 0,40% ao ano e possui classificação de risco AA- pela Fitch. O lastro da operação consiste em debêntures, representadas por CCI, que têm a MRV Engenharia e Participações como devedora, e a SPE Parque Paradiso Incorporações como cedente. O valor captado com a emissão das debêntures foi destinado para financiamento de construção imobiliária de unidades exclusivamente habitacionais em diversos estados brasileiros.



2016  
1° Lugar

2017  
1° Lugar

# Ser o melhor

**SERVICER PELO 2° ANO CONSECUTIVO  
É A PROVA DA NOSSA EXCELÊNCIA.**

R\$ 2,5 Bilhões em recebíveis,  
mais de 50 mil contratos sob gestão.

[WWW.CONVESTE.COM.BR](http://WWW.CONVESTE.COM.BR)



**CONVESTE**  
Serviços Financeiros

Transformando números em resultados

# 3

Dados





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

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

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



**RB CAPITAL**

Rethink Banking

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

## EMISSÕES



## COMPOSIÇÃO (%)

PRAZO (ANOS)	\$	#T
Até 5	28,3	25,8
De 5 a 10	45,6	54,2
De 10 a 15	20,0	17,4
Acima de 15	6,1	2,6

REMUNERAÇÃO	\$	#T
DI	56,7	27,9
IPCA	34,8	44,2
IGP-M	8,3	26,3
Taxa Fixa	0,2	1,6

CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	\$	#T
AAA	3,4	0,5
AA	18,9	5,8
A	10,2	7,9
BBB	1,1	2,6
BB	3,2	6,9
B	0,4	2,1
Sem Class.	62,8	74,2

TIPO DE OFERTA	\$	#T
ICVM 400	27,1	5,3
ICVM 476	72,9	94,7

LASTRO	\$	#O
Crédito Imobiliário	80,4	75,4
Aluguel	18,0	23,9
Multiclasse	1,6	0,7

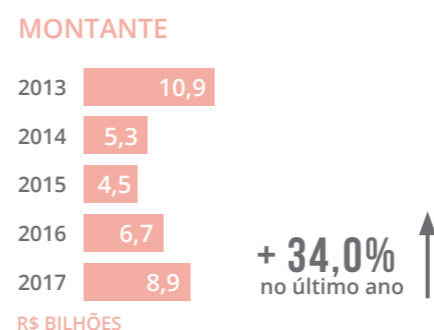
TIPO DE DEVEDOR	\$	#O
Pessoa Jurídica	93,1	81,3
Pessoa Física	6,6	16,5
PF & PJ	0,2	2,2

RISCO DE CRÉDITO	\$	#O
Concentrado	91,7	79,9
Pulverizado	8,3	20,1

## PERFIL DO INVESTIDOR (\$)



## OPERAÇÕES DE MERCADO

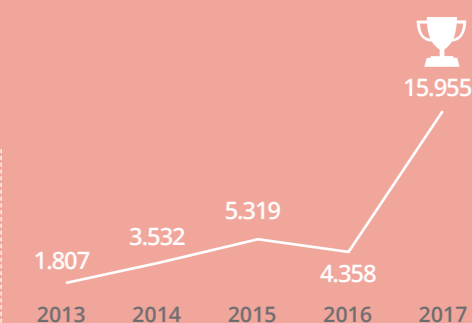


## NEGOCIAÇÕES APÓS 180 DIAS DA EMISSÃO

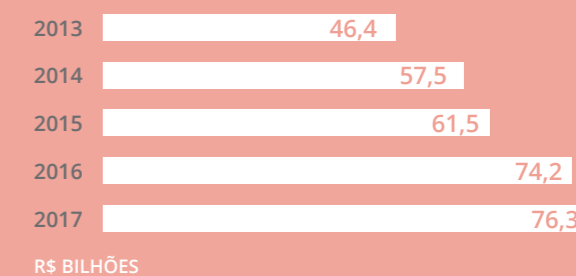
### MONTANTE



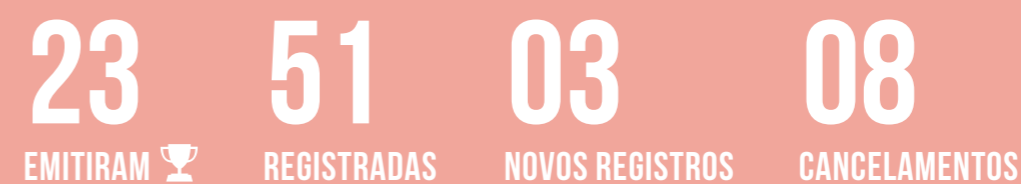
### NÚMERO DE NEGÓCIOS



## ESTOQUE



## SECURITIZADORAS



## CEDENTES



# Rankings UQBAR

# 4

**GRUPO ISEC**  
**BRASIL**

# **INOVAR, CONSOLIDAR E OTIMIZAR O MERCADO DE SECURITIZAÇÃO.**

**Essa é a ISEC e o seu sonho de ser a maior securitizadora no Brasil.**

**Hoje o Grupo conta com quatro grandes securitizadoras adquiridas como parte da estratégia para concretização desse ideal: ISEC, NOVA SEC, SCCI e BRASIL PLURAL.**

**Superar estruturas e tecnologias defasadas. Permitir que o mercado de securitização se mantenha forte, seguro e transparente. Esse é o nosso diferencial.**

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

**[www.isecbrasil.com.br](http://www.isecbrasil.com.br)**

## LISTA DE RANKINGS

### MERCADO PRIMÁRIO

TERCEIROS	CRI	Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)
	Securizadoras Imobiliárias	Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)
		Número de Operações em 2017 (Operações de Mercado)
	Advogados	Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)
		Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)
	Agências de Classificação de Risco	Montante Classificado em 2017 (Todas as Operações)
		Número de Títulos Classificados em 2017 (Todas as Operações)
	Agentes Fiduciários	Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)
		Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)
	Líderes de Distribuição	Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)
Número de Títulos em 2017 (Operações de Mercado)		
Servicers	Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)	
	Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)	

### MERCADO SECUNDÁRIO


CRI	Montante Negociado em 2017 (+180 dias)
	Número de Negócios em 2017 (+180 dias)

### ESTOQUE

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

#### LEGENDA DAS TABELAS:

 – Percentual de participação

 – Posição no *Ranking Uqbar* no ano anterior

**R\$ MM** – Milhões de reais.

**#** – Número de operações ou de títulos

## MERCADO PRIMÁRIO

### CRI

TABELA 1 \ CRI \ Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)

TÍTULO		2017	
Emissor – Emissão/Série	Classe	R\$ MM	
Ápice – 1ª/105ª	Única	400	4,5
ISEC – 4ª/18ª	Sênior	350	3,9
Cibrasec – 2ª/288ª	Única	300	3,4
RB Capital Companhia de Securitização – 1ª/156ª	Única	300	3,4
RB Capital Companhia de Securitização – 1ª/159ª	Única	280	3,1
Ápice – 1ª/104ª	Única	270	3,0
Ápice – 1ª/107ª	Única	270	3,0
RB Capital Companhia de Securitização – 1ª/165ª	Única	213	2,4
Novasec – 1ª/25ª	Única	203	2,3
Ápice – 1ª/94ª	Única	200	2,2
<b>Dez Maiores</b>		<b>2.785</b>	<b>31,2</b>
<b>Total</b>		<b>8.930</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordena os CRI por montante emitido durante o ano de 2017. São excluídos deste Ranking os títulos indexados à TR.

## SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

TABELA 2 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)







Securitizadora	2017		2016	
	R\$ MM			
Ápice	2.524	28,3	2	17,8
RB Capital	2.076	23,2	1	25,7
ISEC	1.238	13,9	8	5,1
Habitasec	759	8,5	5	7,0
Cibrasec	753	8,4	4	9,0
Ourinvest	398	4,5	11	2,1
Fortesec	268	3,0	9	2,9
Vert	127	1,4	-	-
Barigui	120	1,3	18	0,4
Gaia	118	1,3	3	9,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>8.381</b>	<b>93,8</b>	<b>6.017</b>	<b>90,3</b>
<b>Total</b>	<b>8.930</b>	<b>100,0</b>	<b>6.666</b>	<b>100,0</b>

TABELA 3 \ Securitizadoras Imobiliárias \ Número de Operações em 2017 (Operações de Mercado)

Securitizadora	2017		2016	
	#			
Ápice	27	20,1	2	12,6
Habitasec	17	12,7	3	10,7
RB Capital	16	11,9	1	14,6
ISEC	13	9,7	6	6,8
Fortesec	12	9,0	4	9,7
Cibrasec	9	6,7	5	6,8
Polo Capital	6	4,5	9	5,8
Ourinvest	5	3,7	13	1,9
Logos	5	3,7	15	1,9
Altere	4	3,0	10	5,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>114</b>	<b>85,1</b>	<b>87</b>	<b>84,5</b>
<b>Total</b>	<b>134</b>	<b>100,0</b>	<b>103</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 2017. 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. São excluídos destes Rankings os títulos indexados à TR. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

## TERCEIROS

### ADVOGADOS

TABELA 4 \ Advogados \ Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)







Advogado	2017		2016	
	#			
PMKA	34	24,8	1	34,3
IBS	14	10,2	-	-
Cescon Barrieu	10	7,3	7	3,7
Bicalho e Mollica	8	5,8	8	2,8
Pinheiro Guimarães	7	5,1	3	6,5
Machado Meyer	7	5,1	5	4,6
Madrona	7	5,1	19	1,9
NFA	5	3,7	15	1,9
CPBS	5	3,7	11	1,9
VBSO	4	2,9	16	1,9
<b>Dez Maiores</b>	<b>101</b>	<b>73,7</b>	<b>84</b>	<b>77,8</b>
<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>100,0</b>	<b>108</b>	<b>100,0</b>

TABELA 5 \ Advogados \ Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)

Advogado	2017		2016	
	R\$ MM			
PMKA	3.181	29,3	1	54,4
Pinheiro Guimarães	1.930	17,8	2	8,5
Cescon Barrieu	969	8,9	7	3,0
Machado Meyer	852	7,9	5	3,2
Tauil & Chequer	585	5,4	3	7,3
Bicalho e Mollica	428	4,0	13	1,2
Demarest	314	2,9	4	3,7
NFA	298	2,8	14	1,1
VBSO	294	2,7	16	0,8
IBS	279	2,6	-	-
<b>Dez Maiores</b>	<b>9.129</b>	<b>84,2</b>	<b>11.255</b>	<b>89,8</b>
<b>Total</b>	<b>10.842</b>	<b>100,0</b>	<b>12.536</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 2017. A assessoria considerada neste Ranking é aquela prestada pelo participante às Securitizadoras Imobiliárias, aos Coordenadores Líder, às Cedentes, ou quando este atua como *deal counsel* no processo de estruturação da operação. Quando dois ou mais escritórios de advogados assessoram conjuntamente uma mesma operação, o crédito é atribuído integralmente a todos os participantes. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2017. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

## AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

TABELA 6 \ Agências de Classificação de Risco \ Montante Classificado em 2017  
(Todas as Operações)




Agência de Classificação	2017		2016	
	R\$ MM			
Fitch	2.474	51,9	1	55,4
S&P	1.033	21,7	4	10,2
Moody's	550	11,5	2	20,9
Liberum	384	8,1	3	10,3
Austin	169	3,6	6	1,4
LF	155	3,2	5	1,7
SR	0	0,0	-	-
<b>Total</b>	<b>4.764</b>	<b>100,0</b>	<b>3.026</b>	<b>100,0</b>

TABELA 7 \ Agências de Classificação de Risco \ Número de Títulos Classificados em 2017  
(Todas as Operações)

Agência de Classificação	2017		2016	
	#			
Austin	28	40,0	1	34,0
Fitch	12	17,1	2	28,3
LF	12	17,1	6	7,6
Liberum	8	11,4	3	13,2
S&P	6	8,6	5	7,6
Moody's	3	4,3	4	9,4
SR	1	1,4	-	-
<b>Total</b>	<b>70</b>	<b>100,0</b>	<b>53</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 2017. O valor considerado no Ranking das agências de classificação de risco é o montante total de títulos aos quais foi atribuída uma classificação e não o valor de toda a operação. Os Rankings consideram atribuições feitas durante o período sob análise para operações novas (registradas ou em processo de registro) ou antigas (realizadas em períodos anteriores, mas classificadas pelas agências em questão pela primeira vez durante o ano). As atividades de monitoramento das agências não são contabilizadas para suas posições no Ranking. Uma classificação, seja ela preliminar ou não, é contabilizada uma única vez. Contudo, somente são consideradas classificações nas quais os montantes dos títulos classificados são informados nos relatórios ou em comunicados formais das próprias agências de classificação de risco. Quando um título recebe classificações de duas ou mais agências, o montante objeto da classificação é atribuído a ambas as agências. O critério de desempate do Ranking por número de títulos é o montante classificado, e vice-versa.

**AGENTES FIDUCIÁRIOS**

TABELA 8 \ Agentes Fiduciários \ Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)







Agente Fiduciário	2017		2016	
	R\$ MM			
Vórtx	5.301	59,4	1	70,3
Pentágono	2.742	30,7	2	18,5
Oliveira Trust	686	7,7	3	7,3
GDC Partners	115	1,3	5	0,9
SLW	57	0,6	6	0,8
Planner	30	0,3	-	-
<b>Total</b>	<b>8.930</b>	<b>100,0</b>	<b>18.086</b>	<b>100,0</b>

TABELA 9 \ Agentes Fiduciários \ Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)

Agente Fiduciário	2017		2016	
	#			
Vórtx	76	56,7	1	38,2
Pentágono	32	23,9	2	35,5
Oliveira Trust	18	13,4	3	12,7
GDC Partners	4	3,0	6	2,7
SLW	3	2,2	4	6,4
Planner	1	0,8	-	-
<b>Total</b>	<b>134</b>	<b>100,0</b>	<b>110</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 2017. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2017. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

## LÍDERES DE DISTRIBUIÇÃO

TABELA 10 \ Líderes de Distribuição \ Montante Emitido em 2017 (Operações de Mercado)







Líder de Distribuição	2017		2016	
	R\$ MM			
XP	1.761	19,8	5	6,5
RB Capital	1.231	13,9	1	17,1
Itaú BBA	962	10,8	4	11,1
BR Partners	816	9,2	10	2,5
Votorantim	776	8,7	3	11,5
CM Capital Markets	487	5,5	11	2,4
Ourinvest	398	4,5	14	1,7
Finaxis	333	3,7	7	5,1
Santander	280	3,1	-	-
Bradesco BBI	225	2,5	2	15,5
<b>Dez Maiores</b>	<b>7.268</b>	<b>81,8</b>	<b>5.645</b>	<b>84,7</b>
<b>Total</b>	<b>8.890</b>	<b>100,0</b>	<b>6.662</b>	<b>100,0</b>

TABELA 11 \ Líderes de Distribuição \ Número de Títulos em 2017 (Operações de Mercado)

Lider de Distribuição	2017		2016	
	#			
CM Capital Markets	63	33,7	4	7,3
Votorantim	13	7,0	3	8,0
RB Capital	12	6,4	2	9,5
XP	10	5,3	15	2,2
Finaxis	10	5,3	8	5,8
BR Partners	8	4,3	12	2,9
Fram Capital	8	4,3	20	1,5
SLW	8	4,3	1	12,4
Socopa	7	3,7	10	5,1
Itaú BBA	6	3,2	7	5,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>145</b>	<b>77,5</b>	<b>101</b>	<b>73,7</b>
<b>Total</b>	<b>187</b>	<b>100,0</b>	<b>137</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 2017. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2017. São excluídos destes Rankings os títulos indexados à TR. O critério de desempate do Ranking por número de títulos é o montante emitido, e vice-versa.

**SERVICERS**

TABELA 12 \ Servicers \ Montante Emitido em 2017 (Todas as Operações)






Servicer	2017		2016	
	R\$ MM			
Conveste	268	46,8	2	31,2
Gaiaserv	100	17,5	-	-
Certificadora	65	11,4	1	54,7
Interservicer	51	8,9	3	9,1
Panser	40	7,0	-	-
Ethos	26	4,5	-	-
Habix	22	3,9	4	5,1
<b>Total</b>	<b>572</b>	<b>100,0</b>	<b>560</b>	<b>100,0</b>

TABELA 13 \ Servicers \ Número de Operações em 2017 (Todas as Operações)

Servicer	2017		2016	
	#			
Conveste	12	44,4	1	47,1
Interservicer	6	22,2	3	17,6
Habix	3	11,1	4	5,9
Panser	2	7,4	-	-
Ethos	2	7,4	-	-
Gaiaserv	1	3,7	-	-
Certificadora	1	3,7	2	29,4
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>100,0</b>	<b>17</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os servicers com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2017. Os Rankings consideram apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2017. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante emitido, e vice-versa.

## MERCADO SECUNDÁRIO

### CRI

TABELA 14 \ CRI \ Montante Negociado em 2017 (+180 dias)



TÍTULO		2017	
Emissor - Emissão/Série	Classe	R\$ MM	
Ápice - 1ª/76ª	Única	955	11,1
Gaia - 7ª/1ª	Única	732	8,5
Gaia - 4ª/57ª	Única	585	6,8
Ápice - 1ª/70ª	Única	350	4,1
Brazilian Securities - 1ª/323ª	Única	293	3,4
Cibrasec - 2ª/263ª	Única	256	3,0
Ápice - 1ª/64ª	Única	238	2,8
Brazilian Securities - 1ª/380ª	Única	180	2,1
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/69ª	Única	158	1,8
Gaia - 4ª/76ª	Única	157	1,8
<b>Dez Maiores</b>		<b>3.904</b>	<b>45,3</b>
<b>Total</b>		<b>8.612</b>	<b>100,0</b>

TABELA 15 \ CRI \ Número de Negócios em 2017 (+180 dias)

TÍTULO		2017	
Emissor - Emissão/Série	Classe	#	
Ápice - 1ª/64ª	Única	2.845	17,8
Brazil Realty - 5ª/1ª	Única	1.660	10,4
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/135ª	Única	1.281	8,0
Ápice - 1ª/73ª	Única	1.001	6,3
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/108ª	Única	956	6,0
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/145ª	Única	808	5,1
Gaia - 4ª/57ª	Única	595	3,7
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/128ª	Única	558	3,5
Ourinvest - 1ª/1ª	Única	510	3,2
RB Capital Companhia de Securitização - 1ª/130ª	Única	364	2,3
<b>Dez Maiores</b>		<b>10.578</b>	<b>66,3</b>
<b>Total</b>		<b>15.955</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 2017. Nestes Rankings somente são considerados os negócios realizados após 180 dias desde a data de emissão do respectivo título. O critério de desempate do Ranking por número de negócios é o montante negociado, e vice-versa.

## ESTOQUE

## SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

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




Securitizadora	2017		2016	
	R\$ MM			
RB Capital	9.240	24,7	1	25,1
Ápice	6.474	17,3	2	16,0
Brazilian Securities	5.362	14,4	3	12,8
ISEC	2.821	7,6	6	5,2
Gaia	2.388	6,4	4	10,1
Cibrasec	2.172	5,8	8	4,6
Habitasec	1.916	5,1	7	4,6
PDG	1.027	2,7	5	6,3
Barigui	919	2,5	9	2,8
BRC	655	1,8	11	2,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>32.975</b>	<b>88,3</b>	<b>29.299</b>	<b>90,1</b>
<b>Total</b>	<b>37.338</b>	<b>100,0</b>	<b>32.529</b>	<b>100,0</b>

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




Securitizadora	2017		2016	
	#			
Brazilian Securities	100	15,1	1	17,7
RB Capital	93	14,0	2	15,0
Ápice	73	11,0	5	8,9
Gaia	62	9,4	3	11,9
Cibrasec	62	9,4	4	10,2
Habitasec	52	7,9	6	7,0
ISEC	49	7,4	7	6,8
Fortesec	27	4,1	8	2,9
Polo Capital	21	3,2	11	2,7
Barigui	19	2,9	10	2,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>558</b>	<b>84,3</b>	<b>504</b>	<b>85,9</b>
<b>Total</b>	<b>662</b>	<b>100,0</b>	<b>587</b>	<b>100,0</b>

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







Securitizadora	2017		2016	
	R\$ MM			
Cibrasec	23.056	30,2	1	31,7
RB Capital	16.126	21,1	2	21,5
Ápice	8.012	10,5	3	9,3
Brazilian Securities	7.437	9,7	4	8,7
Gaia	4.667	6,1	5	8,2
Barigui	4.576	6,0	6	6,5
ISEC	3.354	4,4	8	3,0
Habitasec	2.174	2,8	9	2,4
PDG	1.414	1,9	7	3,2
BRC	655	0,9	11	0,9
<b>Dez Maiores</b>	<b>71.469</b>	<b>93,6</b>	<b>70.901</b>	<b>95,5</b>
<b>Total</b>	<b>76.338</b>	<b>100,0</b>	<b>74.249</b>	<b>100,0</b>

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

Securitizadora	2017		2016	
	#			
Brazilian Securities	131	15,7	1	18,1
RB Capital	115	13,8	2	14,7
Cibrasec	102	12,3	3	12,9
Ápice	88	10,6	5	8,9
Gaia	71	8,5	4	10,4
Barigui	56	6,7	6	7,1
ISEC	56	6,7	7	6,1
Habitasec	54	6,5	8	5,7
Fortesec	27	3,2	10	2,2
Polo Capital	21	2,5	11	2,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>721</b>	<b>86,7</b>	<b>671</b>	<b>88,6</b>
<b>Total</b>	<b>832</b>	<b>100,0</b>	<b>757</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 2017. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelas Securitizadoras Imobiliárias não são consideradas para os Rankings. Dos Rankings de Operações de Mercado são excluídos os títulos indexados à TR. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.

## TERCEIROS

## AGENTES FIDUCIÁRIOS

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







Agente Fiduciário	2017		2016	
	R\$ MM			
Pentágono	36.782	48,2	1	53,5
Oliveira Trust	16.594	21,7	2	20,9
Vórtx	16.341	21,4	3	17,0
GDC Partners	2.446	3,2	5	2,6
Simplific Pavarini	2.030	2,7	4	3,2
Planner	1.305	1,7	6	2,2
SLW	841	1,1	7	0,6
<b>Total</b>	<b>76.338</b>	<b>100,0</b>	<b>74.249</b>	<b>100,0</b>

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

Agente Fiduciário	2017		2016	
	#			
Pentágono	320	38,5	1	42,8
Oliveira Trust	285	34,3	2	37,4
Vórtx	117	14,1	3	5,5
Planner	35	4,2	4	5,0
GDC Partners	32	3,8	5	3,8
Simplific Pavarini	25	3,0	6	3,6
SLW	18	2,2	7	1,7
<b>Total</b>	<b>832</b>	<b>100,0</b>	<b>757</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 2017. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos agentes fiduciários não são consideradas para os Rankings. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.

**AUDITORES**

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







Auditor	2017		2016	
	R\$ MM			
KPMG	29.675	38,9	3	11,3
Grant Thornton	24.824	32,5	2	30,9
PwC	8.164	10,7	4	9,5
Deloitte	4.667	6,1	1	41,3
Crowe Horwath	2.399	3,1	5	2,8
BLB	2.093	2,7	-	-
EY	1.902	2,5	10	0,2
BDO	1.268	1,7	7	1,4
Baker Tilly	406	0,5	-	-
AJCA	345	0,5	-	-
<b>Dez Maiores</b>	<b>75.742</b>	<b>99,2</b>	<b>73.878</b>	<b>99,5</b>
<b>Total</b>	<b>76.338</b>	<b>100,0</b>	<b>74.249</b>	<b>100,0</b>

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

Auditor	2017		2016	
	#			
Grant Thornton	212	25,5	2	23,6
KPMG	205	24,6	4	13,5
PwC	148	17,8	3	20,1
Deloitte	71	8,5	1	24,8
Crowe Horwath	60	7,2	5	6,5
EY	45	5,4	11	0,4
BLB	33	4,0	-	-
BDO	27	3,2	6	4,4
Bexcell	12	1,4	9	1,2
Guimarães e Gonçalves	8	1,0	10	0,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>821</b>	<b>98,7</b>	<b>748</b>	<b>98,8</b>
<b>Total</b>	<b>832</b>	<b>100,0</b>	<b>757</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os auditores de Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2017. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos participantes da operação não são consideradas para o Ranking. O critério de desempate do Ranking por número de operações é o montante, e vice-versa.

# 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



# Regulamentação e Legislação: Marco Jurídico e Regulamentar de 2017

O que aconteceu de mais relevante que afeta  
direta ou indiretamente o mercado de CRI

*Por Marcelo Cosac e Camilla de Campos Escudero Paiva*

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

5

# 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.**

OAB - 16244

[MADRONALAW.COM.BR](http://MADRONALAW.COM.BR)

## INTRODUÇÃO

O ano de 2017 foi marcado por importantes alterações (e perspectivas de alterações) na regulamentação do mercado de capitais brasileiro. Em relação ao mercado de capitais voltado ao setor imobiliário houve um especial esforço dos órgãos reguladores em aperfeiçoar e desenvolver o referido setor de forma organizada, sem prejuízo da proteção do investidor. Neste sentido, pode-se destacar a iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em aprimorar determinadas regras relacionadas ao nível de informação prestado aos investidores em emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), sem falar nas recorrentes decisões balizadoras do conceito de créditos imobiliários e do atendimento aos princípios e objetivos da Lei nº 9.514.

Em paralelo, durante os últimos anos o governo brasileiro procurou adotar medidas econômicas para estimular a economia do país, o que trouxe esperança ao mercado. Nessa linha, havia especial interesse do governo em fomentar o mercado imobiliário, que estava relativamente estagnado. Em razão disso, dentre as medidas anunciadas, estava a criação da Letra Imobiliária Garantida (LIG), que foi regulamentada pelo Banco Central do Brasil (BCB) em 29 de agosto de 2017. O principal objetivo da criação da LIG é o aumento do crédito para o setor imobiliário.

Além da análise do impacto da LIG no mercado imobiliário, em especial no que diz respeito aos CRI, e suas principais características regulamentadas pelo BCB, trataremos neste artigo de outros dois pontos relacionados à regulamentação do mercado imobiliário relevantes no ano de 2017: (i) a decisão da CVM no processo nº 19957.009618/2016-30, cujo objeto era o pedido de registro de oferta de CRI; e (ii) as alterações propostas pela CVM na Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (Instrução CVM 414), no que diz respeito às companhias securitizadoras de créditos imobiliários e às regras informacionais referentes às emissões de CRI.

## LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA (LIG)

Atendendo ao disposto na Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015 (Lei nº 13.097), o CMN aprovou a publicação pelo BCB, em 29 de agosto de 2017, da Resolução nº 4.598 (Resolução) que entrou em vigor na data de sua publicação, 31 de agosto de 2017, que regulamenta a emissão das LIG por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo.

Esta talvez tenha sido a regulamentação mais relevante e aguardada pelo mercado imobiliário no ano 2017, uma vez que a intenção da LIG é funcionar como um instrumento complementar às fontes de recursos destinadas ao mercado imobiliário, além de ser um investimento seguro aos seus titulares, já que possui dupla garantia.

A expectativa dos participantes do mercado imobiliário era alta em relação à regulamentação da LIG pelo CMN já que a Lei nº 13.097 deixou em aberto diversos aspectos relevantes sobre a emissão das LIG para que o CMN regulamentasse, como, por exemplo, os critérios de elegibilidade e composição da carteira de ativos que garantem a LIG, condições de substituição

e reforço dos referidos ativos, administração e prestação de informações pela instituição emissora aos investidores.

A LIG foi criada com o objetivo de fomentar o mercado imobiliário, criando uma nova fonte de financiamento que deve ser mais barata e segura aos investidores. Em linha com o disposto na Lei nº 13.097, a Resolução define a LIG como sendo “*título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário*”, inspirada nos *covered bonds*, instrumentos de captação largamente utilizados no exterior. As instituições financeiras autorizadas a emití-la deverão observar, dentre outras condições para emissão previstas na Resolução, que a soma dos valores dos ativos que integram as carteiras de ativos garantidoras das LIG não pode superar os seguintes limites em relação ao ativo total da instituição emissora: (i) 10% do ativo total da instituição emissora enquadrada no segmento S1 – instituições financeiras que tenham porte igual ou superior a 10,0% do PIB ou que exerçam atividade internacional relevante, independentemente do porte; e (ii) 30,0% do ativo total da instituição emissora enquadrada nos demais segmentos estabelecidos pelo BCB na Resolução nº 4.553, de 30 de Janeiro de 2017 (instituições financeiras que tenham porte inferior a 10,0% do PIB, em diversos níveis).

Dentre outras características, a mais típica dos *covered bonds* que a LIG traz para o mercado brasileiro é a sua dupla garantia. Com efeito, a LIG é garantida (i) tanto por ativos, em especial créditos imobiliários, organizados em um *cover pool* (carteira de ativos), (ii) quanto pela manutenção da instituição emissora como responsável perante os investidores pelo adimplemento das LIG emitidas, no caso de a carteira de ativos ser insuficiente para o pagamento da LIG. A garantia estabelecida no item (i) ganha especial importância pelo fato de que a norma exige a instituição do regime fiduciário sobre a carteira de créditos vinculada ao pagamento da LIG, nos termos do artigo 68 da Lei nº 13.097, fazendo com que a carteira responda somente pelas obrigações decorrentes da própria LIG. Esta característica aproxima ainda mais a LIG do CRI, muito embora no caso de emissões de CRI, a instituição do regime fiduciário seja facultativa (entretanto, na prática, as emissões de CRI são realizadas em sua vasta maioria, senão na totalidade, com a instituição de tal regime, que confere um nível de segurança jurídica aos investidores que dificilmente deva ser dispensado quando da decisão de investimento).

No mercado estrangeiro, especialmente na Europa, os *covered bonds* representam uma parcela importante da totalidade do financiamento imobiliário. Mais um motivo pelo qual há uma real expectativa de que a LIG possa contribuir como um instrumento de financiamento relevante e complementar aos instrumentos já existentes no mercado imobiliário brasileiro. Além disso, em razão da LIG ser muito semelhante aos *covered bonds* e ainda contar com isenção de imposto de renda sobre os rendimentos e ganhos de capital produzidos para residentes ou domiciliados no exterior (exceto em país com tributação favorecida – “paraísos fiscais”), a criação da LIG pode aumentar a atratividade de investimento estrangeiro para o mercado imobiliário de nosso país.

Outra semelhança importante da LIG com o CRI é que em ambos os casos há isenção de imposto de renda sobre os rendimentos e ganhos de capital produzidos quando o beneficiário for pessoa física residente no país.

Por outro lado, por ser um instrumento relativamente semelhante ao CRI, há receio de que a LIG possa impactar negativamente o mercado de CRI. Isto porque, diferente do processo de

securitização no qual o crédito imobiliário é cedido à companhia securitizadora de créditos imobiliários, na emissão de LIG o crédito se mantém com a própria instituição emissora, integrando o seu balanço patrimonial. Isso permite que a instituição emissora do referido título possa trocar os ativos da carteira de ativos, observados determinados requisitos de substituição e reforço da carteira de ativos estabelecidos na Resolução. Além disso, a LIG conta com garantia da instituição emissora, diferente do CRI, que não conta com tal garantia, o que fatalmente confere maior segurança ao investimento na LIG quando comparado ao investimento em CRI. Contudo, importante enfatizar que não faria qualquer sentido que companhias securitizadoras pudessem se responsabilizar pelo pagamento do CRI, já que tais companhias são basicamente prestadoras de serviços de emissão de tal valor mobiliário e administração das carteiras de créditos vinculadas a tais emissões. Não são as beneficiárias finais das emissões de CRI. Os beneficiários são claramente os cedentes dos créditos para as securitizadoras (basicamente, as empresas de negócios imobiliários, como incorporadoras, *properties*, loteadoras, dentre outras), que conseguem o desconto imediato de suas carteiras de créditos, ou seja, a monetização de tais créditos. Por outro lado, a beneficiária da emissão de LIG é a própria instituição emissora, que está se utilizando da LIG para levantar recursos para utilização em suas operações. Desta forma, faz todo sentido econômico que tais instituições se responsabilizem pelo pagamento do título caso a carteira a ele vinculada não seja suficiente.

No entanto, a Resolução permite que as companhias securitizadoras de créditos imobiliários atuem como agente fiduciário nas emissões de LIG, de forma a permitir que referidas companhias expandam sua área de atuação. Toda e qualquer emissão de LIG deverá contar com a presença de um agente fiduciário que deverá contar com um patrimônio líquido equivalente a, no mínimo, R\$1,5 milhão. A atuação de companhias securitizadoras de créditos imobiliários como agente fiduciário de emissões de LIG depende de prévia autorização do Banco Central do Brasil.

Um aspecto que merece atenção foi o fato de não ter havido uma reforma na Resolução CMN nº 3.932/2010. Tal norma trata do direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) junto às cadernetas de poupança, e o artigo 9º, inciso II, alínea (b) do anexo à referida norma, determina que o saldo credor de Letras de Crédito Imobiliário (LCI) seja deduzido dos montantes computados para os fins do direcionamento exigível destes recursos. Tal exigência não foi estendida às LIG. Sendo assim, fica a dúvida se os créditos oriundos dos recursos decorrentes de tal direcionamento obrigatório poderiam ser utilizados como lastro de emissões de LIG.

Destacamos abaixo, de forma resumida, alguns dos principais aspectos referentes às LIG regulamentados pelo BCB:

- **Remuneração**

No que diz respeito à remuneração da LIG, a Resolução dispõe que esta poderá ser baseada em taxa de juros fixa ou flutuante, ainda que não combinadas, bem como em taxas diversas, desde que publicamente conhecidas e calculadas regularmente. O prazo médio ponderado mínimo da LIG deve ser de 24 (vinte e quatro) meses.

- **Vencimento Antecipado**

O vencimento antecipado da LIG só pode ocorrer na hipótese de insolvência da carteira de ativos, conforme disposto no artigo 36 da Resolução (inadimplência no pagamento da LIG ou descumprimento do requisito de suficiência).

- **Programa de Emissão**

A Resolução inovou em relação à Lei nº 13.097 ao permitir a instituição de Programas de Emissão de LIG quando a instituição emissora pretender realizar emissões de LIG em séries. Nestes casos, todas as LIG emitidas no âmbito do Programa de Emissão de LIG serão garantidas pela mesma carteira de ativos, além de possuírem a mesma forma, periodicidade, local de pagamento, valor nominal, taxa de juros e datas de emissão e vencimento.

- **Carteira de Ativos e Critérios de Elegibilidade e Composição**

No que diz respeito à carteira de ativos que garante a LIG, a Resolução estabeleceu diversos requisitos que devem ser observados em sua composição, sob pena de a instituição emissora ser impedida de realizar novas emissões. Dentre os requisitos estabelecidos, cabe destaque aos requisitos de elegibilidade e composição. A Resolução prevê que a soma dos valores nominais atualizados dos créditos imobiliários integrantes da carteira (incluindo os instrumentos derivativos) deve representar, no mínimo, 80,0% do valor nominal atualizado total da carteira de ativos. Para fins de emissão de LIG, o BCB definiu “créditos imobiliários” como sendo aqueles constituídos por meio das operações de: (i) financiamento para a aquisição de imóvel residencial ou não residencial; (ii) financiamento para a construção de imóvel residencial ou não residencial; (iii) financiamento a pessoa jurídica para a produção de imóveis residenciais ou não residenciais; e (iv) empréstimo a pessoa natural com garantia hipotecária ou com cláusula de alienação fiduciária de bens imóveis residenciais, típica operação conhecida no mercado como “*home equity*”. Além dos créditos imobiliários e dos instrumentos derivativos, cujo percentual acima mencionado deve ser observado, a carteira de ativos deve conter também (i) títulos de emissão do Tesouro Nacional e (ii) disponibilidades financeiras provenientes dos ativos que integram a própria carteira em valor correspondente aos compromissos garantidos a vencer nos próximos 180 (cento e oitenta) dias.

Ainda em relação à composição da carteira, é importante destacar que esta deve ser suficiente para atender todos os compromissos relacionados às LIG por ela garantidas, sem prejuízo de a instituição emissora responder pelo adimplemento de todas as obrigações decorrentes da LIG na hipótese de insuficiência, conforme acima discutido. O atendimento a este requisito deve observar os percentuais previstos na Resolução. Para fins de verificação do requisito de suficiência, a instituição emissora deverá realizar testes periódicos de estresse na carteira (pelo menos um teste a cada trimestre).

Houve especial preocupação do órgão regulador em estabelecer critérios de controle da carteira de ativos e de prestação de informações aos investidores, uma vez que à instituição emissora da LIG é permitida a substituição de ativos integrantes da carteira ou seu reforço, na hipótese de descumprimento dos critérios de composição da carteira.

- **Obrigações da Emissora**

Dentre as obrigações atribuídas à instituição emissora da LIG, na qualidade de administradora da carteira de ativos, estão as de: (i) manter controles contábeis que permitam: (a) a identificação dos ativos integrantes da carteira de ativos; (b) a identificação dos recursos financeiros provenientes dos ativos da carteira de ativos; (c) a verificação do atendimento à condição de emissão de LIG; (d) a verificação do atendimento aos requisitos da carteira de ativos; e (e) a identificação dos títulos de emissão do Tesouro Nacional componentes da Reserva de Liquidez, caso opte pela faculdade prevista no artigo 44 da Resolução (manutenção de reserva de liquidez em substituição aos recursos provenientes da carteira de ativos); (ii) divulgar, em notas explicativas às demonstrações financeiras, informações que evidenciem a situação da carteira de ativos, relativamente ao cumprimento dos requisitos estabelecidos na Resolução, das LIG por ela garantidas, bem como a relação percentual entre a soma dos ativos que integram a carteira de ativos e o ativo total da instituição.

- **Prestação de Informações (“disclosure”)**

No que diz respeito à prestação de informações aos investidores, a Resolução estabeleceu que a instituição emissora da LIG deve elaborar, trimestralmente, para cada emissão de LIG, um relatório aos investidores da LIG que evidencie a situação da carteira de ativos e das LIG por ela garantidas, contendo, no mínimo, (i) a avaliação dos riscos relacionados à emissão de LIG ou ao Programa de Emissão de LIG e dos correspondentes mecanismos de mitigação utilizados; (ii) a verificação do atendimento dos requisitos da carteira; e (iii) a verificação do cumprimento das condições estabelecidas nas LIG. A instituição está obrigada, ainda, a divulgar imediatamente ato ou fato relevante que possa representar alteração significativa na situação da carteira ou das LIG.

## DECISÃO CVM – PROCESSO Nº 19957.009618/2016-30

Outro destaque no ano de 2017 foi a decisão da CVM no processo nº 19957.009618/2016-30, que tratava do pedido de registro de CRI lastreados em debêntures.

Na operação objeto do processo acima referido, a companhia devedora (Devedora) emitiu debêntures com o objetivo de utilizar os recursos decorrentes da referida emissão para adquirir um imóvel de titularidade de um fundo de investimento imobiliário do qual era a única cotista. Ou seja, a intenção foi de financiar a aquisição pela Devedora de um imóvel que já era, ainda que indiretamente, de sua própria titularidade.

A Devedora –após recomprar as debêntures dos debenturistas em razão da existência de cláusula de repactuação na respectiva escritura de emissão– pretendia cedê-las à companhia securitizadora emissora dos CRI, para que esta, por sua vez, utilizasse os direitos creditórios decorrentes das debêntures para lastrear a emissão de CRI. A destinação dos recursos dos CRI seria o reembolso do montante dispendido para aquisição do referido imóvel.

Em sua decisão, o Colegiado da CVM acompanhou o voto do então presidente Leonardo Pereira, que em sua manifestação de voto, alega que esta debênture não configura lastro hábil ao CRI, uma vez que a destinação dos recursos dos CRI seria única e exclusivamente a capitalização da Devedora. Além disso, não havia na operação pretendida qualquer finalidade de desenvolvimento do mercado imobiliário, fator que deve ser primordialmente observado nas operações de CRI lastreadas em créditos imobiliários em sua destinação.

Ainda, o Colegiado argumentou que a operação foi estruturada artificialmente, visando apenas a obtenção de um empréstimo mais barato para a Devedora, não sendo, assim, observado o principal objetivo da Lei nº 9.514/97, que é financiamento do desenvolvimento do mercado imobiliário.

No conhecido caso da decisão da CVM na emissão de CRI lastreada em dívida corporativa da Rede D'Or, cuja destinação dos recursos seria a compra de terrenos e construção e ampliação de hospitais, a CVM barrou a emissão sob a alegação de que o pagamento aos investidores do CRI não seria feito com recursos decorrentes de atividade imobiliária, uma vez que seriam pagos com valores decorrentes das atividades hospitalares da devedora. Ao longo dos anos, a CVM evoluiu em suas decisões e passou a permitir a emissão de CRI cuja destinação dos recursos fosse imobiliária. No caso acima (processo nº 19957.009618/2016-30), a CVM não só reafirma sua posição de que é possível a emissão de CRI com destinação imobiliária, como também enfatiza o fato de que esta destinação deve buscar o desenvolvimento e fomento do mercado imobiliário brasileiro, 'condenando' a utilização do CRI de forma contrária aos objetivos legais, dando maior atenção aos casos em que as operações são estruturadas de forma artificial.

Mais uma vez é possível notar a preocupação da CVM, como órgão regulador e fiscalizador, em linha com os objetivos do governo mencionados na introdução deste artigo, de sempre cumprir o objetivo da Lei nº 9.514/97 e fomentar o desenvolvimento do mercado imobiliário, não permitindo, portanto, a colocação no mercado de títulos que possam desviar as finalidades legais apenas em benefício das companhias devedoras (originadoras dos créditos).

## **COMPANHIAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS – AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 01/2017**

Em 12 de maio de 2017, a CVM colocou em audiência pública uma minuta de instrução que visa regular as ofertas públicas de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) (Minuta). Além de representar um avanço na regulamentação relativa às ofertas de CRA, uma vez que, até hoje, são utilizadas para estes valores mobiliários as regras e normas editadas para regular as emissões de CRI, a referida Minuta traz propostas de alterações na Instrução CVM nº 414, que regulamenta os CRI, e na Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, no que diz respeito ao regime informacional das companhias securitizadoras de créditos imobiliários com relação aos CRI por elas emitidos.

Embora o assunto seja de extrema relevância, o objetivo aqui não é discutir a regulamentação proposta pela CVM para as ofertas de CRA, mas, sim, demonstrar as alterações que a CVM pretende implementar no regime informacional das companhias securitizadoras de créditos imobiliários. É importante destacar que, uma vez que o CRI e o CRA são produtos bem semelhantes (inclusive pelo fato de, até hoje, serem regidos pela mesma norma – Instrução CVM 414), há uma tendência de a CVM cada vez mais aplicar as regras de um deles ao outro, obviamente observadas suas peculiaridades. Neste sentido, é possível que, no futuro, a CVM venha a atualizar as regras aplicáveis aos CRI para refletir determinados aprimoramentos trazidos pela futura norma dos CRA, caso seja aprovada e editada pela CVM como proposta na forma da Minuta.

No que diz respeito ao regime informacional aplicável às companhias securitizadoras de créditos imobiliários, o objetivo da CVM é fazer determinados aprimoramentos de forma que informações mais claras e precisas sejam transmitidas aos investidores dos CRI. Neste sentido, a principal alteração proposta pela Minuta é de que as demonstrações financeiras dos patrimônios separados constituídos pelas companhias securitizadoras de créditos imobiliários e vinculados a cada emissão de CRI deixem de acompanhar as demonstrações financeiras da companhia securitizadora. Para tanto, as referidas companhias securitizadoras deverão elaborar demonstrações financeiras independentes para cada um dos patrimônios separados, que deverão ser elaboradas com base nas práticas contábeis aplicáveis às companhias abertas e auditadas por auditores independentes registrados na CVM, além de serem disponibilizadas à CVM através da rede mundial de computadores.

Mais uma vez, nota-se a preocupação do legislador em aprimorar as informações transmitidas aos investidores, de forma a trazer maior segurança ao mercado de capitais brasileiro, tornando-o mais atrativo. No entanto, embora a alteração acima mencionada pareça, em um primeiro momento, uma alteração positiva, há certa preocupação no sentido de que a elaboração e auditoria de demonstrações financeiras individualizadas para cada um dos patrimônios separados encareça as emissões de CRI já que, para que consigam cumprir com a nova diretriz, se assim for aprovada, as companhias securitizadoras devem sofrer um aumento em seus custos operacionais, o que, conseqüentemente, deve refletir na conta final das emissões.

Além das alterações relacionadas ao regime informacional das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, a Minuta propõe a proibição às companhias de adquirirem direitos creditórios de partes a ela relacionadas para lastrearem suas emissões. O objetivo desta alteração é mitigar situações de conflito de interesses. Assim como no ponto levantado no parágrafo anterior, embora a intenção da CVM nesta proposta de alteração seja muito positiva, é importante lembrar que certas companhias securitizadoras de créditos imobiliários pertencem ao mesmo grupo de outras instituições financeiras e, desta forma, acabam atuando em conjunto nas mesmas operações, de forma a dar maior eficiência às operações de securitização. Caso a referida alteração seja aprovada, estas estruturas podem cair por terra, com risco de reduzir o volume de emissões no mercado.

Cabe ressaltar que os assuntos abordados neste item ainda são objeto de audiência pública pela CVM, que está analisando os comentários recebidos dos participantes do mercado no âmbito da referida audiência pública.

## CONCLUSÃO

O ano de 2017 foi um ano de importantes movimentações regulamentares relacionadas ao mercado imobiliário. Nota-se um engajamento dos órgãos reguladores no sentido de fomentar e aprimorar o mercado de capitais relacionados ao setor imobiliário no Brasil, cuidando para que sejam elaboradas normas com este objetivo e fiscalizando a regular aplicação destas de forma a atender aos referidos objetivos.

Acima de tudo, há uma preocupação em proteger e informar o investidor, ponto primordial para o desenvolvimento do mercado de capitais, já que quanto mais seguro estiver o investidor, maior deve ser seu apetite para investir (dentre outros fatores macro e microeconômicos que obviamente também devem ser levados em consideração pelo investidor).

A regulamentação da LIG, com o objetivo de inovar e fomentar o financiamento imobiliário, sem dúvida foi o marco regulamentar do ano de 2017 e, quiçá, dos últimos anos, dado que o CRI (teoricamente uma das fontes mais “modernas” de financiamento) já completou seu vigésimo ano de vida em 2017. Além disso, as operações de CRI são estruturadas e complexas. Pelo fato de a LIG ser um título mais simples, já que acima de tudo conta com a garantia de pagamento da própria instituição emissora, espera-se funcionar como um instrumento de atração de mais investimentos para o segmento imobiliário.

Por fim, muito embora não se trate de um evento regulamentar ocorrido no ano de 2017, considerando que este artigo foi elaborado neste ano de 2018, vale mencionar que no início deste ano a CVM decidiu em um processo específico (Processo SEI 19957.008927/2017-73) por considerar os empréstimos garantidos por garantia real sobre imóveis (conhecidos como créditos “*home equity*”, conforme acima comentado) como créditos imobiliários e, portanto, passíveis de lastrear emissões de CRI. Referido processo trata de operação de crédito concedido a pessoa natural por instituição financeira garantida por alienação fiduciária de imóvel, ou seja, o tomador já é proprietário do imóvel e usa tal ativo como garantia para obter uma linha de crédito pessoal. Muito embora a decisão não tenha sido unânime (três dos cinco diretores da CVM votaram a favor, enquanto que o Presidente da CVM e mais um diretor votaram contra e seguindo orientação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM), a decisão é importante pois é a primeira vez que a CVM se manifesta formalmente sobre o assunto. A expectativa, portanto, é que tal decisão deva impulsionar ainda mais as emissões de CRI no mercado, já que esse precedente coloca formalmente o *home equity* no rol de créditos imobiliários passíveis de lastrear emissões de CRI.



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

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

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

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

**Portal TLON:** qualidade e imparcialidade de conteúdo acessível a qualquer momento.

Rua Visconde de Pirajá, 430/601, Ipanema

Rio de Janeiro | RJ | 22410-002

(55) 21 2529 2925 | 2512 7947

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

Siga-nos   

#### PATROCÍNIO GOLD:

**mADRona**  
A D V O G A D O S

#### PATROCÍNIO PREMIUM:



#### PATROCÍNIO STANDARD:

