

ANUÁRIO UQBAR



SECURITIZAÇÃO E FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO 2016

Caro leitor,

Ao iniciarmos 2016, nos vemos em mar revolto. Porém, se perseverarmos, mais cedo ou mais tarde acalmam-se as águas e surge um vento de popa. A conjuntura política e macroeconômica no país vem determinando de forma preponderante o desempenho recente dos mercados imobiliário e de capitais, obstruindo parcialmente, por ora, o seu desenvolvimento e expansão. Embora o atual momento venha representar um atraso temporal, trata-se de terreno fértil para o aprendizado e a transformação construtiva. O quadro geral das fontes de financiamento imobiliário no Brasil ao longo do último ano, que são analisadas por completo neste *Anuário Uqbar Securitização e Financiamento Imobiliário 2016*, reflete este estado das coisas, inclusive os avanços conquistados e oportunidades geradas em meio a esta travessia.

Em 2015 reforçou-se a noção de que o atual modelo em vigor de fomento do crédito imobiliário, centrado em um *funding* oriundo na captação barata de recursos da caderneta de poupança, caminha para seus estertores. A Introdução desta publicação aponta para as vulnerabilidades e limitações deste modelo e sugere diretrizes que deveriam embasar um processo de transformação da composição das fontes de financiamento imobiliário no mercado bancário e de capitais, visando o seu desenvolvimento. Particularmente, destaca-se aqui a importância de estruturas de ativo e passivo com descasamentos minimizados e participação maior de investidores de longo prazo e de devedores diversificados, do aprimoramento da prática de transparência informacional e da atuação potencial catalisadora do Governo e bancos públicos.

O amplo conteúdo abordado no capítulo três do Anuário, que é dedicado às fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais, inclui, entre outros, a cobertura completa dos mercados de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de securitização imobiliária, este último representado principalmente pelo mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Ambos estes segmentos, que interagem entre si, passaram em 2015 por mudanças regulatórias de impacto relevante para a continuidade e sustentabilidade do desenvolvimento de seus mercados. Por exemplo, nas áreas de informação e governança, o segmento de FII foi enrobustecido por nova norma. O capítulo cinco, dedicado à legislação e à regulamentação de mercado, escrito especialmente pelo escritório Bicalho e Mollica Advogados, traz a análise e comentário de todos os principais eventos normativos que ocorreram ao longo do ano.

Precedendo os tópicos normativos, o tradicional capítulo quatro desta publicação apresenta o conjunto completo dos *Rankings* Uqbar, referência de

mercado para todos os seus participantes. Juntamente com as classificações, as principais operações e movimentações de posições em 2015 são destacadas e discutidas.

O desempenho das fontes de financiamento imobiliário que representam um maior nível de desenvolvimento e sofisticação, as fontes do mercado de capitais, gerou números em 2015 de dimensão incomparavelmente maior quando contrapostos àqueles de uma década antes. Nesta perspectiva de prazo mais longo, de forma distinta do que poderia se afirmar em relação ao desempenho da economia como um todo, muito se avançou no mercado brasileiro, incluindo o aprendizado que um período de crise suscita. Assim, as bases para o prosseguimento do avanço estão postas. É terminar de atravessar os céus tempestuosos que se formaram e nos prepararmos para alçar novamente as velas. Nosso potencial de desenvolvimento de mercado ainda oferece vastas riquezas a serem exploradas.

Com muito carinho e dedicação, este é mais um Anuário que a Uqbar tem o prazer de lançar ao mercado. Como sempre, através de sua publicação todos os anos, almejamos contribuir para o efetivo desenvolvimento dos mercados de securitização e financiamento imobiliários, buscando proporcionar a qualidade e completude informacional para todos os seus participantes.

Desejamos uma boa leitura!

Equipe Uqbar



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

www.braziliansecurities.com.br



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

www.souzacescon.com.br



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

www.bmfbovespa.com.br



A REAG Investimentos está entre as principais gestoras em soluções patrimoniais, com suas plataformas de negócios focadas em operações estruturadas por meio de fundos Imobiliários (FII), de Participações (FIP) e de Recebíveis (FIDC). Gestora de recursos independente, com equipe especializada na administração de carteiras de investimento e na gestão de operações.

www.reag.com.br



Reconhecido como um dos melhores escritórios de direito imobiliário do Brasil, o BICALHO E MOLLICA presta assessoria jurídica de alta qualidade e eficiência. O foco exclusivo na área imobiliária propicia expertise diferenciada e abrangente, incluindo as áreas: Contratual, Tributária, Societária, Financeira/Mercado de Capitais e Contenciosa/Arbitragem.

www.bicalhoemollica.com.br



A BRL TRUST, única empresa voltada exclusivamente para prestação de serviços fiduciários. Iniciou suas atividades como interveniente fiduciário de títulos de crédito privado, e atualmente ocupa posição de destaque entre os maiores administradores fiduciários e custodiantes de fundos de investimentos estruturados com uma carteira acumulada de aproximadamente R\$ 28 bilhões.

www.britrust.com.br



A RB CAPITAL é uma companhia independente que desenvolve soluções inovadoras de crédito estruturado e atua também na gestão de fundos. Fundada em 1999, busca oferecer as melhores alternativas de financiamento de longo prazo para empresas e, ao mesmo tempo, gerar oportunidades de investimento, cuja marca são a inovação e pioneirismo.

www.rbcapital.com

ÍNDICE DE CONTEÚDO

	INTRODUÇÃO	10
1	GOVERNO	21
	Introdução	23
	Fundo de Garantia do Tempo do Serviço (FGTS)	24
	Repasses do Governo	27
2	MERCADO BANCÁRIO	29
	Introdução	31
	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)	33
	Letras	38
	Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	39
	Termos e Condições	42
	Letras Hipotecárias (LH)	43
	Termos e Condições	44
	Letras Imobiliárias Garantidas (LIG)	46
3	MERCADO DE CAPITAIS	48
	Introdução	50
	Renda Fixa	51
	Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	52
	Renda Variável	55
	Ações de Empresas do Setor Imobiliário	57
	Cotas de FII	59
	Termos e Condições	63
	Classificação dos Fundos	66
	Mercado Secundário	68
	Análise Setorial	74
	Investidores	79
	Fundos de Investimento em Participações (FIP)	81
	Termos e Condições	81
	Securitização	85
	Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	90
	Termos e Condições	91
	Emissores	97
	Cedentes	100
	Mercado Secundário	101
	Investidores	103
	Cotas de FIDC Imobiliário	104
	Termos e Condições	104
	Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)	108
	Termos e Condições	111

4	RANKINGS DE 2015	112
	Introdução	114
	Mercado Primário	133
	CRI	135
	Securitizadoras Imobiliárias	136
	Cotas de FIDC Imobiliário	138
	Cotas de FII	138
	Mercado Secundário	140
	CRI	141
	Negociações	141
	Cotas de FIDC Imobiliário	142
	Negociações	142
	Cotas de FII	143
	Negociações	143
	Rentabilidade	144
	Capitalização	146
	Indicadores	146
	Entidades Emissoras	148
	Securitizadora Imobiliária	149
	FIDC Imobiliário	150
	FII	150
	FIP Imobiliário	151
	Terceiros	152
	Administradores	154
	FII	154
	FIP Imobiliários	156
	Advogados	157
	CRI	157
	FII	158
	Agências de Classificação de Risco	158
	CRI	158
	Agentes Fiduciários	160
	CRI	160
	Auditores	162
	Securitizadoras Imobiliárias	162
	FII	163
	Estruturadores	165
	FII	165
	Líderes	166
	CRI	166
	Cotas de FII	167

5	LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO	168
----------	------------------------------------	------------

Por Rodrigo Cury Bicalho e Leandro Issaka
do Escritório Bicalho e Mollica Advogados

ÍNDICE DE FIGURAS

Os dados das figuras desta publicação têm como data base 30 de dezembro de 2015. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal TLON](#).

FIG. 1	Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)	15
FIG. 2	Variação Anual do Estoque de LCI e LH (em R\$ milhões)	16
FIG. 3	PIB, Desemprego, Inflação e Juros	19
FIG. 4	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	26
FIG. 5	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	26
FIG. 6	Saldo de Repasses do Governo (em R\$ milhões)	28
FIG. 7	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	34
FIG. 8	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	35
FIG. 9	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2015 por Tipo de Financiamento (% de Montante)	35
FIG. 10	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2015 por Tipo de Imóvel (% de Montante)	36
FIG. 11	Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)	37
FIG. 12	Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	40
FIG. 13	Estoque de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	41
FIG. 14	Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	41
FIG. 15	Depósitos de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	44
FIG. 16	Estoque de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	44
FIG. 17	Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	54
FIG. 18	Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2015	54
FIG. 19	Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2015 (em R\$ milhões)	57
FIG. 20	Histórico da Capitalização de Mercado das Empresas do Setor Imobiliário	58
FIG. 21	Índice Imobiliário (IMOB) – Evolução Histórica	58
FIG. 22	Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões)	61
FIG. 23	Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII	62
FIG. 24	Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII	62
FIG. 25	Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)	63
FIG. 26	Número de FII por Tipo de Ativo em 30/12/2015	66
FIG. 27	Composição da Capitalização de Mercado de FII por Tipo de Ativo (% de Montante)	67
FIG. 28	Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante)	68
FIG. 29	Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante)	68
FIG. 30	Histórico dos Negócios Registrados na CETIP	69
FIG. 31	Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	69
FIG. 32	Evolução Recente dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	70
FIG. 33	Histórico da Capitalização de Mercado (em R\$ milhões) – 10 maiores índices de negociabilidade	71
FIG. 34	Histórico do Mensal (%) – 10 maiores índices de negociabilidade	71
FIG. 35	Histórico do Rendimento Mensal (% do Valor de Mercado) – 10 maiores índices de negociabilidade	72
FIG. 36	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) – Evolução Histórica	73
FIG. 37	Histórico do número de FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA	73
FIG. 38	Histórico das Emissões dos FII Listados por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	76
FIG. 39	Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	77
FIG. 40	Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo	77
FIG. 41	Histórico da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	78
FIG. 42	Histórico do Mensal Médio dos FII por Tipo de Ativo (%)	78
FIG. 43	Histórico do Rendimento Médio Mensal dos FII por Tipo de Ativo (% do Valor de Mercado)	79

FIG. 44	Composição do Montante Emitido de FII em 2015 por Classe de Investidor (% de Montante)	80
FIG. 45	Histórico do Patrimônio Líquido de FIP Imobiliários	84
FIG. 46	Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões)	87
FIG. 47	Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	89
FIG. 48	Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Devedor	89
FIG. 49	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	93
FIG. 50	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	94
FIG. 51	Estoque de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	95
FIG. 52	Composição do Montante Emitido de CRI em 2015 por Faixa Final de Prazo (% de Montante)	95
FIG. 53	Composição do Montante Emitido de CRI em 2015 por Indexador (% de Montante)	96
FIG. 54	<i>Spreads</i> Médios por Indexador (% a.a.)	97
FIG. 55	Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM	97
FIG. 56	Participação no Montante de Emissões em 2015 por Securitizadora Imobiliária	98
FIG. 57	Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária	98
FIG. 58	Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	99
FIG. 59	Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2015	101
FIG. 60	Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica – Ano 2015	101
FIG. 61	Negócios de CRI na CETIP e BM&FBOVESPA – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	102
FIG. 62	Composição do Montante Emitido de CRI em 2015 por Classe de Investidor (% de Montante)	103
FIG. 63	Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM	107
FIG. 64	Histórico do Montante de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários (em R\$ milhões)	107
FIG. 65	Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários	108
FIG. 66	Depósitos de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	109
FIG. 67	Estoque de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	110
FIG. 68	Negociações de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	110

ÍNDICE DE TABELAS

Os dados das tabelas desta publicação têm como data base 30 de dezembro de 2015. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal TLON](#).

TAB. 1	Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica	37
TAB. 2	Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2015	52
TAB. 3	FII Registrados para Negociação na BMF&BOVESPA em 2015 – Liquidez e Variação de Preço das Cotas	74
TAB. 4	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2015	135
TAB. 5	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado	135
TAB. 6	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2015	136
TAB. 7	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações em 2015	136
TAB. 8	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado	137
TAB. 9	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado	137
TAB. 10	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado	138
TAB. 11	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015	138
TAB. 12	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado	139
TAB. 13	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Montante em 2015	141
TAB. 14	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2015	141
TAB. 15	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante – Consolidado	142
TAB. 16	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios – Consolidado	142
TAB. 17	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2015	143

TAB. 18	Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2015	143
TAB. 19	Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2015	144
TAB. 20	Ranking de Estimado de Cotas de FII em 2015	144
TAB. 21	Ranking de Realizado de Cotas de FII em 2015	145
TAB. 22	Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2015	145
TAB. 23	Ranking de Capitalização de Mercado das Cotas de FII	146
TAB. 24	Ranking de Cotas de FII em 2015	146
TAB. 25	Ranking de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII	147
TAB. 26	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	149
TAB. 27	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	149
TAB. 28	Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL	150
TAB. 29	Ranking de FII por Montante de PL	150
TAB. 30	Ranking de FIP Imobiliários por Montante de PL	151
TAB. 31	Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado	154
TAB. 32	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados	154
TAB. 33	Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido	155
TAB. 34	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos	155
TAB. 35	Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido	156
TAB. 36	Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos	156
TAB. 37	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2015	157
TAB. 38	Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2015	157
TAB. 39	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2015	158
TAB. 40	Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2015	158
TAB. 41	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2015	158
TAB. 42	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificados em 2015	159
TAB. 43	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado	159
TAB. 44	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificados – Consolidado	159
TAB. 45	Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2015	160
TAB. 46	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2015	160
TAB. 47	Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI	161
TAB. 48	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI	161
TAB. 49	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	162
TAB. 50	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	162
TAB. 51	Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado	163
TAB. 52	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados	163
TAB. 53	Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido	164
TAB. 54	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos	164
TAB. 55	Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2015	165
TAB. 56	Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2015	165
TAB. 57	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2015	166
TAB. 58	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2015	166
TAB. 59	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015	167
TAB. 60	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Operações em 2015	167

© 2016 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.

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.

INTRODUÇÃO

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

Este Anuário traz uma cobertura completa do comportamento em 2015 de todas as fontes de financiamento imobiliário na economia brasileira, segmentadas entre aquelas oriundas do Governo, dos bancos e do mercado de capitais.

Poder-se-ia afirmar que no último ano houve preponderância dos fatores macroeconômicos no desempenho de todas as fontes de financiamento imobiliário existentes, impactando de forma negativa e determinante várias delas. Neste quadro, destacou-se a reversão inédita da tendência histórica de expansão daquela que tem sido a principal fonte de financiamento imobiliário no país, a caderneta de poupança, uma das fontes que compõem o conjunto de fontes bancárias.

Particularmente, em relação à caderneta de poupança, apesar desta se caracterizar como fonte bancária, seu tamanho e importância estão sujeitos à intervenção governamental, através da imposição dos parâmetros estabelecidos no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Assim, pelo lado da captação, a atratividade desta fonte como investimento está limitada pelo seu nível relativo de rentabilidade que é regulamentado pelo Governo. Em 2015 a rentabilidade da caderneta de poupança foi profundamente negativa em termos reais, afugentando depósitos, incentivando saques e intensificando a propensão do pequeno poupador de diminuir a poupança em um ano caracterizado pela redução da renda disponível e o aumento do desemprego, da inflação e dos juros.

Algumas outras fontes de financiamento imobiliário continuaram apresentando tendência de expansão relativamente positiva, embora quase todas em ritmo mais lento que no ano anterior. O setor governamental, guiado por seu esforço em manter suas políticas públicas prioritárias atuais, dentre as quais se inclui a ampliação da capacidade de financiamento habitacional voltado para as classes de renda mais baixa, proporcionou aumento por mais um ano dos montantes aplicados neste segmento através de repasses diretos do orçamento federal e de investimentos pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) (ver [Capítulo Governo](#)). Também manteve movimento expansionista a outra fonte bancária, que não a caderneta de poupança, que são as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Com forte poder de captação, em função do seu perfil de risco, de liquidez e tributário, este título só encontrou dificuldades para sua emissão em função da escassez de seu lastro necessário. Como houve queda de demanda por crédito imobiliário, fruto da conjuntura macroeconômica prevalente ao longo do ano, não se originou lastro de LCI em volume compatível com a demanda pelo título. Assim, a gestão de ativo e passivo deste mercado por parte das instituições financeiras resultou em um ritmo de expansão de emissões de LCI menor do que aquele referente ao ano anterior, embora ainda nitidamente em terreno positivo.

Já as várias fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais obtiveram, todas, desempenho aquém daquele de anos recentes. Mesmo o mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), o principal título de securitização imobiliária no país, que ainda havia apresentado crescimento de montante em emissões em 2014, viu este indicador anual se reduzir em 2015. As emissões de debêntures por empresas do setor imobiliário ocorreram em nível comparável ao de 2014, mas bem abaixo dos números dos anos de 2013 e de 2012. As emissões de ações no setor foram nulas pelo segundo ano seguido. Também no mercado primário de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), um segmento de fortíssima expansão até meados de 2013, registrou-se um volume anual comparável ao ocorrido em 2014, mas muito abaixo daqueles referentes aos três anos anteriores.

OS LIMITES DO MODELO ATUAL DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Refletindo o quadro atual da economia brasileira e a trajetória recente de suas fontes de financiamento, esta Introdução discute abaixo, brevemente, o modelo atual em funcionamento para fomentar o crédito imobiliário no Brasil, principalmente o habitacional, e comenta algumas evoluções notáveis no mercado de capitais voltado para este segmento, que são fruto do avanço do arcabouço jurídico-regulamentar ou simplesmente são adequações à conjuntura econômica atual.

Duas das maiores fontes atuais de financiamento imobiliário no Brasil são fontes bancárias que funcionam em universos distintos. Trata-se do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), através do veículo da caderneta de poupança, e das Letras, compostas quase que exclusivamente pelas Letras de Crédito Imobiliário (LCI), mas também, ainda que meramente de forma residual, pelas Letras Hipotecárias (LH), que compõem, todas elas, passivo de instituições financeiras.

A caderneta de poupança, um tipo de passivo bancário aberto para resgate imediato, segundo a regulamentação tem remuneração equivalente à Taxa Referencial (TR) acrescida de 6,0% a.a., ou a 70,0% da taxa básica de juros da economia, a Selic, quando esta última for igual ou inferior a 8,5% a.a.. Por outro lado, ainda segundo a regulamentação, depósitos captados de poupança devem ser direcionados segundo uma determinada composição de tipos de aplicação, onde a maior parcela (52,0%) corresponde a financiamentos habitacionais no âmbito do SFH¹. Tais financiamentos, de

¹ Algumas variações de financiamento imobiliário, além do financiamento habitacional destinado a aquisição de imóveis, também podem ser contratados nas condições do SFH, tais como o financiamento a pessoas físicas para construção de imóvel residencial, para aquisição de material para a construção ou ampliação de habitação em lote e o financiamento para a reforma de imóveis não residenciais com o objetivo de adequá-los ao uso residencial, entre outros.

perfil de prazo longo, se definem como aqueles que atendem critérios pré-estabelecidos, incluindo um teto para o custo efetivo anual para o mutuário equivalente a 12,0%, e também outros, como um teto para a o valor do imóvel sendo adquirido (ver [Capítulo Mercado Bancário, seção SBPE](#)).

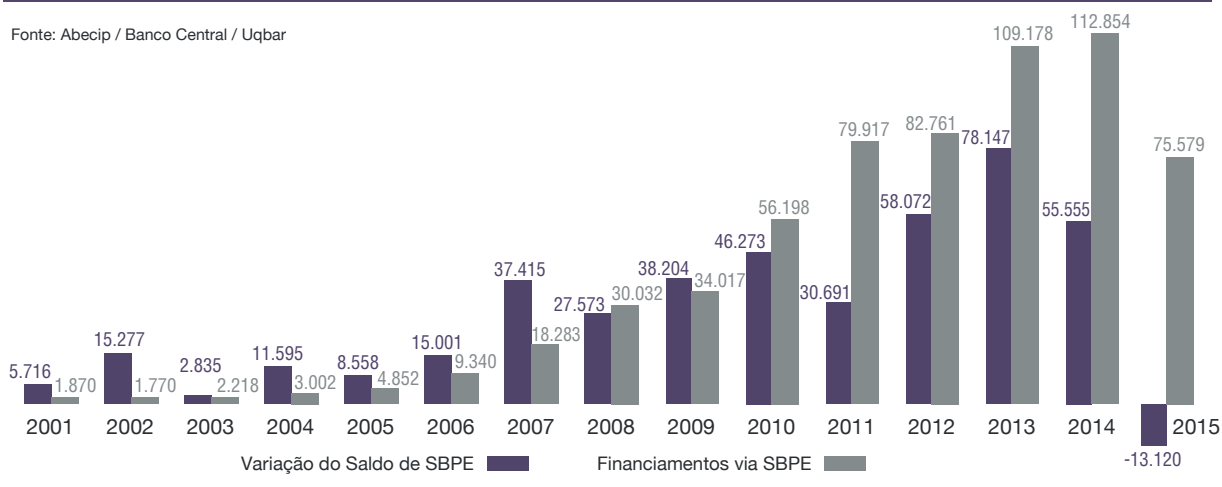
Trata-se assim de um mecanismo de captação artificialmente barato cujos frutos financeiros, em uma primeira ordem, são repartidos entre mutuários (na sua maioria, supostamente, tomadores pertencentes a classes econômicas não privilegiadas), os bancos captadores (que podem aplicar parcela relevante a taxas de mercado) e o Governo (através da parcela de encaixe –depósito compulsório– a um custo também artificialmente barato). Pode-se arguir que há o efeito de uma transferência de renda do pequeno poupador para estes três agentes e que a dimensão desta transferência se mede, a grosso modo, pela diferença entre a remuneração da poupança e o custo de oportunidade de investimento, este último equivalente à rentabilidade líquida da Selic, algo que ficou próximo de impressionantes 400 pontos base (4,0%) em 2015. Tamanha transferência tenderia a ser minimizada na medida em que houvesse maior disseminação de educação financeira na sociedade e, possivelmente, uma oferta de opções mais ampla e competitiva por parte do setor bancário.

A **figura 1** abaixo traz as evoluções anuais da variação do saldo do SBPE (poupança) e de novos financiamentos imobiliários via SBPE. Para o ano de 2015 constata-se a inédita queda de saldo (variação negativa) de R\$13,12 bilhões, enquanto os novos financiamentos, apesar de forte redução, de R\$37,28 bilhões, em relação ao ano anterior, ainda conseguiram se manter no nível de R\$75,58 bilhões. Nota-se que novos financiamentos incluem tanto aqueles concedidos em formato SFH como aqueles concedidos a taxas de mercado. Fica claro que a tendência histórica, registrada até 2014, de crescimento na trajetória do montante de novos financiamentos concedidos tornar-se-ia insustentável na medida em que o saldo da poupança começasse a se reduzir, como passou a ocorrer em 2015. Lembrando que os financiamentos imobiliários são ativos de médio e longo prazo, resultando, assim, no curto prazo, em um fluxo de amortização menor do que aquele que seria suficiente para fazer com que o saldo da poupança atendesse a demanda por crédito, que tem se mostrado crescente.

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

FIG. 1

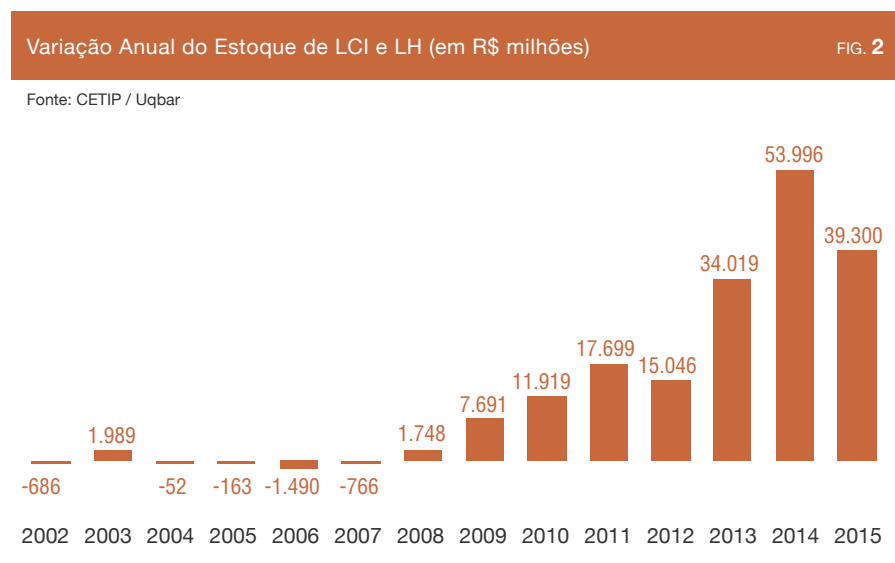
Fonte: Abecip / Banco Central / Uqbar



A outra fonte bancária de financiamento imobiliário de papel protagonista atualmente, a LCI, tem sua operacionalização em base distinta daquela da caderneta de poupança. Apesar de similaridades entre as duas opções de investimento, como em relação à condição de ser passivo bancário, de proporcionar isenção tributária (para o investidor pessoa física) e de contar com cobertura até o valor de R\$250 mil pelo Fundo Garantidor de Crédito, há uma diferença determinante entre elas. A LCI pode ser emitida com rentabilidade atrelada à taxa DI (Depósito Interfinanceiro) e tem sido, na prática, preponderantemente emitida desta forma e com remuneração em nível comparável ao custo de oportunidade do mercado. Como também pode ser um título de curto prazo (90 dias), a LCI se tornou bastante demandada no mercado (ver [Capítulo Mercado Bancário, seção Letras](#)).

Possivelmente ignorado pelo seu investidor médio, a LCI ainda conta com a garantia da alienação fiduciária (ou hipoteca) atrelada ao crédito imobiliário que, por definição, deve compor o seu lastro, com saldo devedor equivalente. É justamente esta condição necessária –a da existência de um lastro– que determinou o limite do montante emitido de LCI em 2015. Se por um lado os bancos não encontraram dificuldades para vender este papel, com reflexo em seu poder de barganha para reduzir um pouco a rentabilidade paga aos investidores, por outro lado houve dificuldades em se originar volume compatível de créditos imobiliários, de boa qualidade e suficientemente rentáveis, de um mercado tomador fortemente impactado pela conjuntura econômica. Isto, mesmo com os bancos ofertando e comercializando diferentes pacotes de produtos de ativo e passivo em conjunto, envolvendo a LCI, voltados para a sua base de clientes de *private banking*.

Assim, ao final de 2015, o montante anual emitido de LCI ainda cresceu, mas houve forte redução do ritmo de expansão. Olhando-se para a evolução da variação de montante consolidado em estoque deste título, observa-se que, enquanto houve um aumento de R\$54,00 bilhões em 2014, no ano passado a elevação foi menor, de R\$39,30 bilhões. A **figura 2** ilustra a evolução da variação anual de estoque de LCI e LH (este último de valor recente residual).



Seria possível sugerir, em uma análise econômica setorial de comportamento de oferta e demanda, que os mercados das duas fontes bancárias descritas acima funcionaram de forma separada, cada qual com seus próprios doadores e tomadores de recursos. Enquanto houve relevante queda da oferta de crédito imobiliário oriundo nos recursos da poupança, houve moderada queda da demanda por crédito imobiliário no formato SFH, resultando em redução de volume e aumento do preço (custo) dos negócios (contratação de crédito) neste primeiro mercado. Por outro lado, enquanto houve elevação da oferta de investimentos em LCI, houve queda relevante da demanda por crédito imobiliário a taxas (crescentes) de mercado, resultando em redução moderada do volume de negócios neste segundo mercado.

Mas o ponto maior, motivado pela análise da tendência exibida nos gráficos acima, talvez fosse o de questionamento das bases do atual modelo de fomento do crédito imobiliário no país, o qual ainda se sustenta, fundamentalmente, nestas duas fontes (separadas) de financiamento bancário, e, de forma pouco complementar, no mercado de securitização, principalmente através das operações de CRI. Não é objeto deste Anuário uma ampla discussão deste importante tópico, mas cabem aqui algumas colocações centrais sobre as deficiências do atual modelo, os objetivos que devem ser buscados para atenuá-las e o papel do Governo nesta transformação.

Sendo a questão habitacional e o desenvolvimento do mercado imobiliário prioridades da política governamental, com o modelo atual não se estaria incorrendo em expediente injusto, do ponto de vista de distribuição de renda, de alcance limitado, do ponto de vista de desenvolvimento de mercado, e de excesso de risco, do ponto de vista de alocação de recursos? Neste sentido, não haveria um modelo a ser implementado de resultado superior em todos estes *fronts*? Um modelo que tendesse a unificar os mercados associados às fontes bancárias e que não se baseasse em transferência de renda do pequeno poupador? Um modelo que fomentasse o maior casamento entre os ativos e passivos originados, que incentivasse a especialização na gestão da intermediação financeira e que distribuisse de forma mais pulverizada as oportunidades de captação de recursos e as opções de investimento? Um modelo fundamentado no *funding* de grandes investidores institucionais de longo prazo ao invés dos recursos mal remunerados do pequeno poupador? Qual seria a atuação possível, ou necessária, do Governo para a efetiva implementação de tal modelo?

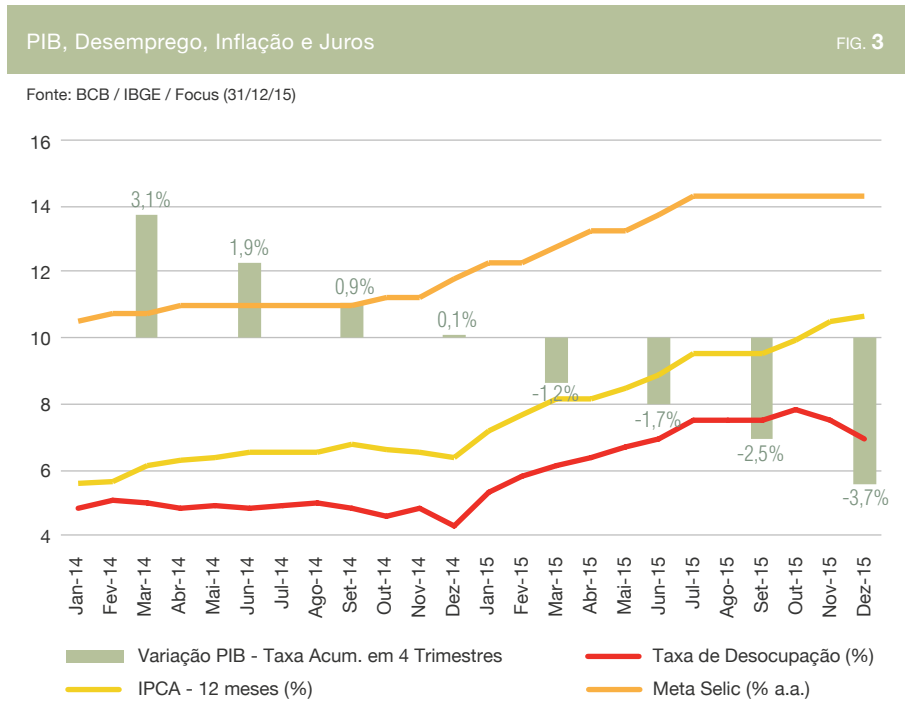
Boa parte das respostas a estas questões já se delineia no desenvolvimento, embora insuficiente, conquistado ao longo dos últimos quinze anos no mercado de CRI. Certamente, a expansão deste mercado, em base robusta, atenderia boa parte das questões levantadas sobre um melhor modelo (para as características e dimensões atuais do mercado de CRI, ver [Capítulo Mercado de Capitais, seção CRI](#)). Porém, como já enfatizado anteriormente nesta e em outras publicações da Uqbar, o próprio mercado de CRI ainda necessita aprimorar seu marco regulamentar e prática, com destaque para o que diz respeito à transparência informacional. Por outro lado, importantes avanços continuam, como a própria alteração regulamentar recente que eliminou o incentivo para a estruturação de operações onde bancos atuam como cedente e investidor principal (ver capítulos [Mercado de Capitais, seção CRI](#), e [Legislação e Regulamentação](#)), dirimindo distorções e arbitragens nocivas para o desenvolvimento de mercado. Do lado da prática, cresce, paulatinamente, a participação de Fundos de Investimento Imobiliário como investidores de CRI, viabilizando-se, assim, a gestão profissional de carteiras compostas majoritariamente por este título estruturado, o qual demanda uma análise de risco mais complexa e sofisticada.

Também, ainda em relação às indagações sobre o modelo do mercado de crédito imobiliário, vale citar a iniciativa, ainda em estágio incipiente, da criação do mercado de Letras Imobiliárias Garantidas (LIG) (ver [Capítulo Mercado Bancário, seção Letras](#)). Aqui, antes que se pudesse concretamente vislumbrar um mercado para este novo título, vale frisar que muito seria necessário criar e transformar, com destaque novamente para as necessidades relativas à transparência informacional. E os desafios enfrentados pelos

usuários de informação no mercado de CRI, sem dúvida, devem orientar as intenções daqueles que propõem o desenvolvimento do mercado de LIG, se estes últimos estiverem de fato comprometidos com um desenvolvimento sólido do mercado deste novo título como fonte relevante de financiamento imobiliário de longo prazo.

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

Por fim, cabe ao Governo a mudança em relação ao fator que, preponderantemente e negativamente, afetou o mercado de crédito imobiliário no Brasil em 2015, exacerbando as próprias deficiências do seu modelo atual. Pois a gestão econômica do país resultou em um quadro de graves patologias que impossibilitaram investimentos e financiamentos em geral, agravando seu impacto em um setor cíclico como o imobiliário. Antes que se inverta esta conjuntura, torna-se virtualmente impossível uma retomada do crescimento do mercado de crédito imobiliário. Pôr a casa de volta em ordem, em uma trajetória de crescimento econômico, sustentável fiscal e monetariamente, passa então a ser uma condição de desempenho do Governo *sine qua non* para o setor, tão deteriorada a situação ficou. Para ilustrar este quadro, são exibidas na **figura 3** as evoluções recentes das variáveis de inflação, juros, desemprego e PIB, todas elas fundamentais na descrição da saúde do mercado imobiliário. A patologia mais gritante são os valores concomitantemente crescentes de inflação e desemprego, uma negação da curva de Phillips, em um espaço global que sofre da ameaça de deflação.



FII E FIP

Enquanto o mercado bancário sentiu forte refluxo dos ventos macroeconômicos e o mercado de CRI continuou a tentar buscar o seu importante papel complementar no universo de crédito imobiliário em 2015, dois veículos do mercado de capitais, de investimentos neste setor, passam por período de evolução de seus respectivos marcos jurídico-regulamentares: os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP).

A edição da Instrução nº 571 da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 571) em novembro de 2015, que altera a ICVM 472, a norma fundamental do mercado de FII, trouxe avanços nas áreas de governança e informação, implementáveis a partir de 2016. Já em relação aos FIP, a autarquia colocou em audiência pública, em dezembro de 2015, minuta de norma que consolida as regras sobre a constituição, o funcionamento e a administração destes fundos e também minuta de instrução que dispõe sobre a elaboração e a divulgação das demonstrações contábeis. Esta nova regulamentação, que substitui a norma principal em vigor, deve causar relevante impacto no setor, com destaque para a maior identificação dos FIP como veículos de investimentos de *Private Equity* e de *Venture Capital*, e não de gestão patrimonial e planejamento fiscal, característica não raramente associada a fundos deste segmento com carteira de perfil imobiliário.

Outro aspecto do desempenho do mercado de FII em 2015 que merece menção aqui foi o relativo aumento das emissões de fundos voltados para carteiras de ativos financeiros de renda fixa, principalmente CRI e LCI. Em um ano de elevação da curva de juros, de queda do PIB e de aumento da inadimplência e da vacância, a flexibilidade e amplitude de possibilidades de investimentos que usufruem os FII permitiram que este segmento avançasse desta forma, migrando em direção da maior rentabilidade ajustada ao risco.

Este Anuário aborda os mercados de FII e dos FIP do segmento imobiliário em seu capítulo dedicado às fontes de financiamento imobiliário do Mercado de Capitais e comenta os destaques das alterações legislativas e regulamentares ocorridas em 2015. Antes, nos dois primeiros capítulos, são contempladas as fontes de financiamento imobiliário do Governo e do Mercado Bancário respectivamente. Nestes três capítulos iniciais é apresentado um vasto conjunto de dados e informações referentes ao ano de 2015 e ao histórico precedente. Depois, nos dois capítulos finais, são cobertos os *Rankings* e os aspectos de Legislação e Regulamentação, respectivamente.

1

GOVERNO

academias uqbar

3 dias de treinamento intensivo: teórico, prático e divertido

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

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

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

11^a **academia**
uqbar de securitização

08 a 11 de junho de 2016
Angra dos Reis

6^a **academia**
uqbar imobiliária

05 de 08 de outubro de 2016
Búzios



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



INTRODUÇÃO

O capítulo Governo aborda o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses do Governo, duas fontes de financiamento cuja responsabilidade está, direta ou indiretamente, atribuída ao Poder Executivo Federal. Ambas as fontes compreendem montantes substanciais destinados ao financiamento do setor imobiliário, representando canais vitais de operacionalização da política econômica setorial do governo.

No âmbito do FGTS, um fundo que conta com sua captação garantida através de contribuições obrigatórias por parte de empresas em nome de seus empregados, a atuação do governo se dá pela sua participação no conselho que gere e administra o fundo. Já os Repasses do Governo têm origem direta no Orçamento Geral da União (OGU).

Faz pouco mais de cinquenta anos que o problema do déficit habitacional é tratado como uma urgente questão socioeconômica brasileira. O grau de atividade do Governo Federal na formulação, coordenação e execução da política habitacional no Brasil oscilou entre altos e baixos. Houve períodos de conspícua participação deste ente no provimento do crédito imobiliário e outros de recuo, motivado pelo esgarçamento da capacidade do Governo em manter o nível de outrora. Ao longo desse tempo, iniciativas privadas de financiamento habitacional não lograram êxito em atender plenamente à demanda reprimida no setor imobiliário.

Nos últimos anos a política de financiamento habitacional ganhou renovada importância do Governo, sendo direcionada, em grande medida, aos estratos sociais de menor poder aquisitivo. Sob a bandeira do programa Minha Casa Minha Vida, um novo ciclo se iniciou, tendo como pano de fundo a acentuação da crise iniciada em 2008. Ao mesmo tempo em que buscava reduzir o déficit habitacional, o programa, de caráter anticíclico, objetivava estimular setores econômicos associados à construção, reduzindo potenciais efeitos da crise. Em 2016, contudo, já se constatam os limites da própria concepção dos mecanismos de financiamento atualmente em vigor, que se fragilizam em meio a intempéries econômicas e fiscais, expondo a insuficiência deste modelo de financiamento habitacional.

As duas seções neste capítulo são dedicadas ao FGTS e aos Repasses do Governo, respectivamente as principais fontes de financiamento utilizadas para se pôr em prática a política governamental dedicada ao setor imobiliário. São apresentados tabelas e gráficos, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos relacionados ao desempenho histórico destas duas fontes até o ano de 2015.

FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)

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

Em 2015 o montante arrecadado pelo FGTS atingiu R\$113,53 bilhões, a maior cifra desde 1997. Contudo, o volume de saques também atingiu seu ápice, R\$99,12 bilhões, de onde se depreende uma arrecadação líquida da ordem de R\$14,41 bilhões, a menor desde 2011.

A evolução dos saques e da arrecadação ao longo do tempo está associada justamente com a capacidade de financiamento do FGTS. Alterações conjunturais macroeconômicas, portanto, são capazes de influir decisivamente nesta capacidade, denotando o caráter pró-cíclico do fundo. No passado recente, o incremento absoluto no número de empregados devidamente formalizados e o paralelo aumento do salário real fomentou expressivo aumento da arrecadação líquida do FGTS. As mesmas condições, entretanto, não se verificam no atual momento, com progressiva elevação do percentual das pessoas desocupadas em relação àquelas economicamente ativas, o que vem pressionando o aumento de saques.

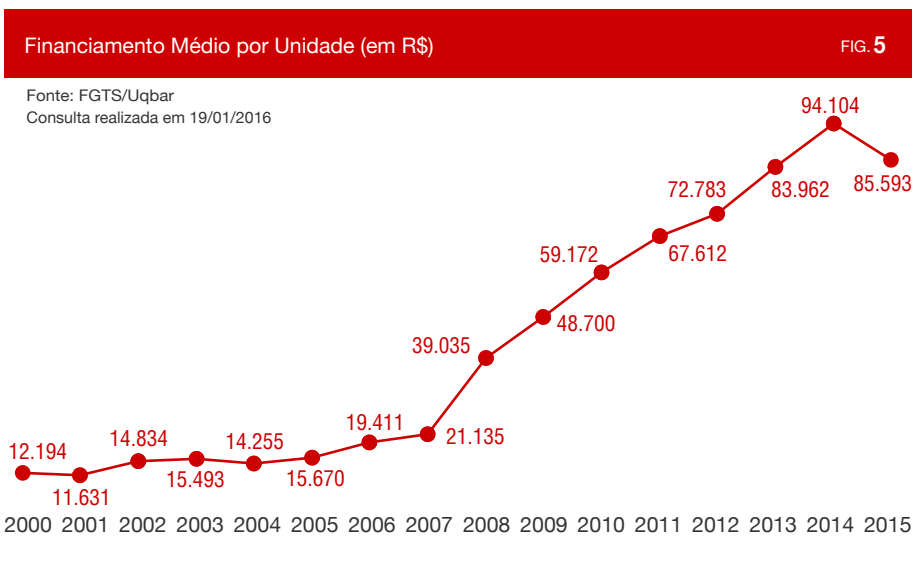
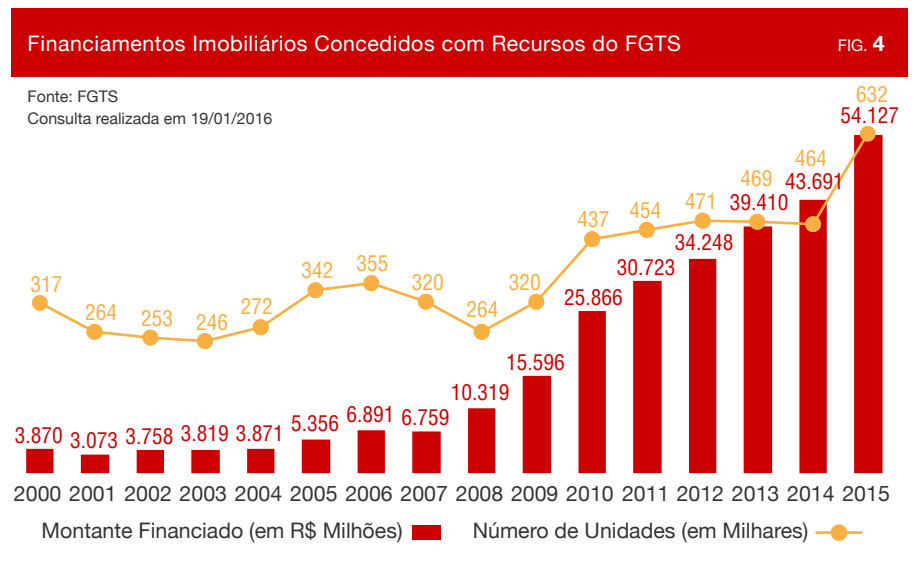
Além disso, em agosto de 2015 foi aprovado na Câmara dos Deputados um projeto de Lei que elevaria gradualmente a taxa de juros utilizada na capitalização dos saldos mantidos pelos empregados no FGTS, dos atuais 3,0% a.a. para um nível equivalente àquele referente à remuneração da poupança, a partir de 2019. O projeto ainda carece de apreciação pelo Senado Federal. Vale destacar que o mesmo tenderia a majorar o custo do crédito habitacional concedido com recursos do FGTS e/ou a impactar a gestão de ativo e passivo do fundo.

Já o total de aplicação de recursos do FGTS, medido pelo valor de contratação, atingiu, em 2015, o equivalente a R\$58,4 bilhões, sendo o setor de habitação popular –entre saneamento básico e infraestrutura urbana– responsável pela maior parte desta cifra. A participação preponderante do setor imobiliário nos investimentos do FGTS é uma constante histórica, mas adquiriu especial relevo pelas políticas habitacionais desenvolvidas nos últimos governos, direcionada, em grande medida, aos estratos sociais de menor poder aquisitivo.

A Caixa, como agente operador do fundo, realiza os repasses aos agentes financeiros autorizados a atuar no Sistema Financeiro de Habitação (SFH) –entre eles a própria Caixa– que posteriormente concedem o financiamento aos tomadores de recursos.

O FGTS, além do financiamento imobiliário direto, atua indiretamente através de investimentos em aquisição de debêntures, cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) com lastro em operações de habitação, bem como de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Em 2015 o FGTS investiu R\$600,0 milhões em CRI de lastro composto por créditos imobiliários originados junto ao SFH, ao passo que em 2014 a cifra destinada à aquisição destes títulos havia alcançado R\$1,71 bilhão. No início de 2016 o governo manifestou a intenção de ampliar a atuação do FGTS no mercado de CRI.

As **figuras 4 e 5** a seguir apresentam dados sobre a evolução histórica do financiamento imobiliário concedido com recursos do FGTS¹. O montante de financiamentos habitacionais concedidos ultrapassou os R\$50,00 bilhões e fechou 2015 na casa dos R\$54,13 bilhões. O número representa uma expressiva alta de 23,9% frente à cifra registrada em 2014, de R\$43,69 bilhões, sendo o maior crescimento percentual atingido desde 2011. O número de unidades financiadas, a seu turno, interrompeu a trajetória de queda dos últimos anos de modo enérgico, crescendo 36,2% contra o ano anterior e alcançando 632.379 unidades financiadas em 2015. Para efeito comparativo, em 2014 haviam sido financiadas 464.290 unidades. Com efeito, verificou-se em 2015, a primeira queda no valor de financiamento médio por unidade desde 2004. Esta cifra encerrou 2015 alcançando R\$85.592,81, nível 9,0% inferior ao registrado em 2014, de R\$94.103,62.

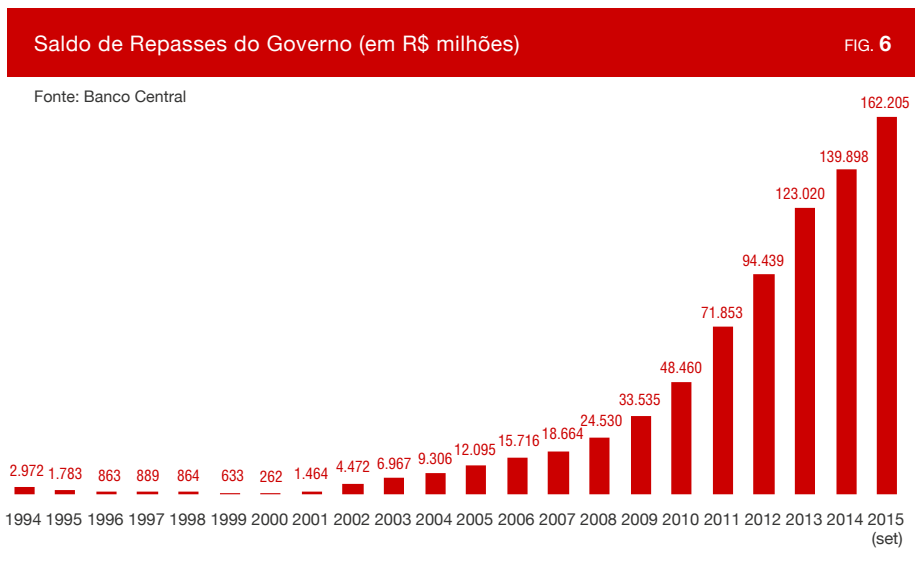


¹ Todos os números desta seção têm como base o site do FGTS, que foi consultado em 19/01/2016.

REPASSES DO GOVERNO

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

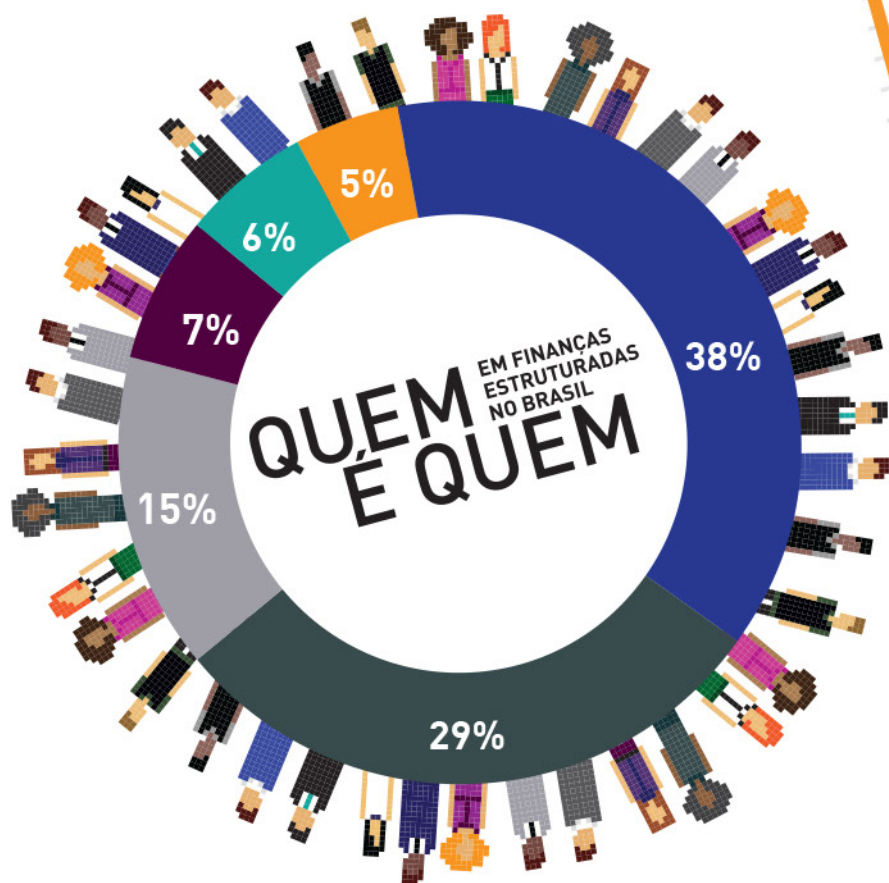
A evolução histórica anual do saldo de Repasses do Governo é apresentada na **figura 6**, a seguir. Ao fim de setembro de 2015 este indicador já havia atingido R\$162,21 bilhões. Frente ao saldo de Repasses do Governo assinalado em dezembro de 2014, da ordem de R\$139,90 bilhões, se traduz crescimento de 15,9%. Esta variação percentual é ligeiramente superior àquela computada entre 2014 e 2013, de 13,7%, mas, por sua vez, é pequena se comparada aos números anuais superiores a 30,0% verificados entre os anos de 2008 e 2013. Contudo, a diferença absoluta entre 2015 e 2014 (com dados parciais para 2015) alcança a cifra de R\$22,31 bilhões. Quando comparado ao desempenho anual desde 1994, nota-se que este é o quarto maior incremento absoluto já ocorrido desde então.



2

MERCADO BANCÁRIO

AQUI, QUEM LÊ É QUEM DECIDE.



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

QUEM É QUEM EM FINANÇAS ESTRUTURADAS NO BRASIL

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

INFORMAÇÕES

www.uqbar.com.br

diretorio@uqbar.com.br

(55)21 2529 2925

INTRODUÇÃO

No ano de 2015 o Brasil viu sua maior fonte histórica de financiamento imobiliário sofrer um processo de perda de volume, algo inédito nos últimos quinze anos, pelo menos. Trata-se da caderneta de poupança, a principal fonte do mercado bancário. Por outro lado, mesmo em um ambiente macroeconômico desfavorável, a outra fonte bancária de recursos que são utilizados no segmento imobiliário –as Letras– voltou a apresentar crescimento, fechando o ano em patamares recordes de estoque.

Estas duas fontes de financiamento imobiliário, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), através do veículo da caderneta de poupança, e as Letras, compostas pelas Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e pelas Letras Hipotecárias (LH), fazem parte do passivo de instituições financeiras, principalmente bancos. Ambas as fontes são regulamentadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e, no caso da caderneta de poupança, de acordo com a meta da taxa Selic em vigor, tem remuneração de seus depósitos captados equivalente à Taxa Referencial (TR) acrescida de 6,0% a.a. e é vinculada ao Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Conforme as regras de exigibilidades definidas na alteração regulamentar de 2015, que foi a Resolução do BCB nº 4.410, em relação aos 52,0% dos depósitos da poupança que devem ser direcionados para o financiamento imobiliário habitacional, no âmbito do SFH, não se enquadram mais algumas variações de aplicação de recursos de cunho imobiliário outrora consideradas como, por exemplo, investimentos em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) com lastro em financiamento imobiliário que não seja habitacional e no âmbito do SFH.

Ainda, segundo a atual definição regulamentar das regras de exigibilidades, outros 13,0% adicionais dos recursos captados através da caderneta de poupança continuam devendo ser direcionados para operações de financiamento imobiliário, sendo que tais operações podem ser contratadas a taxas de mercado. Mas uma parcela, agora, de 24,5% dos recursos captados junto à caderneta de poupança deve ser mantida em encaixe obrigatório no BCB, sendo remunerada pela mesma taxa regulamentada de captação da poupança. Entretanto, até 18,0% deste encaixe, alternativamente, pode ser aplicado em operações de financiamento habitacional.

Apesar do direcionamento exigível, em 2015 houve diminuição do volume de financiamentos habitacionais com *funding* de depósitos de poupança, em função, principalmente, da queda inédita do saldo destes depósitos. Tal redução de depósitos, por sua vez, foi consequência direta da baixa remuneração dos mesmos em comparação ao crescente custo de oportunidade na economia, refletido em uma curva de juros ascendente.

Por sua vez, a LCI manteve sua trajetória de expansão em 2015 como fonte bancária de recursos para o segmento imobiliário. Como instrumento de investimento, este título de crédito de lastro obrigatório em crédito imobiliário continuou a ser visto de forma atrativa. Em grande parte de perfil de curto prazo e com rentabilidade de mercado atrelada à taxa de Depósitos Interfinanceiros (DI), com isenção tributária para pessoa física e cobertura, até o valor de R\$250 mil, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), além de representar um risco de passivo do banco emissor e contar com a alienação fiduciária em garantia dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro, a LCI foi a coqueluche dos investidores por mais um ano.

Porém, justamente algumas das características das Letras que atraem o investidor, como seu perfil de prazo que tende a ser curto, e seu perfil de remuneração que tende a ser atrelada à taxa DI, as fazem estruturalmente inadequadas, do ponto de vista de risco, como fonte de financiamento imobiliário. Isto porque os respectivos créditos imobiliários que compõem o lastro das Letras tendem a ser de médio e longo prazo e ter seu custo indexado a índices de inflação. Neste sentido, também a caderneta de poupança sofre das mesmas precariedades estruturais enquanto fonte de financiamento imobiliário.

Nas duas seções deste capítulo são apresentados gráficos e tabelas, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos de desempenho histórico e de 2015 do SBPE, através da caderneta de poupança, e das Letras, sendo que, em relação a estas últimas, também são apresentados seus respectivos Termos e Condições.

Adicionalmente, na seção dedicada às Letras, um terceiro título é introduzido. Trata-se da Letra Imobiliária Garantida (LIG), um título de crédito de lastro majoritariamente imobiliário, de emissão exclusiva por instituições financeiras, que foi criado em janeiro de 2015, mas que ainda requer regulamentação complementar antes de ser possível sua primeira emissão. As principais características da LIG são apresentadas, e os aspectos fundamentais necessários para um real surgimento deste mercado são apontados. É oferecido também um comparativo entre características dos *Covered Bonds*, um título presente no mercado europeu e de alguma similaridade com a LIG, e dos títulos de securitização, como o próprio CRI.

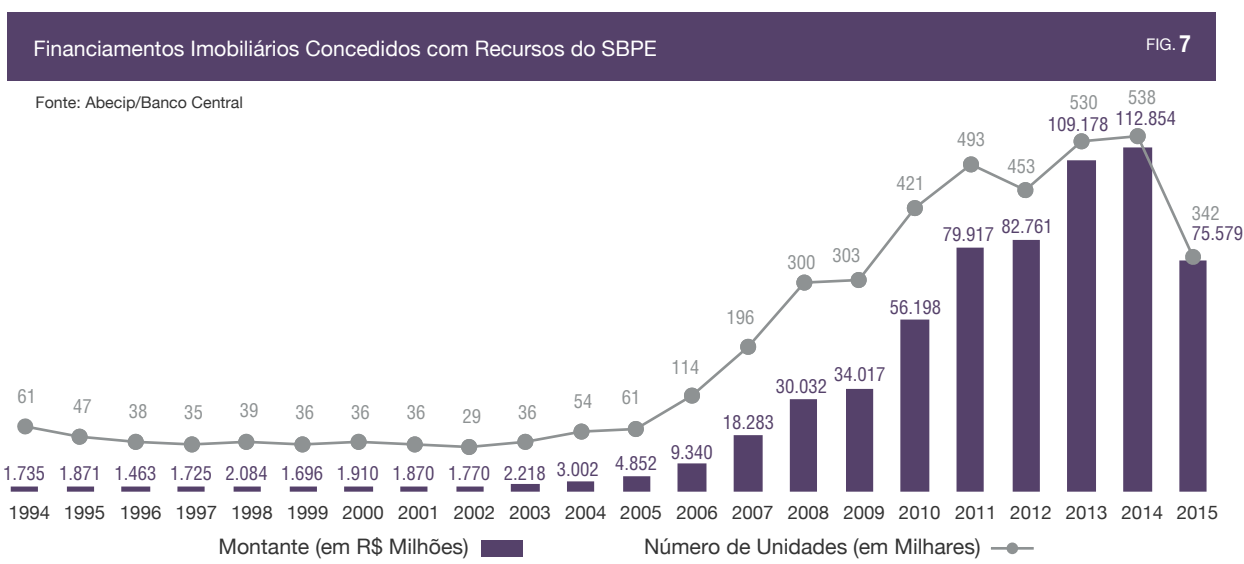
SISTEMA BRASILEIRO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMOS (SBPE)

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) tem sido historicamente a maior fonte de financiamento imobiliário no Brasil. As instituições financeiras que integram o SBPE captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através dos depósitos voluntários em caderneta de poupança. A concessão de crédito imobiliário com recursos do SBPE obedece a regras regulamentares de direcionamento, as chamadas exigibilidades. Atualmente, segundo a Resolução nº 3.932 de 2010 do BCB, conforme alteração dada pela Resolução nº 4.410 de 2015, 65,0% dos depósitos de poupança devem ser aplicados em financiamentos imobiliários, sendo que 80,0% desta parcela devem ser destinados a operações de financiamento habitacional no âmbito das regras do SFH. Adicionalmente, de 24,5% dos depósitos de poupança que devem ser direcionados como encaixe no BCB, 18,0% também podem ser aplicados em financiamentos imobiliários no âmbito do SFH. Por sua vez, os financiamentos habitacionais no âmbito do SFH obedecem algumas regras, entre as quais se destacam: o valor máximo do imóvel sendo financiado, de R\$750 mil nos três estados mais populosos e no DF e de R\$650 mil nos demais; o teto do custo efetivo de financiamento, de 12,0%; a parcela máxima do imóvel que pode ser financiada, de 80,0%; e o prazo máximo de financiamento, de 35 anos.

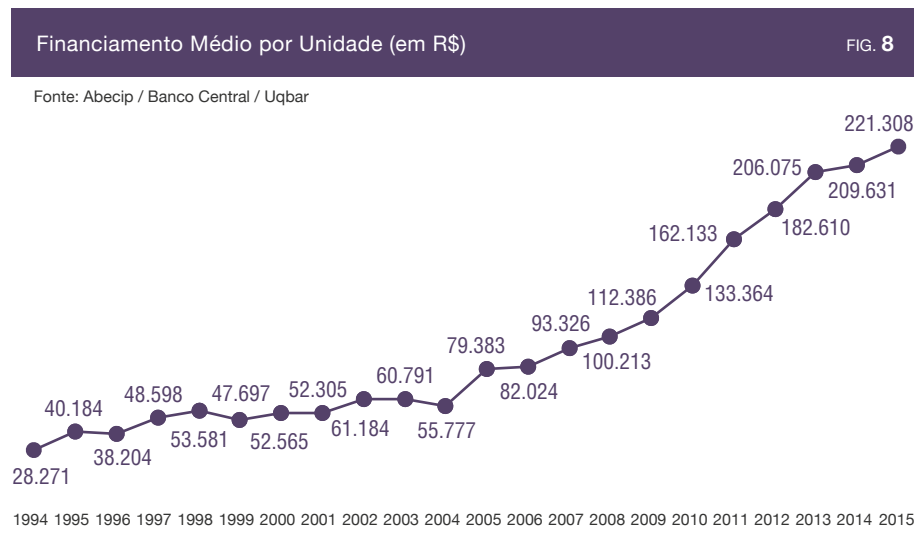
Em 2015, pela primeira vez desde, pelo menos, o ano 2000, o saldo consolidado da caderneta de poupança caiu, e, pela primeira vez, desde o ano 2002, o montante anual de financiamentos imobiliários oriundos desta fonte decresceu. Como o SBPE, para efeito de se viabilizar os financiamentos no âmbito do SFH, se fundamenta pelo lado da captação, em recursos relativamente baratos, a taxa de remuneração dos depósitos em poupança tem sido consistentemente menor que o custo básico de oportunidade na economia. Porém, em 2015, a rentabilidade da poupança se mostrou ainda mais diminuta, com seu valor nominal não alcançando sequer o nível de inflação, gerando assim retorno real negativo para os depositantes poupadores. Desta forma, mesmo o pequeno poupador, que forma parte relevante da base de depositantes na poupança, agravado por uma conjuntura macroeconômica bastante restritiva, se mostrou sacador líquido de recursos.

O valor anual do montante em novos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE caiu fortemente em 2015. Como ilustrado pela **figura 7**, este indicador fixou-se na marca dos R\$75,58 bilhões, representando uma queda de 33,0% perante os R\$112,85 bilhões referentes ao ano de 2014. Foram 341.508 unidades habitacionais financiadas em 2015, contra 538.347 unidades habitacionais em 2014, um decréscimo de 36,6%.

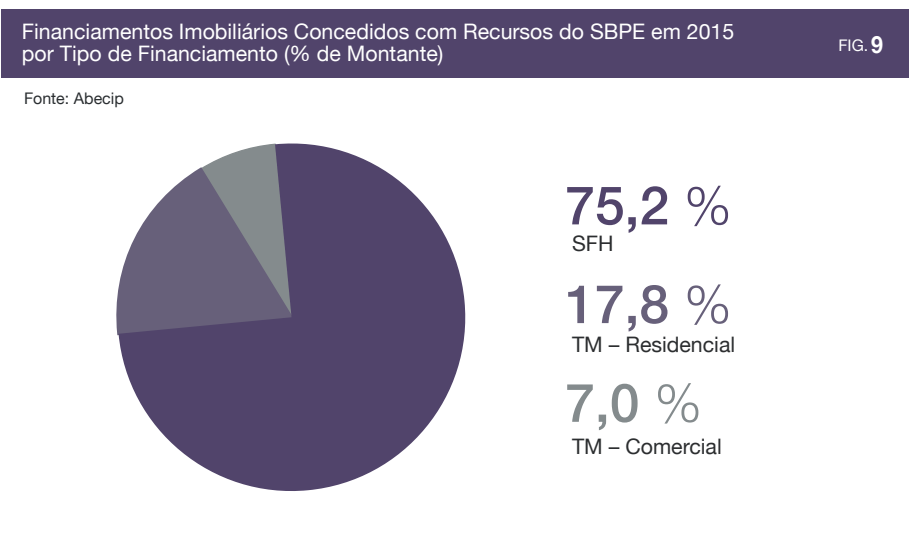
Os números do último ano demonstram ruptura clara da tendência histórica de expansão. Mesmo que em alguns anos passados –2009, 2012 e 2014– o crescimento anual tenha sido reduzido ou inexistente, em 2015 configurou-se o primeiro ano de forte reversão de tendência em ambos os indicadores. Tal reversão reflete, em sua maior parte, queda do volume de depósitos de poupança, que diminuiu o tamanho da fonte dos recursos direcionados para o segmento imobiliário, mas também potencialmente resulta de alguma queda na demanda por crédito imobiliário, mesmo este tendo sido oferecido em condições subsidiadas.



Apesar da queda verificada em relação aos números em base consolidada, o valor do financiamento médio por unidade em 2015 continuou crescendo, nominalmente, atingindo o valor de R\$221.308, contra R\$209.631 em 2014. Esta variação, de 5,6%, ficou abaixo dos índices inflacionários.



A composição dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE em 2015 por tipo de financiamento aponta para a repetição do cenário verificado em 2014. Mais de três quartos do total (75,2%) de R\$75,58 bilhões foram destinados para operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, o que representa montante de R\$56,84 bilhões. A parcela restante, equivalente a 24,8% do total, se referiu a operações de crédito imobiliário contratadas a Taxas de Mercado (TM), sendo 17,8% ou R\$13,43 bilhões, referentes a financiamentos de imóveis residenciais, e 7,0% ou R\$5,31 bilhões, referentes a operações destinadas ao financiamento de imóveis comerciais, conforme ilustrado na **figura 9**.

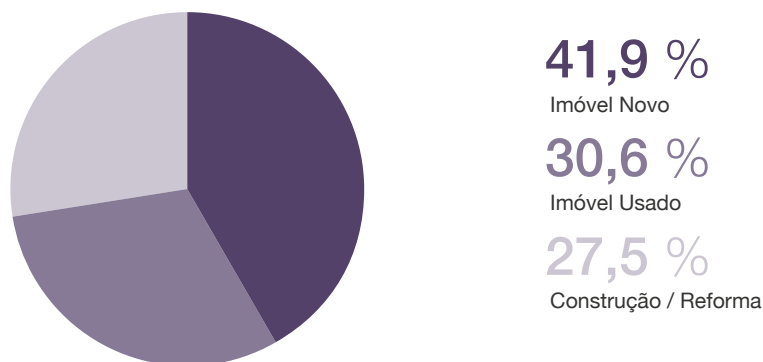


A segmentação dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE pela condição ou estágio de desenvolvimento (tipo) do imóvel financiado mostra mais um ano com uma composição distribuída em parcelas não muito díspares. Porém, em 2015 houve reversão das parcelas referentes a financiamentos concedidos para aquisição de imóveis novos e de imóveis usados, com a primeira categoria atingindo agora 41,9% (R\$31,66 bilhões) do montante total e a segunda categoria (imóveis usados) se reduzindo para o equivalente a 30,6% (R\$23,13 bilhões). Por fim, conforme mostra a **figura 10**, financiamentos concedidos para a construção e/ou reforma de imóvel representaram 27,5% (R\$20,79 bilhões) do total.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2015 por Tipo de Imóvel (% de Montante)

FIG. 10

Fonte: Abecip



Conforme indicado acima, no que diz respeito à trajetória do saldo consolidado da poupança, constatou-se em 2015, pela primeira vez, desde, pelo menos, o ano 2000, queda de valor, tal qual indicado pela leitura da **tabela 1**. Ao final do ano, o saldo de depósitos se reduziu para R\$509,22 bilhões, contra R\$522,34 bilhões em fins de 2014, configurando-se um decréscimo de 2,5%. A redução do saldo de poupança afeta diretamente a capacidade do SBPE de concessão de novos financiamentos imobiliários. Colocando-se à parte a problemática de se gerir um passivo de curto prazo declinante e um ativo de longo prazo, excetuando-se o efeito positivo de fluxos de amortizações de financiamentos já concedidos, exaure-se a capacidade do sistema de conceder novos financiamentos em uma conjuntura de saldos declinantes. Haja vista a forte queda desta última variável já verificada em 2015.

A **tabela 1** e a **figura 11**, a seguir, trazem os dados referentes à evolução anual do saldo de depósitos de poupança e à evolução anual da remuneração, anual e acumulada, da caderneta de poupança.

Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica

TAB. 1

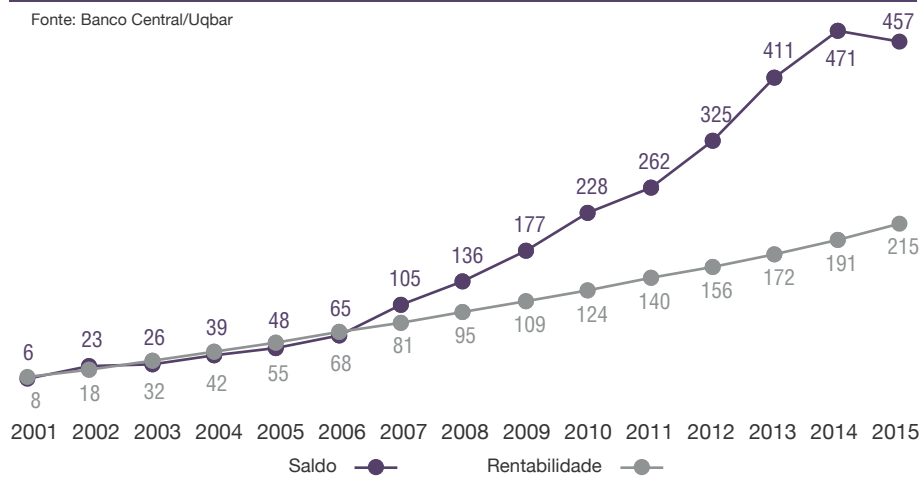
Ano	Saldo (R\$ milhões)	Variação (%)		Remuneração da Poupança (%)	
		Anual	Acumulada	Anual	Acumulada
2000	91.430	-	-	8,6	-
2001	97.146	6,3	6,3	8,5	8,5
2002	112.423	15,7	23,0	9,0	18,2
2003	115.258	2,5	26,1	11,3	31,6
2004	126.853	10,1	38,7	8,0	42,1
2005	135.412	6,7	48,1	9,2	55,2
2006	150.413	11,1	64,5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

Fonte: Banco Central/Uqbar

Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)

FIG. 11

Fonte: Banco Central/Uqbar



LETRAS

Esta seção apresenta os principais números referentes às:

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

LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (LCI)

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

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

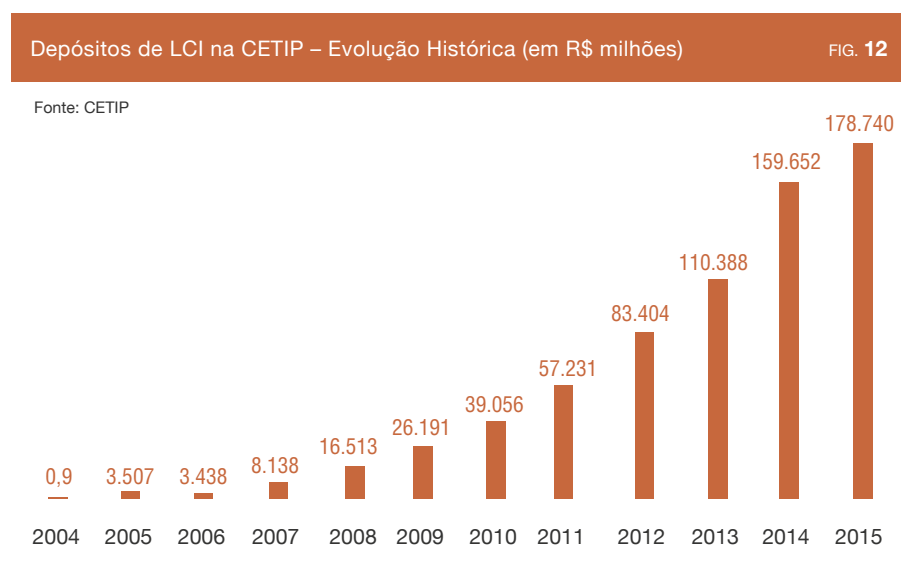
As LCI têm sido fortemente demandadas no mercado, refletindo a conjuntura macroeconômica atual, caracterizada em 2015 por uma curva de juros ascendente. Intensificando esta demanda, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) têm aumentado sua alocação neste tipo de ativo. Em um cenário recente de tendência de queda da rentabilidade relativa dos aluguéis e de elevação da inadimplência, conjugado com uma alta taxa real de juros, estes fundos têm investido crescentemente neste instrumento de renda-fixa, um ativo de lastro imobiliário que se enquadra como objetivo de investimento dos FII e que tem seus rendimentos não tributáveis nas carteiras daqueles.

Como se pode constatar nas três figuras a seguir, a dimensão do mercado de LCI vem se expandindo vertiginosamente desde a criação deste título em 2004, apresentando fortes taxas anuais de crescimento até 2014. No último ano, entretanto, houve diminuição observável do ritmo de expansão deste mercado. Conforme discutido na Introdução deste Anuário, em 2015 houve deslocamento para baixo da curva de demanda por crédito imobiliário na economia brasileira, fruto da queda da renda disponível do consumidor. Assim, a originação do lastro imobiliário necessário para a emissão de LCI se viu limitada, afetando em boa medida o ritmo de expansão do mercado deste título.

Vale destacar mais uma vez os aspectos de fragilidade estrutural decorrentes da prática atual de financiamento imobiliário com recursos

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

No âmbito dos depósitos de LCI na CETIP, estes alcançaram a marca de R\$178,74 bilhões durante 2015, o equivalente a um crescimento de 12,0% em relação aos R\$159,65 bilhões em 2014. Tal ritmo de expansão se constatou bem inferior aos 44,6% de crescimento referentes ao ano anterior. O ritmo de expansão anterior a 2014 pode ser depreendido da leitura visual do gráfico da **figura 12** abaixo:

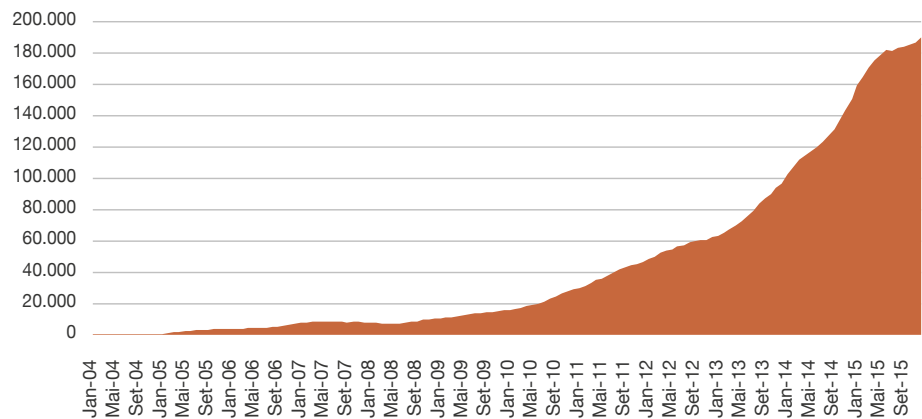


No que diz respeito ao comportamento do montante de LCI em estoque, deriva-se um paralelo com a leitura da variável de depósitos, destacando-se um forte crescimento histórico e um arrefecimento do ritmo desta expansão ao longo do último ano. Aqui, vale apontar que, por ser emitido na prática como um título preponderantemente de curto prazo, a LCI apresenta valores de montante anual de depósito comparáveis aos de estoque. Em fins de 2015 o estoque na CETIP alcançou R\$190,18 bilhões, cifra 26,3% acima dos R\$150,53 bilhões referentes a dezembro de 2014. Este ritmo de crescimento, apesar de bastante forte, ficou bem abaixo daquele fenomenal de 55,8% referente ao ano anterior. Conforme ilustrado pelo íngreme gráfico da **figura 13**, a expansão do valor de estoque de LCI foi exponencial na maior parte de sua primeira década de existência.

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

FIG. 13

Fonte: CETIP

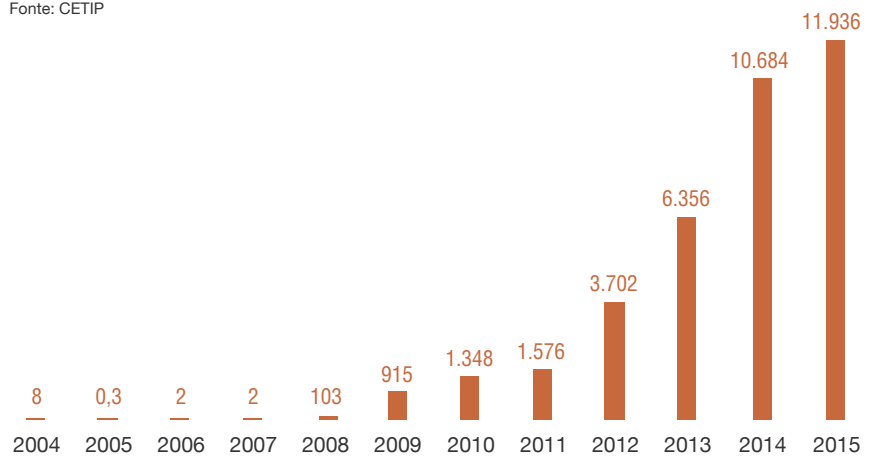


Já a trajetória do montante anual negociado de LCI acompanha, quase *pari passu*, o movimento registrado de montante anual de depósitos, com alta taxa de crescimento até 2014 e expansão mais moderada no último ano. Em 2015 as transações com LCI atingiram R\$11,94 bilhões, o equivalente a um crescimento de 11,7% vis-à-vis a cifra de R\$10,68 bilhões do ano anterior. Por sua vez, em 2014 o crescimento anual havia atingido os impressionantes 68,1%. A **figura 14** exhibe a evolução histórica do montante negociado de LCI registrado na CETIP desde 2004.

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

FIG. 14

Fonte: CETIP



Termos e Condições

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

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

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

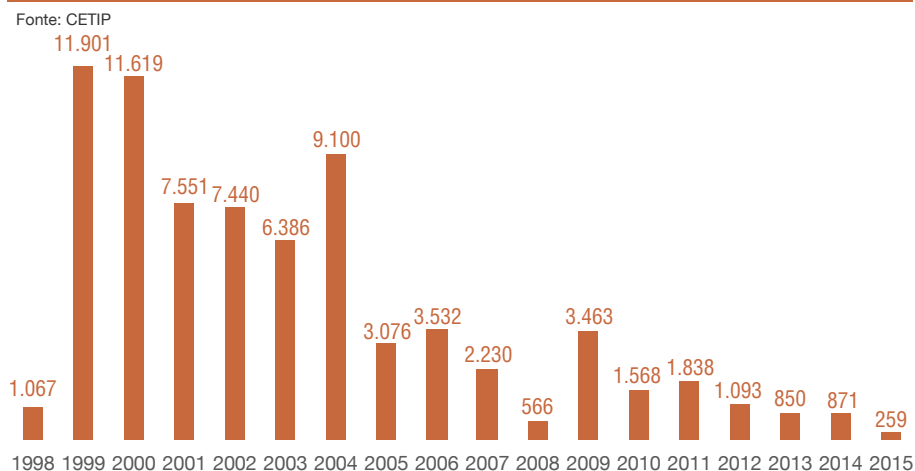
LETRAS HIPOTECÁRIAS (LH)

Em 2004, com a criação da LCI, iniciou-se um processo de desaparecimento gradual de outro título de crédito de lastro imobiliário e emissão bancária que protagonizava o mercado de Letras deste segmento até então: a Letra Hipotecária (LH). Diferentemente da LCI, cujo lastro é composto de crédito imobiliário garantido, na sua maior parte, por alienação fiduciária, a LH, segundo a Lei nº 7.684/88, que estabelece as condições para sua emissão, é um título lastreado apenas em créditos imobiliários hipotecários, ou seja, com garantia em hipoteca. Assim, em função de menor segurança e celeridade ao credor na hipótese de eventual processo de posse do imóvel em garantia, o crédito imobiliário hipotecário como lastro e, por consequência, a LH, passaram a ter participação decrescente no mercado de Letras imobiliárias a partir do advento da LCI.

Conforme indicado na **figura 15**, a evolução histórica dos montantes anuais de depósitos de LH se caracteriza por tendência declinante. Em 2015 foram depositados na CETIP apenas R\$259,0 milhões, menos de um terço da quantia, já diminuta, de R\$871,2 milhões, referentes ao ano de 2014. A perspectiva de longo prazo, que acusa a tendência histórica, é bastante clara ao ilustrar que, onze anos atrás, ao final de 2004, o montante anual de depósitos de LH girava em torno de R\$9,10 bilhões. Vale notar que aquele nível seria considerado reduzido em face dos níveis atuais de depósitos anuais de LCI.

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

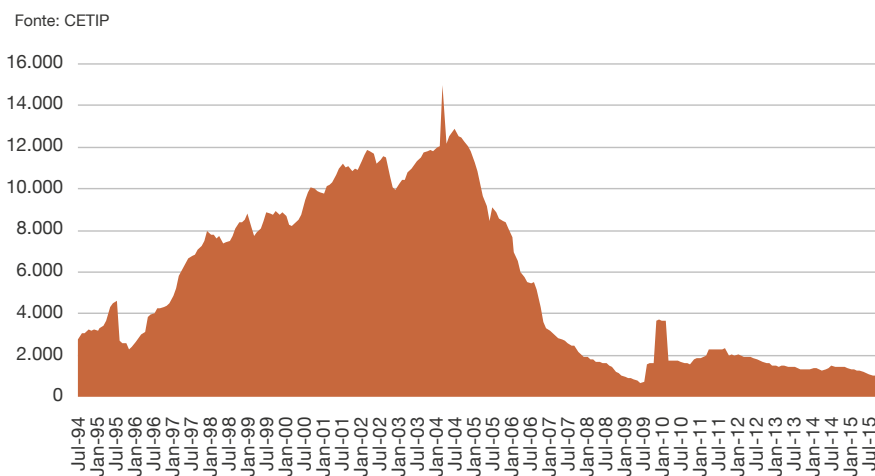
FIG. 15



Em relação aos níveis de estoque de LH ao final de cada ano, o encolhimento do mercado deste título já o aproxima da marca de apenas R\$1,00 bilhão, conforme mostra a **figura 16** referente ao final do ano de 2015. Há um ano esta cifra se localizava em R\$1,39 bilhão, com perda de aproximadamente um quarto de seu valor nos últimos doze meses. Em comparação histórica, há uma década o estoque de LH na CETIP superava os R\$12,00 bilhões.

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

FIG. 16



Termos e Condições

Descrição Título de crédito, garantido por créditos hipotecários. A Letra Hipotecária (LH) confere aos seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulados.

Emissor Privativa das instituições que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

<u>Lastro</u>	Um ou mais créditos hipotecários, sujeito à limitação de que a soma do valor principal das letras emitidas não excederá o valor total de créditos hipotecários em poder do Emissor. O crédito hipotecário dado em garantia poderá ser substituído por outro crédito da mesma natureza, por iniciativa do Emissor, no caso de liquidação ou vencimento antecipado, ou por solicitação do credor da letra. Poderá contar com garantia fidejussória adicional de instituição financeira.
<u>Garantia</u>	Hipoteca. Admite-se a emissão de LH com a realização de operação ativa vinculada, nos termos da Resolução CMN nº 2.921, hipótese na qual o pagamento da LH estará condicionado ao recebimento, pelo Emissor, dos pagamentos dos créditos imobiliários que a lastreiam.
<u>Forma e Registro</u>	Cartular e escritural. A critério do credor poderá ser dispensada a emissão de certificado, ficando registrada sob a forma escritural na instituição emissora. Na forma escritural deve ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Taxa de Juros</u>	Fixa ou flutuante.
<u>Atualização Monetária</u>	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. Atualização mensal é permitida, desde que os títulos emitidos tenham prazo mínimo de trinta e seis meses. Porém, é vedado o pagamento dos valores relativos à atualização monetária apropriados desde a emissão, quando ocorrer o resgate antecipado, total ou parcial, em prazo inferior ao mínimo, exceto no caso de quitação ou vencimento antecipado dos créditos imobiliários que lastreiam a letra.
<u>Prazo</u>	Prazo mínimo de 180 dias. A LH não poderá ter prazo de vencimento superior ao prazo de quaisquer dos créditos hipotecários que lhe servem de lastro. Nas operações com cláusula de reajuste por índice de preços, a periodicidade de atualização não pode ser inferior a um ano.
<u>Pagamento</u>	Pagamentos de principal ou juros são feitos periodicamente ou de uma única vez no vencimento. Não há exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos.
<u>Negociação</u>	Diretamente entre as partes interessadas.
<u>Transferência</u>	Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil. Ao transferir a letra para outrem, o titular responde por sua veracidade, mas não pelo pagamento. Se a instituição financeira não o honrar, o titular não poderá exigir o pagamento daquele que lhe transferiu a letra.
<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.

LIG

LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS

Em janeiro de 2015, através da Lei nº 13.097, foi criada a Letra Imobiliária Garantida (LIG). Porém, mais de um ano depois, a existência deste título ainda carece de regulamentação complementar pelo Conselho Monetário Nacional, no tocante à emissão, e pela Comissão de Valores Mobiliários, no que se refere à distribuição e oferta pública.

A criação, ainda não finalizada operacionalmente, deste título de crédito de emissão exclusiva por parte de instituições financeiras resultou de iniciativa por parte dos bancos de expandir suas possibilidades de captação de recursos. Em boa parte, fundamentou-se no mercado de *Covered Bonds*, de protagonismo no mercado financeiro europeu. A tabela a seguir apresenta uma pequena comparação geral¹ entre *Covered Bonds* e títulos de securitização baseado em mercados onde os títulos coexistem.

Tal qual regulamentada até agora, a LIG, além de ser de emissão exclusiva de instituições financeiras, representando o passivo destas, se caracteriza como título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário. Esta carteira de ativos deve ter no mínimo 50,0% de sua composição formada por créditos imobiliários, sendo estes necessariamente garantidos por hipoteca/alienação fiduciária ou, se devidos por empresa de incorporação imobiliária, com regime de afetação vigorando para esta última. Portanto, embora leve o termo “imobiliário” no seu nome, esta letra poderá ser utilizada para financiar, até o limite de 50,0% de seu valor, setores não associados ao imobiliário. A LIG, sempre escritural, deverá ser registrada em depositário central autorizado pelo Banco Central do Brasil. Seus investidores deverão contar com um agente fiduciário para proteção de seus interesses e usufruir de isenção de imposto de renda.

Ainda faltam ser definidos muitos aspectos fundamentais regulamentares para a efetiva criação de um mercado de LIG no Brasil. Neste sentido, destacam-se definições de natureza estrutural relacionadas à gestão dinâmica da carteira de ativos-lastro e reforços de crédito, definições no âmbito do capital regulatório dos emissores e, de grande importância, definições da prática de transparência informacional associada ao desempenho da carteira de ativos-lastro. No que diz respeito a este último ponto, sem um substancial salto qualitativo, tornar-se-ia fútil a iniciativa de criação do novo título. Isto porque, na

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

LIG

prática, o investidor tenderia a avaliar seu risco de forma virtualmente idêntica a uma exposição exclusiva ao risco do emissor de uma Letra de Crédito Imobiliária (LCI) ou Letra Hipotecária (LH), não alterando de forma relevante o quadro existente atualmente. Como discutido em relação à prática corrente no mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), ainda carente neste respectivo quesito depois de um processo de desenvolvimento de mais de 15 anos, a transparência informacional qualitativa que possibilite a avaliação robusta e o monitoramento tempestivo do lastro das operações estruturadas é determinante para o surgimento de um mercado destas que efetivamente agregue valor e obtenha sucesso como alternativa sustentável de financiamento e de investimento.

COMPARATIVO ENTRE *COVERED BONDS* E TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO

Características	Títulos de Securitização	<i>Covered Bonds</i>
Emissor	Entidade Emissora ²	Instituição Financeira, originadora dos créditos
Motivação	Redução de risco, arbitragem regulatória, financiamento	Financiamento
Recurso contra Originador	Não	Sim
Impacto Capital Regulatório	Possibilidade de redução	Nenhum
Gestão do Lastro	Predominantemente estática	Geralmente dinâmica
Transparência do Lastro	Geralmente alta	Limitada ³
Pré-pagamento	Sim	Não
Classes (<i>tranching</i>)	Sim	Não

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

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

3 MERCADO DE CAPITAIS



Em momentos de crise ou de grande liquidez, procure um administrador independente, não vinculado a grandes grupos financeiros, sem conflito de interesse, e com comprovada experiência na administração de fundos de investimentos e na defesa dos direitos dos investidores.

BRL  **TRUST**

INVESTIMENTOS

MAIOR ADMINISTRADOR INDEPENDENTE DO BRASIL

www.brtrust.com.br

Rua Iguatemi, 151 - 19º andar | Itaim Bibi, São Paulo SP | 11 3133-0350

INTRODUÇÃO

O Capítulo Mercado de Capitais deste Anuário segmenta em três tipos suas fontes de financiamento imobiliário. De forma ampla, elas são representadas pelos títulos de Renda Fixa, de Renda Variável e de Securitização, todos eles vinculados a empresas ou operações que viabilizam o financiamento imobiliário.

Os títulos de renda fixa são representados unicamente pelas debêntures emitidas por empresas do setor imobiliário, e sua respectiva seção neste capítulo reúne dados de emissões primárias destas debêntures ocorridas em 2015.

Já os títulos de renda variável estão divididos entre três subseções. A denominada Ações é composta pelas emissões deste título por empresas do setor imobiliário, onde são apresentados dados históricos sobre a capitalização de mercado destas companhias. Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) corresponde à segunda subseção, onde se exibem dados de valorização, rentabilidade e liquidez referentes ao mercado secundário deste segmento, além de emissões no mercado primário e informações sobre o patrimônio líquido destes fundos. Por fim, Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP) traz o histórico do patrimônio líquido de FIP que realizam investimentos preponderantes no segmento imobiliário.

A terceira fonte de financiamento imobiliário, Securitização, se divide entre os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), sobre os quais se congregam dados de emissores e terceiros envolvidos, além das próprias operações relacionadas, e as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), em seu tipo imobiliário, sobre os quais se apresentam dados históricos do mercado primário. Adicionalmente, pela sua importância como ativos de veículos de securitização imobiliária, as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) também integram a seção Securitização.

Em termos consolidados, o mercado de capitais assume gradativa importância como viabilizador de financiamento imobiliário no Brasil. Este mercado tem capturado parte da demanda por crédito imobiliário, principalmente quando outras fontes de financiamento, particularmente a caderneta de poupança, se mostram exauridas. Além disso, embora estas fontes apresentem características diversas, isto não impede a unidade de concepção que as preside. Da forma como são arranjadas, as principais fontes de financiamento imobiliário abarcadas por este capítulo são providas da flexibilidade necessária para que se absorvam os impactos decorrentes da recessão econômica sem se desviar da trajetória de desenvolvimento deste mercado.

As seções adiante proferirão os subsídios que mostrarão que, longe de configurarem potenciais obstáculos, fatores como a conjuntura econômica, aspectos regulatórios e saúde financeira dos emissores de títulos, entre outros, proporcionam o meio no qual se realizarão os aprimoramentos incrementais deste mercado.

RENDA FIXA

A seção Renda Fixa do Mercado de Capitais é representada somente pelas debêntures de empresas do setor imobiliário. Excluídos os títulos associados ao mercado de securitização, as debêntures constituem a única fonte de financiamento do setor imobiliário, que pertence ao mercado de capitais, na forma de um título de renda fixa.

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

DEBÊNTURES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

A crise econômica já referida neste Anuário, que se estende desde meados de 2014 e atravessou 2015, contribuiu para diminuir o apetite do investidor por títulos de emissores cuja saúde financeira tenha se deteriorado no período, quadro fiel à condição na qual se encontraram várias empresas do setor imobiliário. Assim, a conjuntura econômica recente se refletiu diretamente nos números totais de emissões de debêntures destas empresas no ano passado.

Em 2015 o montante consolidado de emissões de debêntures alcançou R\$57,94 bilhões, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA). A cifra representa queda de 22,5% frente ao montante emitido em 2014, que havia atingido R\$74,77 bilhões. Em 2012, para efeito comparativo, haviam sido emitidos R\$89,53 bilhões em debêntures, número que se reduziu para R\$69,45 bilhões em 2013.

No âmbito do setor imobiliário esse arrefecimento já havia se desenhado em 2014. Com o alto número de lançamentos imobiliários ocorridos nos últimos anos e a concomitante diminuição da demanda no setor, constatou-se crescimento do estoque imobiliário já naquele ano. O grande volume de imóveis residenciais prontos, mas que não encontram comprador, e um ambiente de inflação que atinge os dois dígitos, pressionam a margem de lucro das empresas do setor imobiliário e sua liquidez.

Nesse contexto, nenhuma empresa do setor imobiliário realizou oferta pública primária de debêntures sob o regime da Instrução CVM nº 400 em 2015, pelo segundo ano consecutivo. Já as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, reguladas pela Instrução CVM nº 476, registraram patamar equivalente ao desempenho de 2014. A **tabela 2** lista os principais dados das respectivas emissões de debêntures realizadas por empresas do setor imobiliário em 2015. Nota-se que, embora tenham ocorrido 38 emissões, estas se concentraram em 14 empresas. Juntas, as emissões de debêntures destas empresas somaram R\$2,94 bilhões. Sob o critério do montante, as emissões se mostraram concentradas no primeiro semestre de 2015, ao passo que, sob a perspectiva do número de emissões, um número maior ocorreu na segunda metade do ano.

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2015									TAB. 2
Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade de Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data da Emissão
You Inc Incorporadora e Participações	Esforços Restritos	Única	1ª	650	100.000,00	65.000.000	Real	DI + 6,00%	10/01/2015
Helbor Empreendimentos	Esforços Restritos	1ª	4ª	1.000	100.000,00	100.000.000	Quirografária	DI + 1,90%	02/02/2015
Helbor Empreendimentos	Esforços Restritos	2ª	4ª	50	1.000.000,00	50.000.000	Quirografária	DI + 1,90%	02/02/2015
Brookfield	Esforços Restritos	Única	5ª	50.000	10.000,00	500.000.000	Real	DI + 2,50%	24/02/2015

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2015 (cont.)

TAB. 2

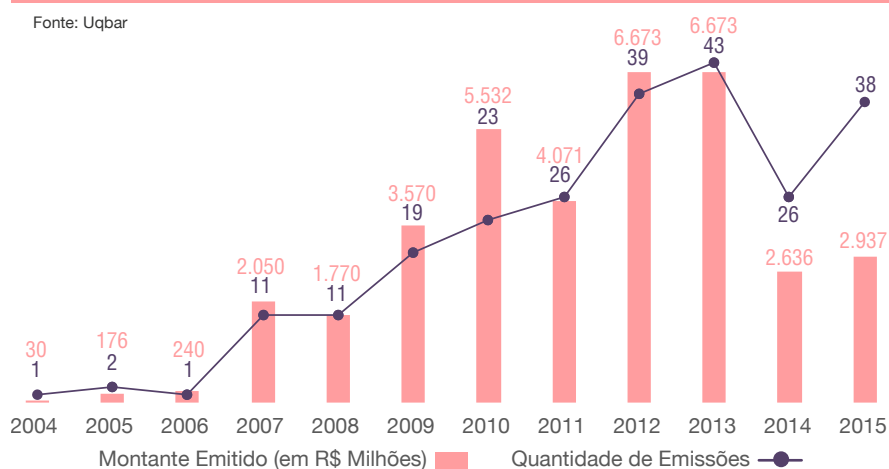
Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade de Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data da Emissão
M. Invest Plan. e Adm. De Shop. Center	Esforços Restritos	1ª	1ª	28.500	10.000,00	285.000.000	Real	IPCA + 9,00%	02/04/2015
M. Invest Plan. e Adm. De Shop. Center	Esforços Restritos	2ª	1ª	13.500	10.000,00	135.000.000	Real	IPCA + 9,00%	02/04/2015
Razuya Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	1ª	1ª	36.000	10.000,00	360.000.000	Quirografária	DI + 1,50%	04/05/2015
Razuya Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	2ª	1ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografária	DI + 1,50%	04/05/2015
BHG – Brazil Hospitality Group	Esforços Restritos	Única	3ª	40.000	10.000,00	400.000.000	Quirografária	DI + 2,85%	01/06/2015
João Fortes Engenharia	Esforços Restritos	1ª	3ª	175	1.000.000,00	175.000.000	Real	IPCA + 9,50%	15/08/2015
João Fortes Engenharia	Esforços Restritos	2ª	3ª	250	1.000.000,00	250.000.000	Real	IPCA + 9,50%	15/08/2015
João Fortes Engenharia	Esforços Restritos	3ª	3ª	50	1.000.000,00	50.000.000	Real	DI + 5,50%	15/08/2015
IDIBRA Participações	Esforços Restritos	Única	2ª	30.000	1.000,00	30.000.000	Quirografária	110,00% DI	17/08/2015
REC Betim	Esforços Restritos	Única	1ª	304	100.000,00	30.400.000	Real	135,00% DI	21/09/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	1ª	1ª	2.393.615	1,00	2.393.615	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	2ª	1ª	3.158.598	1,00	3.158.598	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	3ª	1ª	2.184.213	1,00	2.184.213	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	4ª	1ª	504.478	1,00	504.478	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	5ª	1ª	504.478	1,00	504.478	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	6ª	1ª	504.478	1,00	504.478	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	7ª	1ª	2.136.007	1,00	2.136.007	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	8ª	1ª	1.116.914	1,00	1.116.914	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	9ª	1ª	1.116.914	1,00	1.116.914	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	10ª	1ª	1.116.914	1,00	1.116.914	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	11ª	1ª	1.116.914	1,00	1.116.914	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	12ª	1ª	1.116.914	1,00	1.116.914	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	13ª	1ª	1.350.543	1,00	1.350.543	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	14ª	1ª	1.350.543	1,00	1.350.543	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	15ª	1ª	1.350.543	1,00	1.350.543	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	16ª	1ª	670.148	1,00	670.148	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	17ª	1ª	670.148	1,00	670.148	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	18ª	1ª	459.447	1,00	459.447	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	19ª	1ª	1.004.691	1,00	1.004.691	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Barão de Tefé SPE Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	20ª	1ª	1.000	1,00	1.000	Quirografária	TR + 9,75%	30/10/2015
Carvalho Hosken Engenharia e Construções	Esforços Restritos	Única	2ª	1.100	100.000,00	110.000.000	Real	DI + 2,94%	30/10/2015
Log Commercial Properties	Esforços Restritos	Única	7ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografária	118,00% DI	16/11/2015
Moura Dubeux Engenharia	Esforços Restritos	Única	5ª	300	100.000,00	30.000.000	Quirografária	123,00% DI	10/12/2015
Property Brasil	Esforços Restritos	Única	2ª	143.000	1.000,00	143.000.000	Real	DI + 3,50%	29/12/2015
Total						2.937.227.500			

Fonte: Uqbar

Em perspectiva histórica, como ilustra a **figura 17**, nota-se que 2015 apresentou crescimento de 11,4% frente a 2014, em termos de montante. Já o número de emissões apresentou crescimento superior, saltando de 26 para 38, devido, principalmente, a 20 emissões oriundas de séries de debêntures de uma mesma empresa, que se dedica ao desenvolvimento de um imóvel na região portuária da cidade do Rio de Janeiro. De qualquer forma, em ambos os últimos dois anos o patamar de emissões se provou inferior àquele notado no período entre 2009 e 2013.

Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário **FIG. 17**

Fonte: Uqbar



A segmentação da área principal de atuação das 14 empresas do setor imobiliário que emitiram debêntures em 2015 se mostra relativamente equilibrada. Foram seis as empresas do setor imobiliário que atuam no ramo de construções, número duas unidades inferior ao daquelas que desempenham Outras Atividades Imobiliárias, como intermediação, participação, gestão ou incorporação de imóveis, tal qual é ilustrado pela **figura 18**.

Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2015 **FIG. 18**

Fonte: Uqbar



RENDA VARIÁVEL

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

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



PRÊMIO 1ª EDIÇÃO MELHOR ARTIGO RESENHA DA BOLSA

Um prêmio à inspiração e ao conhecimento técnico

A *Resenha da Bolsa* incentiva a troca de conhecimento e informação de alta qualidade entre a comunidade financeira. Por isso, participe do "Prêmio Melhor Artigo Resenha da Bolsa". A cada ano, o conselho editorial da revista escolherá e premiará o melhor artigo publicado.

Confira a premiação:



R\$20.000,00
(vinte mil reais)



almoço
com o conselho editorial da revista



convite
com direito a acompanhante, transporte e estadia para participar do 8º Congresso da Bolsa

Envie seu artigo. Acesse

resenhadabolsa.com.br

AÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

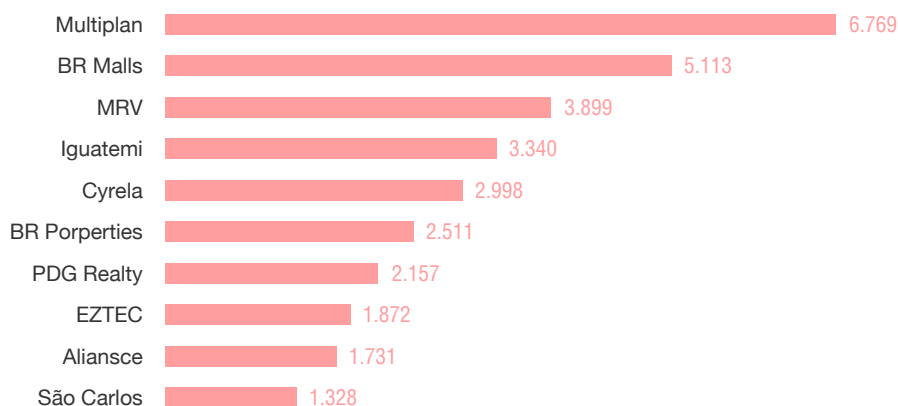
Os últimos anos têm sido desafiadores para o mercado de ações brasileiro. O ambiente de recessão, com baixo crescimento econômico, elevadas taxas de inflação, queda da produção industrial e aumento do desemprego, além das sucessivas elevações da taxa de juros da economia, se combinaram com questões particulares das empresas com ações cotadas em bolsa de valores. O Ibovespa, principal índice do mercado de ações, encerrou dezembro de 2015 em queda de 13,3% frente ao mesmo mês de 2014, já próximo dos 40.000 pontos. Particularmente no setor imobiliário, nota-se que o nível elevado de estoques de imóveis tem pressionado as margens de lucro de construtoras e incorporadoras, que constituem a maioria do segmento, e conseqüentemente, têm-se retardado decisões de investimentos produtivos, para os quais as emissões de ações são mais indicadas. Nesta conjuntura desfavorável, ofertas públicas e emissões primárias de ações de empresas do setor imobiliário já não ocorrem há dois anos, e têm apresentado proporções diminutas há pelo menos quatro anos.

Assim, quando as empresas do setor imobiliário são medidas pelo critério de capitalização de mercado, às empresas de shopping centers e de gestão imobiliária é conferido lugar de destaque entre as maiores, como mostra a **figura 19**. A Multiplan e a BR Malls, administradoras de shopping centers, encerraram dezembro com valor de mercado de R\$6,77 bilhões e R\$5,11 bilhões, respectivamente. A melhor colocada entre as empresas de construção é a MRV, com capitalização de mercado R\$3,90 bilhões.

Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2015 (em R\$ milhões)

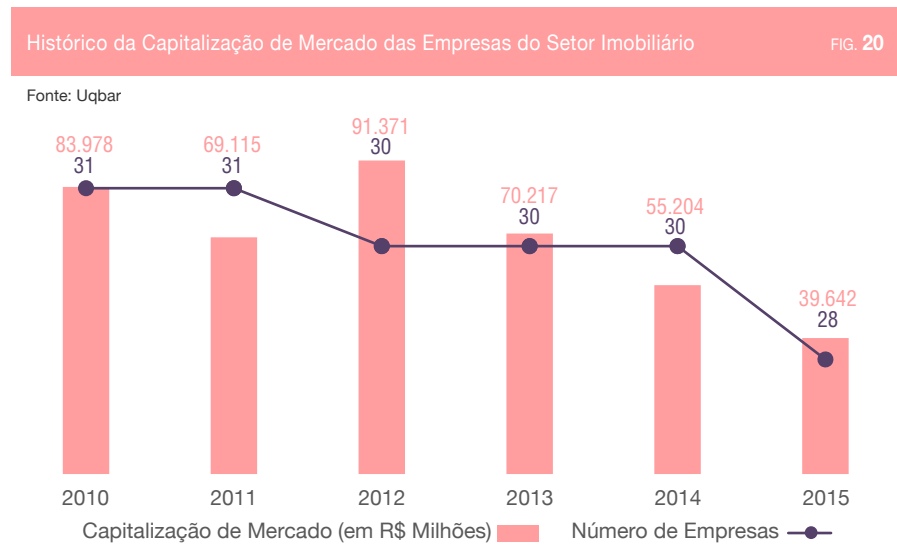
FIG. 19

Fonte: BM&FBOVESPA / Uqbar

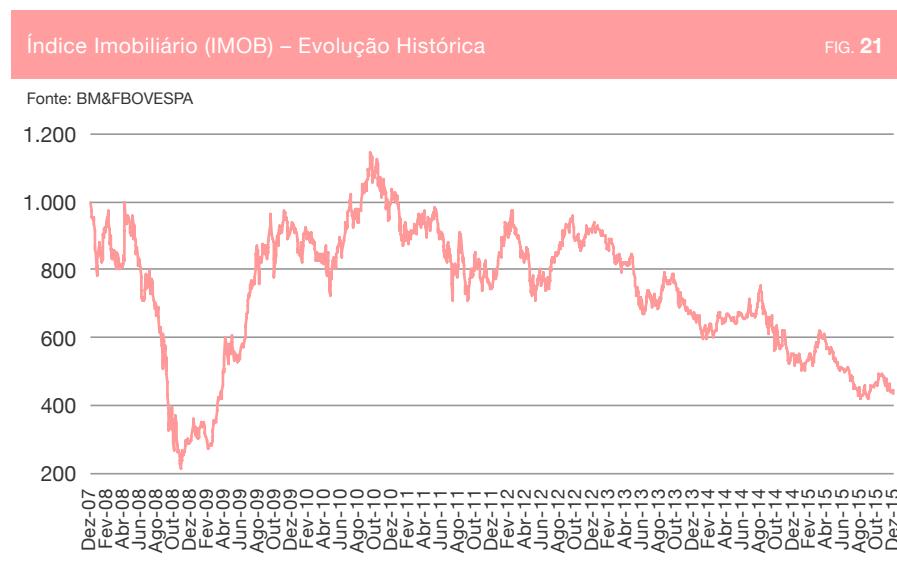


A evolução histórica da capitalização de mercado consolidada das empresas do setor imobiliário, como mostra a **figura 20**, registra o contínuo declínio deste indicador desde 2012. Ao fim de 2015 a capitalização de mercado consolidada do setor imobiliário somou R\$39,64 bilhões, a menor

cifra desde 2010. Enquanto o número de empresas do setor imobiliário se reduziu em duas unidades entre 2014 e 2015, a capitalização de mercado sofreu queda de 28,2% no mesmo período, tendo em vista que em 2014 a marca atingida havia sido de R\$55,20 bilhões.



De forma análoga, o Índice BM&FBOVESPA Imobiliário (IMOB), índice setorial no mercado de ações, ilustrado pela **figura 21**, alcançou, em 2015, o patamar mais baixo desde a crise do *subprime* iniciada em 2008. O índice reflete o desempenho de uma carteira teórica composta por empresas do setor imobiliário, selecionadas segundo critérios de liquidez e ponderadas pela capitalização de mercado, e encerrou 2015 nos 434,68 pontos, queda de 21,4% ante o mesmo período de 2014.



COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

Em um 2015 desafiador, o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) se mostrou tenaz, sendo capaz de absorver boa parte dos percalços enfrentados durante o ano. Uma confluência de fatores potencialmente desestabilizadores se instalou sobre o mercado de FII. Tendo como pano de fundo a crise econômica, combinaram-se questões particulares do mercado imobiliário e de fundos individuais.

A partir de meados de 2009 a demanda observada no mercado imobiliário aumentou sobremaneira. Incitada pela expansão do crédito imobiliário e pela expectativa de aceleração do crescimento econômico, esta elevação da demanda culminou no grande número de lançamentos imobiliários nos principais centros do país, não só daqueles de tipo residencial, mas também imóveis corporativos, comerciais e logísticos.

No alto de 2014, com a conflagração da crise econômica, os ciclos de oferta e demanda do mercado imobiliário se descompassaram. Como consequência, já naquele ano o nível de vacância dos imóveis de escritórios, por exemplo, apresentou súbita elevação de patamar. Em São Paulo, por exemplo, cidade brasileira com maior estoque de imóveis de alto padrão, o nível de vacância para imóveis de escritórios encerrou 2015 nos 23,6%, contra 22,8% em 2014 e 18,4% em 2013, partindo de 6,4% em 2010. Já o preço médio de aluguel, fechou 2015 na marca dos R\$88,00/m² ao mês, patamar próximo ao verificado em 2011, depois de ter atingido R\$93,00/m² em 2014¹.

Em 2015, a acentuação da crise desvelou uma nova etapa de seus efeitos no mercado imobiliário. Além do nível de vacância, que conferiu maior poder de barganha aos inquilinos, a crise econômica se fez sentir, também, na qualidade de crédito dos locatários dos imóveis. Mais notadamente, no âmbito dos imóveis investidos por FII, isso se refere à condição creditícia de inquilinos pessoas jurídicas de imóveis de escritórios.

Casos de rescisão de contratos de locação, muitas vezes em virtude da gestão financeira do inquilino, se tornaram mais comuns. O caso da Petrobras talvez seja o mais emblemático. Em processo de reorganização administrativa e financeira, a empresa comunicou a, pelo menos quatro FII, a intenção de desocupação de imóveis ou de que pretende discutir a renegociação das condições contratuais. Ainda, a pressão da crise econômica sobre a saúde financeira de algumas empresas tem resultado em aumento da inadimplência por parte dos locatários de alguns FII que investem em imóveis.

Além disso, a deterioração do crescimento econômico no país se combinou com o aumento da inflação e substancial alta da curva de juros da economia. Se por um lado os contratos de locação são normalmente

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

reajustados por algum índice de inflação, por outro o poder de barganha dos inquilinos tem se manifestado justamente no momento de renegociação destes contratos, causando uma redução do valor dos aluguéis. A curva de juros da economia, por sua vez, apresenta forte correlação negativa com o preço das cotas da grande maioria dos FII, refletindo ajustes dos investimentos nestes ativos em relação ao custo de oportunidade.

Uma das respostas do mercado ao agravamento da crise econômica em 2015 foi o aumento do número de fundos que se dedicam a montar uma carteira de ativos de renda fixa, como LCI e CRI, que se alienam de parte dos movimentos de retração do mercado imobiliário descrito até aqui. Esta categoria de fundos, no entanto, representa uma pequena parcela do total de fundos.

De modo geral, a recessão parece ter imposto um freio de arrumação ao mercado de FII, movimento do qual se destacarão os fundos cuja gestão assumiu um caráter mais ativo, se antecipando aos quadros mais delicados da economia. Ao fim e ao cabo, espera-se que tais características de destaque, se resultarem em um movimento de aprimoramento do processo de gestão dos FII, se tornem um novo paradigma do mercado e desencadeiem iniciativas de mimetismo, elevando-se assim o patamar qualitativo da prática de gestão do segmento.

Aspectos regulatórios também se tornaram objeto de interesse em 2015. Em novembro a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução CVM nº 571, que altera marcadamente a Instrução CVM nº 472. A norma trata de aperfeiçoar aspectos da regulamentação quanto à divulgação de informações periódicas e eventuais pelos administradores de FII além de aprimorar seus aspectos de governança. Informes periódicos prestados pelos FII foram reformulados, com a criação de novo informe mensal, contendo informações acerca do valor patrimonial das cotas, da rentabilidade efetiva mensal e do valor dos ativos e passivos do fundo, bem como a apresentação da demonstração mensal dos resultados financeiro e contábil do FII e o número de cotistas segmentados por classe. Em base trimestral, o novo informe trará dados detalhados sobre os investimentos do FII, como a descrição de cada um dos ativos integrantes da carteira do fundo, incluindo as principais características dos imóveis e as particularidades decorrentes de sua destinação (como, por exemplo, informações sobre a vacância e inquilinos dos imóveis destinados à renda), e a indicação da quantidade detida pelo fundo e informações sobre o seu emissor, no caso de outros ativos e valores mobiliários. Quanto à governança, foram definidas regras relacionadas à convocação de assembleias gerais e à competência dos cotistas e do representante de cotistas para a convocação e inclusão de matérias na ordem do dia de assembleias gerais.

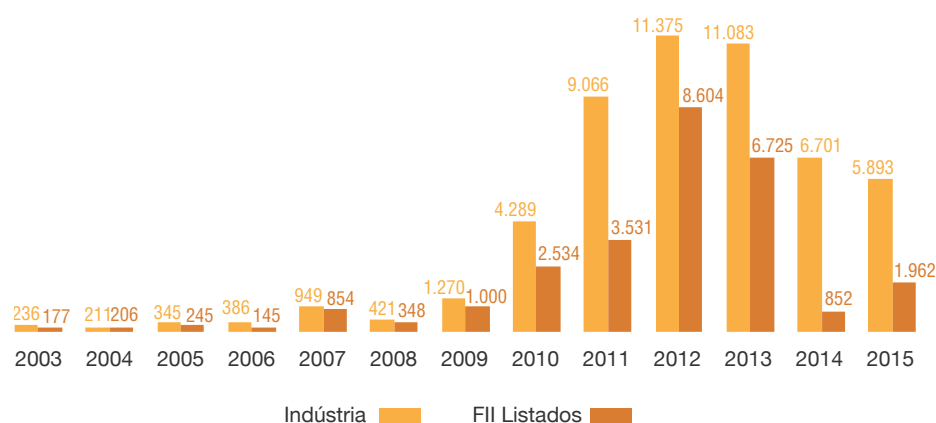
No apagar das luzes do ano, no entanto, a potencial aprovação da Medida Provisória nº 694 causou inquietação no mercado, pelo seu despropósito inusitado. A possibilidade de aprovação de tal medida, contudo, foi repelida já no início de 2016. De acordo com a proposta, o mercado de FII, que usufrui de isenção tributária sobre rendimentos para investidores pessoas físicas, sob determinadas condições, passaria a ser tributado para estes investidores, à alíquota de 17,5%, a partir de resultados auferidos em janeiro de 2016. A medida também afetaria os rendimentos de investimentos em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), e Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) a partir das emissões de 2016.

Conforme ilustrado na **figura 22**, em 2015 o montante consolidado emitido em cotas de FII atingiu R\$5,89 bilhões para a indústria como um todo e R\$1,96 bilhão para o conjunto dos fundos listados na BM&FBOVESPA. Comparativamente a 2014, houve decréscimo do montante emitido por toda a indústria em 12,0%, mas o montante referente aos fundos listados em bolsa mais que duplicou no período. Contudo, a exceção de 2014, o percentual de emissões de fundos de bolsa relativamente ao total em 2015 é o menor já registrado.

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

FIG. 22

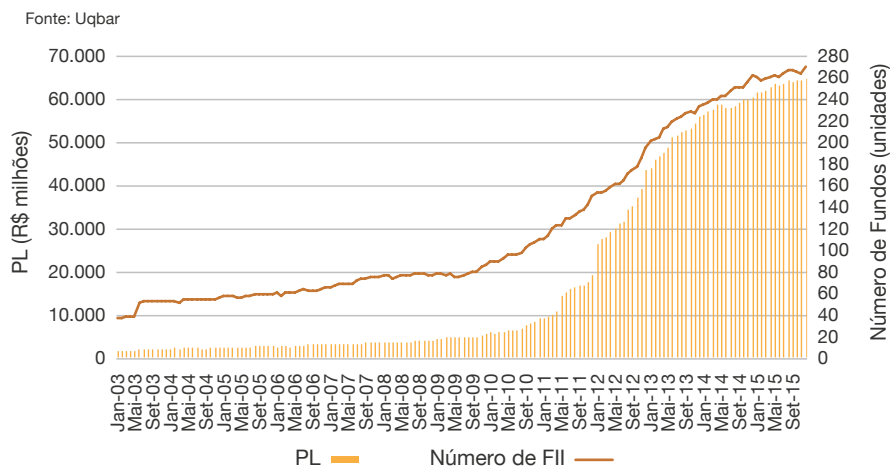
Fonte: Uqbar



A dimensão do mercado de FII, medida pelo número de fundos em operação e o Patrimônio Líquido (PL) consolidado associado a eles, revela expansão em 2015. A **figura 23** exhibe a evolução histórica de ambos os indicadores para toda a indústria. Ao final de 2015, um total de 258 fundos somavam um PL de R\$61,94 bilhões, discreto crescimento frente a 2014, ano em que figuravam 251 fundos, correspondentes a um PL de R\$57,69 bilhões.

Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII

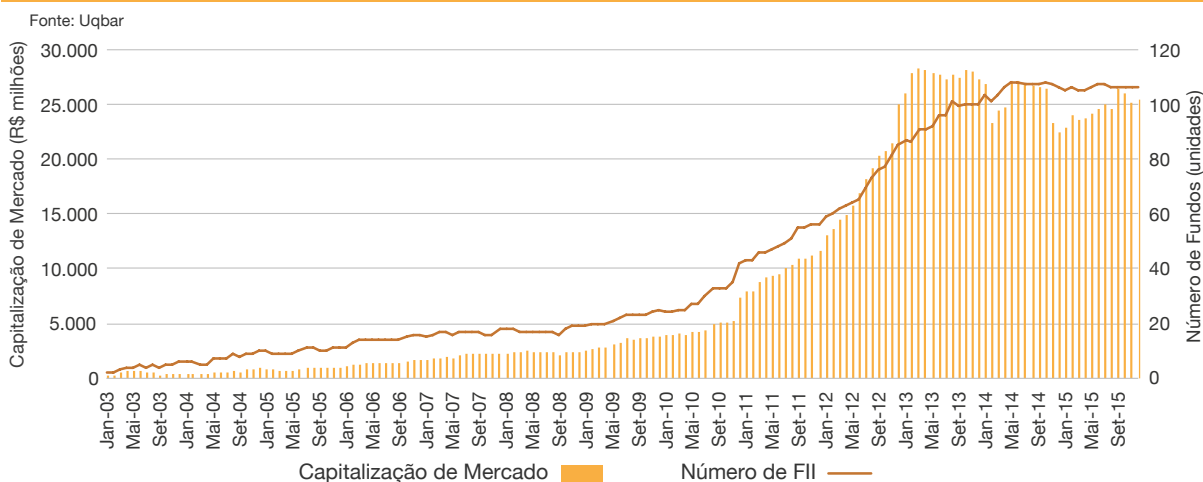
FIG. 23



A capitalização de mercado consolidada dos fundos listados, retratada pela **figura 24**, ganhou força em 2015. Referente a um mesmo número de fundos contabilizados ao fim de 2014, o valor de capitalização de mercado consolidada no último ano se incrementou, fechando o mesmo bem acima do nível referente ao ano anterior. Em dezembro de 2015 este indicador alcançava R\$25,37 bilhões, contra R\$22,47 bilhões ao fim do ano anterior, desenhando crescimento de 12,9% no período.

Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII

FIG. 24

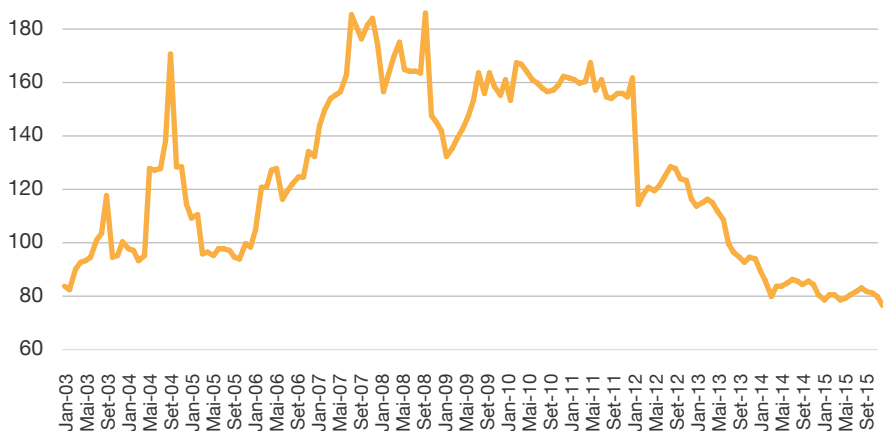


Quando se combina o desempenho dos indicadores de capitalização de mercado e de PL consolidado para os fundos listados, mostrados pela **figura 25**, nota-se que houve um retorno ao patamar do início de 2003. Ao longo de 2015 as cotas de FII negociados no mercado secundário registraram, em média, um deságio de aproximadamente 20,0%. Em trajetória descendente desde meados de 2012, a razão entre ambos os indicadores encerrou 2015 na marca dos 78,4%.

Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)

FIG. 25

Fonte: Uqbar



A seguir, após os termos e condições dos FII e de suas cotas, são apresentados e comentados dados referentes à composição, liquidez e rentabilidade do mercado de FII em 2015 e historicamente. Em seguida, procede uma análise setorial das principais categorias de ativos e os dados referentes à composição do universo investidor no mercado primário de cotas de FII.

Termos e Condições

Fundo de Investimento Imobiliário

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

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

Cota de Fundos de Investimento Imobiliário

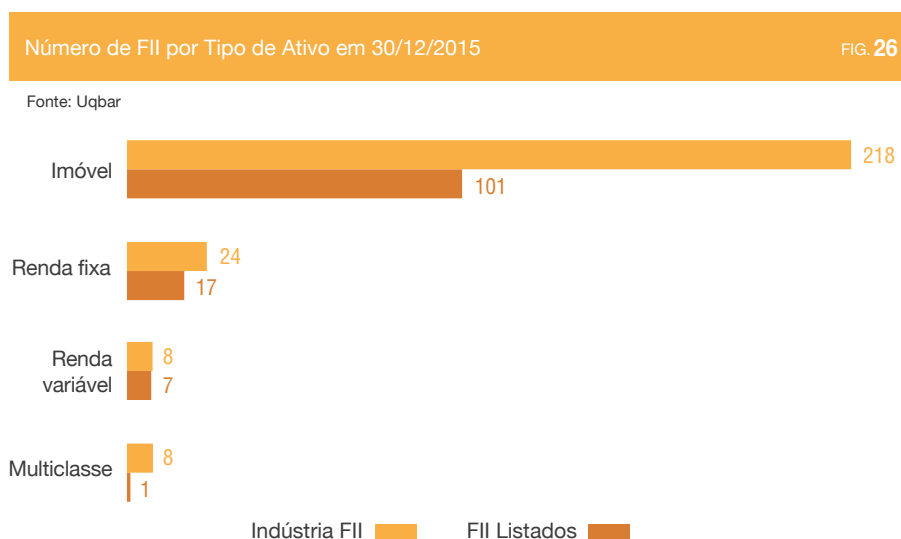
<u>Descrição</u>	Fração ideal de patrimônio do Emissor.
<u>Emissor</u>	Fundos de Investimento Imobiliário (FII), uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em (i) direitos reais sobre bens imóveis, (ii) títulos imobiliários de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

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

Classificação dos Fundos

Pese o brando ritmo de crescimento do mercado de FII em 2015, houve ligeiro progresso em direção a um mercado de maior diversificação entre os tipos de ativo em carteira destes fundos. Ainda assim, entre as principais categorias de ativos, a de imóveis ainda é a preponderante. Há distinção entre os indicadores referentes à totalidade da indústria de FII e aqueles listados na BM&FBOVESPA, com este último segmento se mostrando menos concentrado do que o conjunto maior ao qual pertence.

A seguir, na **figura 26**, são apresentadas as distribuições dos números de FII, de toda a indústria e listados no último dia de 2015, em sua composição por tipo de ativo. O número total de fundos vigentes na indústria se fixou em 258 ao fim do ano, dos quais 126 são fundos listados para negociação de suas cotas na BM&FBOVESPA. O número total daqueles que investem em imóveis alcançou 218, sendo pouco menos da metade referente àqueles listados para negociação, 101. Os FII que investem em ativos financeiros de renda fixa somam 24, mas o número cai para 17 se forem considerados apenas os listados. Os fundos que investem em ativos financeiros de renda variável e aqueles que investem em mais de um tipo de ativo (Multiclasse) somam um total de oito fundos cada, mas, entre os listados, estas duas classes registram sete e um respectivamente.



As **figuras 27, 28 e 29** exibem as composições da capitalização de mercado consolidada dos fundos listados, no final de 2015, em termos de tipo de ativo, de tipo de imóvel e de finalidade, respectivamente.

A capitalização de mercado dos FII listados em bolsa no último mês de 2015 somou R\$25,37 bilhões. Deste total, segmentado por tipo de ativo, a ampla maioria corresponde àqueles que investem preponderantemente em

imóveis, compondo cerca de 81,8% da capitalização de mercado consolidada. A parcela restante diz respeito aos FII que investem em ativos de renda fixa tais como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI), com 15,5% da capitalização total, e aos fundos que investem em renda variável, como cotas de outros FII, com 2,7%. Frente a 2014, houve um ligeiro encolhimento da fatia referente aos Fundos de Imóveis e de Renda Variável, com a consequente expansão dos FII de Renda Fixa.

A redução da fatia referente aos FII de Imóveis resulta da própria queda dos preços das cotas deste tipo de fundo, decorrente de fatores intrínsecos a este setor, como vacância e renegociações de alugueis. Contudo, a relativa expansão do segmento de FII de Renda Fixa em 2015 também deve ser considerada como causa complementar para a alteração das fatias.

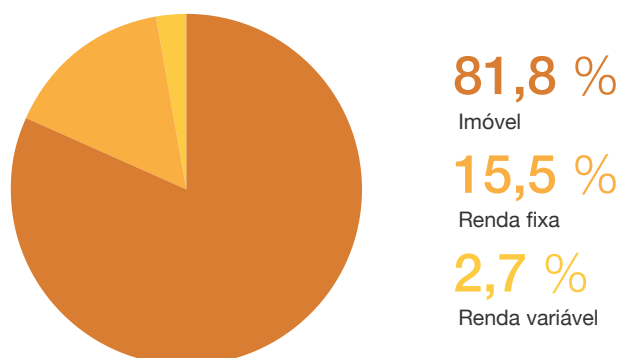
O fato mais notável no que diz respeito à composição da capitalização de mercado por tipo de imóvel em 2015, restrita ao universo de fundos que investem neste tipo de ativo, é a diminuição da parcela de fundos de escritórios para menos da metade do total, 45,8%. Em 2014 esta fatia havia correspondido a 52,2%. A categoria que parece ter ocupado o espaço é a de fundos que investem em uma carteira diversificada de imóveis, que encerraram 2015 representando 15,0% do total da capitalização dos fundos de imóveis, tendo em vista que este percentual havia sido de 3,5% em 2014.

Em termos da composição de todos os FII listados por tipo de finalidade, o quadro permaneceu praticamente imutável entre 2015 e 2014. Os FII que buscam renda ainda predominam, com 80,9% da capitalização de mercado consolidada ao final de 2015. A parcela seguinte se refere aos fundos que fazem gestão de ativos financeiros, com 14,2%. A parcela residual se divide entre os FII que não têm uma finalidade preponderante, 3,5%, e os estruturados com carteiras com risco de desenvolvimento imobiliário, 1,4%.

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

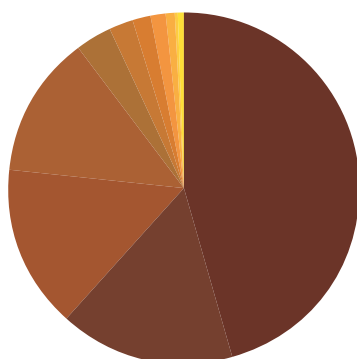
FIG. 27

Fonte: Uqbar



Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante) FIG. 28

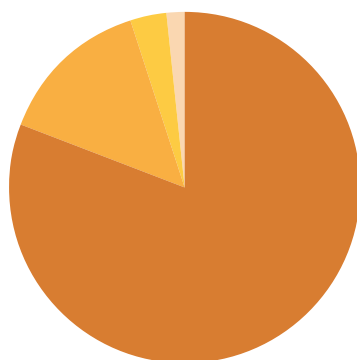
Fonte: Uqbar



45,8 % Escritórios	1,8 % Escolar
16,0 % Varejo - Shopping Centers	1,2 % Hospitalar
15,0 % Diversificado	0,8 % Industrial
13,0 % Varejo-Lojas Individuais	0,5 % Varejo - Galerias
3,5 % Logística	0,3 % Hospedagem
2,1 % Residencial	

Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante) FIG. 29

Fonte: Uqbar

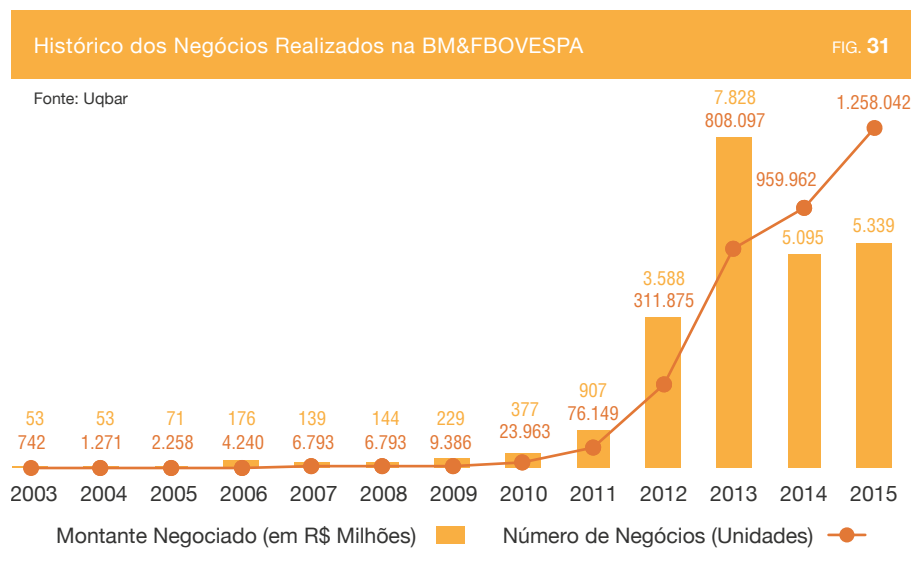
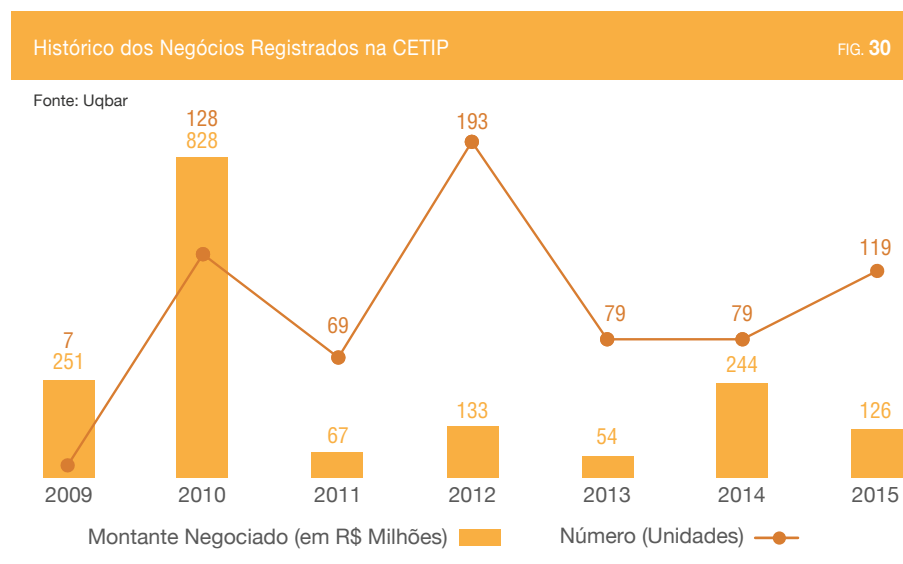


80,9 % Renda
14,2 % Gestão de Ativos Financeiros
3,5 % Diversas
1,4 % Desenvolvimento Imobiliário

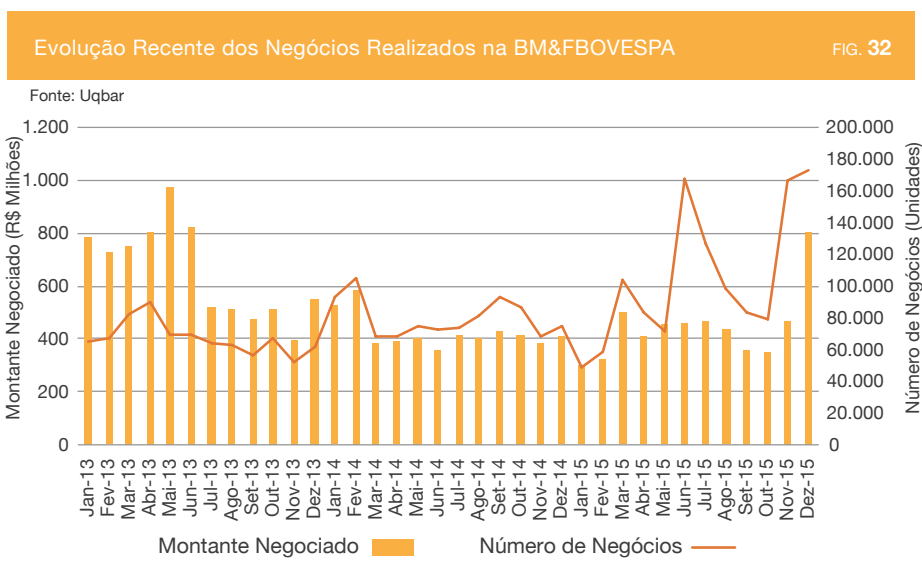
Mercado Secundário

O nível de liquidez do mercado secundário de cotas de FII, decomposta entre os indicadores de montante negociado e de número de negócios, mostra-se correlacionado ao desempenho dos preços destes títulos. Este último, por sua vez, mantém relação forte com o movimento da taxa Selic. Em gradual aumento desde 2013, a taxa de juros impactou negativamente o mercado secundário de cotas de FII, principalmente quando analisado sob o ponto de vista do montante negociado. Contudo, pelo critério do número de negócios, a liquidez segue trajetória ascendente, tendo quadruplicado de tamanho no intervalo de três anos, chegando ao ponto de mais de 1,0 milhão de negócios ocorridos durante 2015.

As **figuras 30** e **31** apresentam as evoluções históricas anuais dos negócios registrados nos mercados secundários da CETIP e da BM&FBOVESPA respectivamente, isto é, o montante negociado e o número de negócios em cada ano. O volume registrado na câmara de custódia e liquidação se apresenta irregular e inconsistente, registrando um patamar de liquidez apenas irrisório. Em 2015 os negócios na CETIP somaram R\$125,9 milhões, em 119 negócios, sendo que as transações se concentraram nas cotas de apenas onze fundos. Na BM&FBOVESPA o cenário é radicalmente diferente. No referido ano os negócios com cotas de FII somaram R\$5,34 bilhões, cifra só inferior ao registrado em 2013, e o número de negócios atingiu 1.258.042, a maior marca histórica.



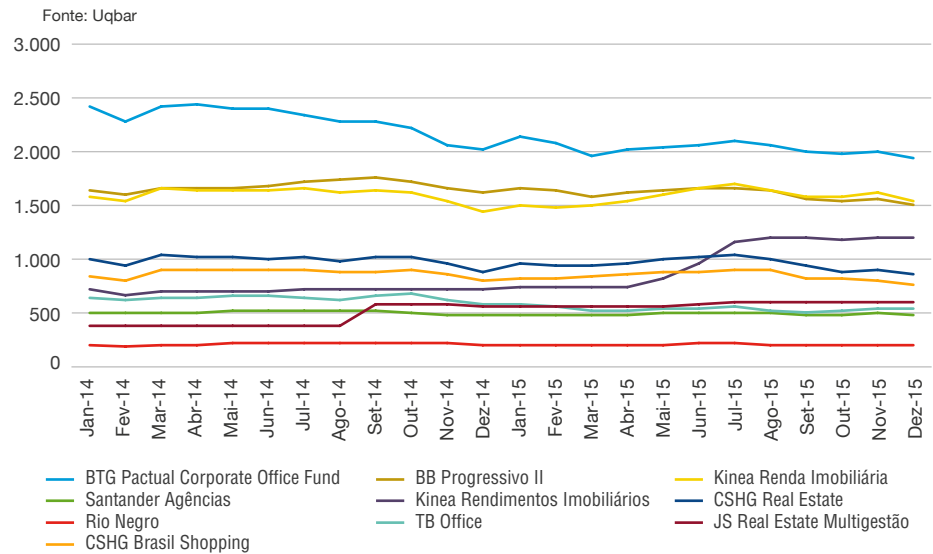
O volume de negócios com cotas de FII na BM&FBOVESPA ao longo de 2015 indica manutenção dos números referentes a 2014, no nível de R\$400,0 milhões mensais, como se observa pela **figura 32**. O desempenho extraordinário em dezembro de 2015 foi determinante para que, em caráter anual, o montante referente a 2015 superasse o de 2014. Isto se deve principalmente às trocas de mãos das cotas do BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11), que em apenas um dia registrou R\$182,1 milhões em negócios, perfazendo R\$275,3 milhões no mês. O número de negócios ao longo de 2015 desenhou trajetória um pouco mais elástica do que o montante negociado. No primeiro mês de 2015 o número de negócios chegou a apenas 48.709, atingindo o menor nível mensal desde novembro de 2012, quando haviam sido registrados 32.952 negócios. Em contraste com esse último fato, em 2015 por duas vezes seguidas foram batidos os recordes históricos de número de negócios mensais, em junho (167.362) e em dezembro (172.391). Adicionalmente, por cinco meses no ano este indicador se fixou acima da marca dos 100.000 negócios, marca que, historicamente, só havia sido superada em um mês de 2014.



Adiante, a **figura 33** exibe o histórico da capitalização de mercado individual, nos anos de 2014 e 2015, dos dez fundos que apresentaram o maior nível do índice de negociabilidade em 2015, um parâmetro que mede a liquidez considerando-se tanto o montante negociado como o número de negócios. A maioria dos dez fundos mais líquidos desenhou lenta perda de algum valor de capitalização de mercado ao longo de 2015. A exceção cabe aos FII Kinea Renda Imobiliária (KNRI11), JS Real Estate Multigestão (JSRE11) e Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11). Este último, um fundo de renda fixa, realizou sua terceira emissão de cotas, e por isso seu aumento mais expressivo de capitalização de mercado.

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

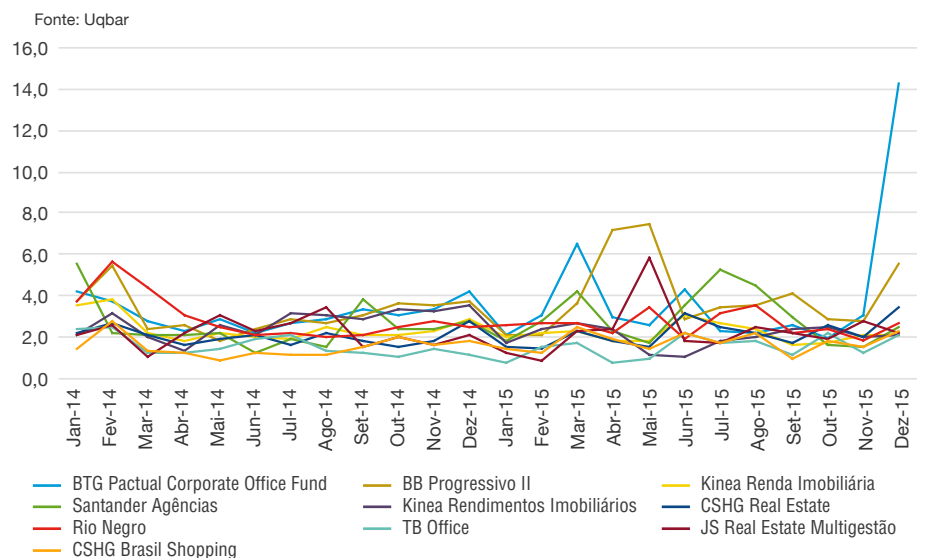
FIG. 33



A evolução durante os últimos dois anos do *float* mensal individual do mesmo grupo de dez fundos, como retrata a **figura 34**, registra que em 2015 este indicador permaneceu relativamente estável. O *float* mensal é definido como a medida percentual da capitalização de mercado de um fundo que é negociada em termos de montante em determinado mês. Neste grupo de fundos, o *float* médio mensal tem se fixado na marca dos 2,5%. Os dois fundos que recorrentemente são o de maior *float* são o FII BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) e o BB Progressivo II (BBPO11). A razão do elevado *float* do BRCR11 em dezembro de 2015 é resultado do excepcional e já mencionado aumento do montante negociado no mesmo mês.

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

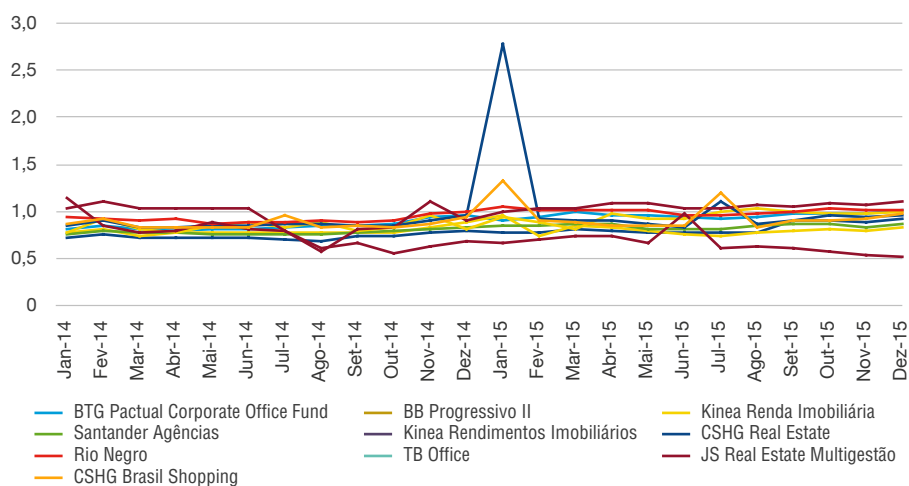
FIG. 34



Os dez fundos mais líquidos registraram gradual elevação do quociente percentual entre montante distribuído e capitalização do mercado, ao longo dos últimos dois anos. O histórico do rendimento mensal individual, ilustrado pela **figura 35**, indica que o patamar se elevou para a maioria dos fundos, em parte pela redução da capitalização de mercado vista anteriormente. Em relação ao FII TB Office (TBOF11), este é o único fundo com visível redução do nível de distribuição. A Renda Mínima Garantida (RMG) do fundo encerrou-se em junho de 2014, e aproximadamente um terço do imóvel permaneceu vago em 2015, o que impactou a receita com locações.

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

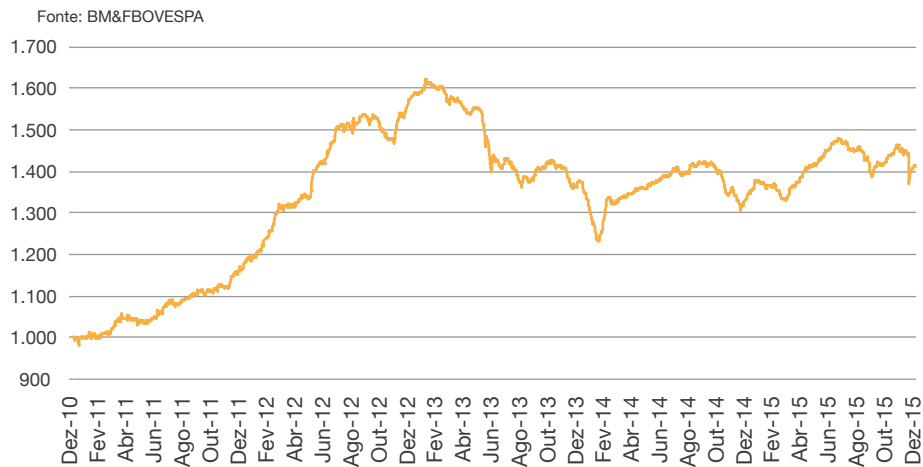
FIG. 35



O Índice setorial de FII, o IFIX, criado pela BM&FBOVESPA em setembro de 2012 de forma retroativa a dezembro de 2010, tem a vantagem de refletir a dinâmica do mercado como um todo. O índice, que contabiliza de forma conjunta a rentabilidade oriunda na variação de preço das cotas e nos rendimentos distribuídos, atingiu em março de 2015 o ponto mínimo no ano, 1.330 pontos, e desde então descreveu trajetória quase ininterrupta de alta, resvalando os 1.500 pontos em julho. Mas ao longo do mês de setembro, refletindo o movimento ascendente e concomitante da curva de juros da economia em seus pontos de médio prazo, este índice desenhou queda acentuada, voltando a ficar abaixo da barreira dos 1.400 pontos. Nos dois meses que antecedem dezembro o IFIX ainda ensaiou recuperação, mas foi interrompido por nova queda em meados de dezembro, em virtude da iminência de alteração legislativa de cunho tributário com alto potencial de impactar o mercado. Ainda assim, entre o último dia de 2014 e o de 2015 o IFIX saltou dos 1.337 pontos para os 1.409 pontos, ou 5,4%, em trajetória exibida pela **figura 36**.

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

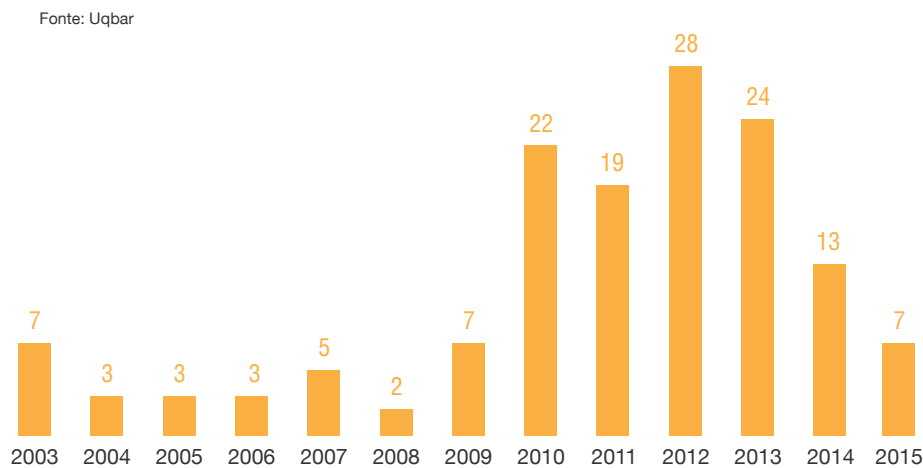
FIG. 36



O ano de 2015 apresentou o menor número de novos fundos autorizados a ter suas cotas negociadas em bolsa desde 2008, como se observa na **figura 37**. Durante o ano, apenas sete novos fundos foram autorizados a ter suas cotas negociadas na bolsa, pouco mais da metade do número conquistado em 2014. Dos novos fundos que ingressaram no mercado secundário em 2015, apenas dois apresentaram desempenho de liquidez não negligente, conforme aponta a **tabela 3**.

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

FIG. 37



FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA em 2015* – Liquidez e Variação de Preço das Cotas

TAB. 3

Fundo	Ticker	Início de Negociação	Preço de Emissão (R\$)	Preço Dez/15 (R\$)**	Variação (%)	Montante Negociado (R\$)	Número de Negócios
BANESTES Recebíveis Imobiliários	BCRI11	01/07/2015	100,00	98,32	-1,68	7.504.204	1.714
Bradesco Carteira Imobiliária Ativa – Fundo de Fundos	BCIA11	26/05/2015	100,00	97,81	-2,19	1.146.348	66
Brasil Varejo	BVAR11	26/05/2015	100,00	138,01	38,01	8.455	9
LCI Premium	FLCI11	03/02/2015	10.000,00	11.564,03	15,64	40.106.891	491
Terra Santa	TSF11	06/10/2015	1,32	1,43	8,56	496.154	88

* Embora registrados em 2015, os fundos BB Recebíveis Imobiliários (BBIM11) e CSHG Top FOFII (TFOF11) foram excluídos pois não apresentaram nenhuma negociação no ano.

** Preço médio de negociação em dez/15 ponderado por montante negociado. Para o fundo Brasil Varejo (BVAR11) foi considerado o preço médio de jun/15.

Análise Setorial

As carteiras dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) são compostas de maneira heterogênea, com variações de composições em termos de tipo, número, tamanho e diversificação de ativos. Pelo grau de preponderância entre estes ativos nas respectivas carteiras, pode-se segmentar os FII em diferentes categorias segundo o tipo de seus ativos, tendo cada carteira de fundo um perfil de risco inerente à natureza dos ativos alvo que a compõem. Esta segmentação possibilita a análise e o entendimento de diferenças e particularidades das categorias de ativo, investigando-se as razões para disparidades de desempenho em duas dimensões distintas: o mercado primário e o mercado secundário.

A categoria mais representativa do mercado é a de Imóveis, que, dada sua composição própria tão diversificada, se faz necessária, em seu nível, mais uma sub-categorização, representada principalmente por Escritórios e Shopping Centers. Além destes dois grupos de FII, um terceiro merece destaque. A partir de 2008, com a edição da Instrução CVM Nº 472 (ICVM 472), os FII passaram a contar com a possibilidade de investir preponderantemente em títulos ligados ao setor imobiliário. Assim, desde então, a categoria que investe neste tipo de ativo se mostrou em franca expansão, se tornando este terceiro grupo relevante de FII, chamado Renda Fixa, o qual também é estudado nesta seção.

Em resumo, a análise setorial que se intenta depreender divide os fundos negociados na BM&FBOVESPA em quatro grupos de fundos: Escritórios, Shopping Centers, Renda Fixa e ainda o grupo de todos os fundos restantes, denominado Outros. Quando pertinente, também são apresentados os dados consolidados do mercado para fins comparativos.

O volume de emissões de cotas de FII negociados na BM&FBOVESPA, segmentado por categoria de ativo, revela o grau da mudança de paradigma enfrentado por este mercado nos últimos anos. Este movimento, note-se, ocorre atrelado a um quadro maior de revés macroeconômico, que se refletiu, por sua vez, no mercado imobiliário. O incremento vertiginoso do número de lançamentos de imóveis, especialmente de tipo corporativo, ocorrido no esteio da expansão do mercado imobiliário brasileiro, acabou por desaguar em uma situação que se prefigura desde 2014, caracterizada pelo excesso de estoque. Isto porque, em paralelo, com a deterioração das condições macroeconômicas, a demanda por imóveis se arrefeceu, como também se agravou a saúde financeira de boa parte das empresas brasileiras. Em 2015, tornou-se flagrante o aumento da vacância e de casos de inadimplência envolvendo locatários de FII que investem preponderantemente em Imóveis, sem contar situações de rescisão antecipada do contrato de locação ou de renegociação de seus termos.

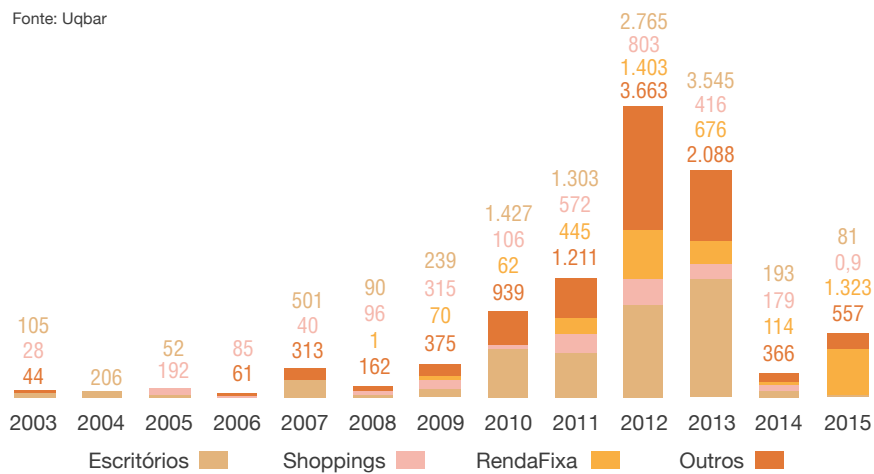
O efeito desta conjuntura se fez sentir em ambas as dimensões do mercado de FII. Como mostra a **figura 38**, o montante consolidado de emissões em 2015, R\$1,96 bilhão, mesmo tendo mais que duplicado em relação a 2014, quando foram emitidos R\$852,5 milhões em cotas, não encontra paralelo com o nível alcançado em 2013, 2012 ou mesmo 2011. A cifra referente a 2015, por sua vez, foi atingida principalmente pelas emissões dos FII classificados sob a categoria Renda Fixa, que representam mais da metade do total de emissões do ano. O número chegou a R\$1,32 bilhão, tendo mais do que decuplicado em relação a 2014. Com isso, indica-se que o apetite do investidor por FII que investe em imóveis, notadamente Escritórios, se reduziu consideravelmente. Em 2015, o grupo dos fundos que investem em escritórios realizou emissões de apenas R\$81,3 milhões, o menor patamar desde 2006.

Comparativamente, enquanto os FII de Imóveis estão sujeitos a episódios de vacância e inadimplência, como já mencionado, os fundos de Renda Fixa investem de forma decisiva em LCI e CRI. O primeiro tem remuneração normalmente atrelada à Taxa DI, e é garantido, sob determinadas condições, pelo FGC, enquanto o segundo é muitas vezes atualizado monetariamente por algum índice de inflação, e o *spread* adicionado tem se elevado nos últimos anos, como se verá adiante.

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

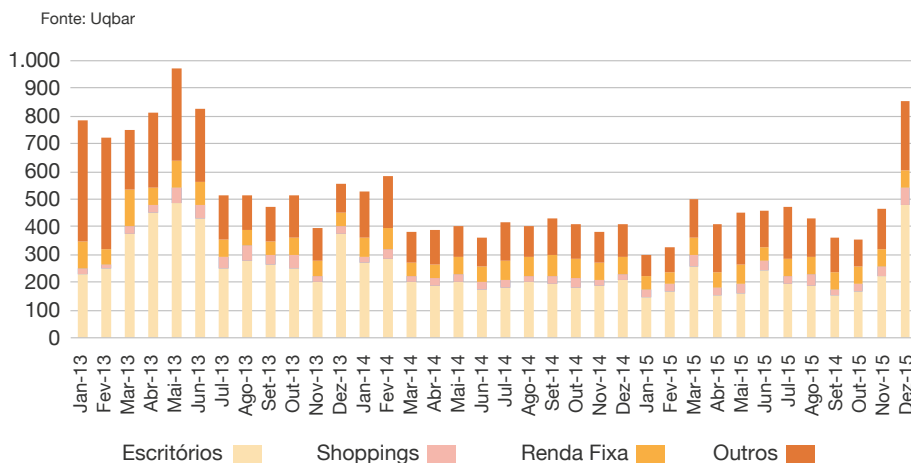
FIG. 38

Fonte: Uqbar

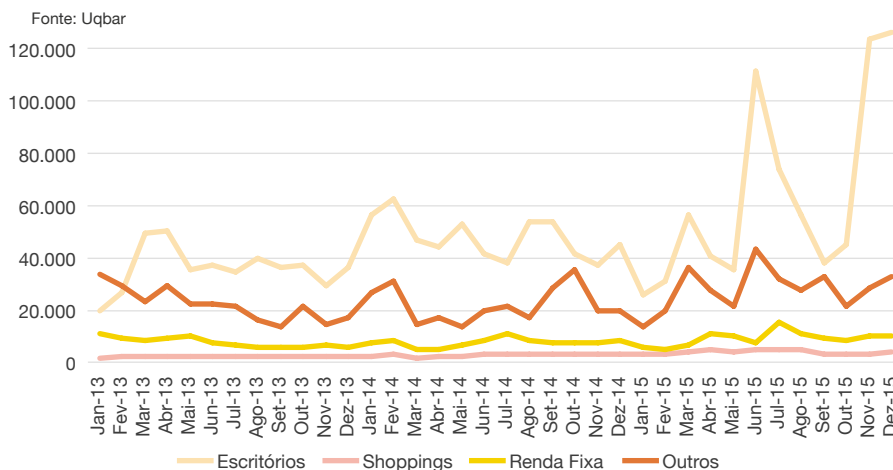


No âmbito do mercado secundário, em 2015 houve relativa continuidade de uma tendência verificada desde 2014. No quadro geral, o montante negociado mensal permaneceu no mesmo patamar nestes dois anos, ao redor dos R\$400,0 milhões, e o número de negócios mensais alternou, em 2015, entre períodos de baixa e de expressiva alta, sem se consolidar em um patamar específico. O significativo aumento do montante negociado em dezembro de 2015 foi devido a transações envolvendo cotas de apenas um fundo. Os fundos de Escritórios auferem, tradicionalmente, pouco menos da metade do montante e do número de negócios ocorridos mensalmente, mas a tendência, pelo menos no primeiro caso, parece declinante, apesar desta categoria ter registrado mais de 100 mil negócios mensais em três oportunidades distintas. Os fundos de Shopping Centers têm movimentado entre 4,6% e 9,6% da cifra mensal em 2015, em tendência crescente, e média de 4,2% do número de negócios, enquanto os fundos de Renda Fixa auferem participação equivalente a 14,0% do montante e 9,6% do número de negócios mensais. O montante e o número de negócios envolvendo cotas de FII da categoria Outros equivaleram, em média, a aproximadamente 30,0% do total. A **figura 39** apresenta a evolução histórica mensal do montante de negócios dos FII por tipo de ativo, enquanto a **figura 40** faz o mesmo para o indicador de número de negócios mensais.

Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões) FIG. 39



Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo FIG. 40



A evolução da capitalização de mercado consolidada nos três últimos anos, ilustrada pela **figura 41**, mostra uma trajetória que reflete parte do comportamento observado em relação ao mercado primário, e se combina com a queda registrada no preço das cotas. Os fundos de Escritórios mantêm-se como a categoria de maior representatividade, mas em 2015 encolheu sua participação no total, tal qual ocorreu com os fundos de Shopping Centers. No sentido contrário, a capitalização de mercado dos fundos classificados na categoria Outros se expandiu em quase um terço, e ao final de 2015 já aúfere fatia bastante próxima daquela conferida aos fundos de Escritórios. A categoria Outros reúne fundos que investem em lojas individuais, como agências bancárias, e fundos que adquirem cotas de outros FII, por exemplo. A capitalização de mercado dos fundos de Renda Fixa, por sua vez, cresceu 63,3%, conquistando maior espaço frente ao total.

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

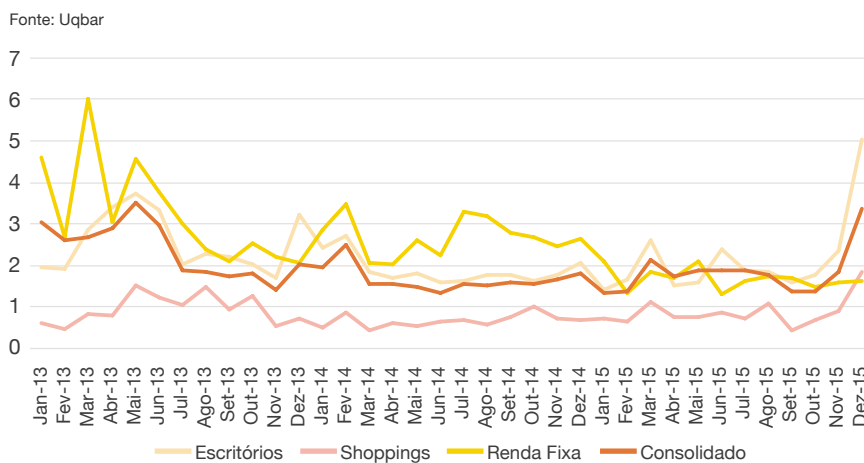
FIG. 41



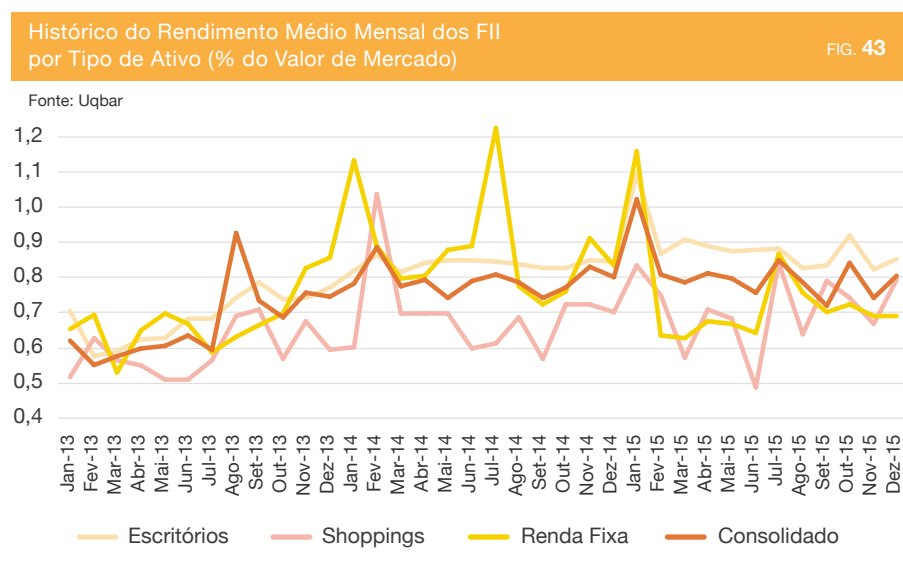
A **figura 42**, a seguir, apresenta o histórico do *float* mensal médio dos FII por tipo de ativo, desde janeiro de 2013. O indicador oferece uma perspectiva ponderada da liquidez das respectivas categorias, sendo resultante da divisão do montante negociado pela respectiva capitalização de mercado. Nos últimos três anos os fundos de Shopping Centers são os que têm apresentado o menor nível de *float*, à exceção de dezembro de 2015, quando ultrapassou os fundos de Renda Fixa. Esta última categoria manteve o *float* mensal médio oscilando acima de 1,3% ao longo de todo 2015, próximo da média mensal consolidada do mercado. Os fundos de Escritórios registram média mensal ligeiramente superior, registrando média de 2,1% em 2015.

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

FIG. 42



O rendimento mensal médio dos fundos negociados na BM&FBOVESPA, ponderado pela capitalização de mercado, apresenta uma trajetória ascendente, como retrata a **figura 43**. Isto é um reflexo, em parte, do movimento de queda de preços das cotas dos fundos. Sobre os FII de Renda Fixa, há o impacto sazonal da atualização monetária, que ocorre em base mensal, do saldo devedor dos CRI, instrumento que compõe grande parte das carteiras deste tipo de fundo. Além disso, os CRI também têm a correção monetária de valor do seu principal preponderantemente distribuída como rendimentos. Na contramão do mercado, esta categoria de fundos foi a única entre as consideradas a registrar redução do nível de rendimento relativo pago, em parte devido ao aumento do preço de suas cotas. Eventuais impactos do aumento da vacância ou inadimplência parecem ter sido absorvidos pela significativa redução dos preços das cotas dos FII de Escritórios. Os FII de Shopping Centers, por sua vez, desfrutam de um rendimento médio mensal inferior às demais categorias, não superando a marca de 0,85% em 2015.



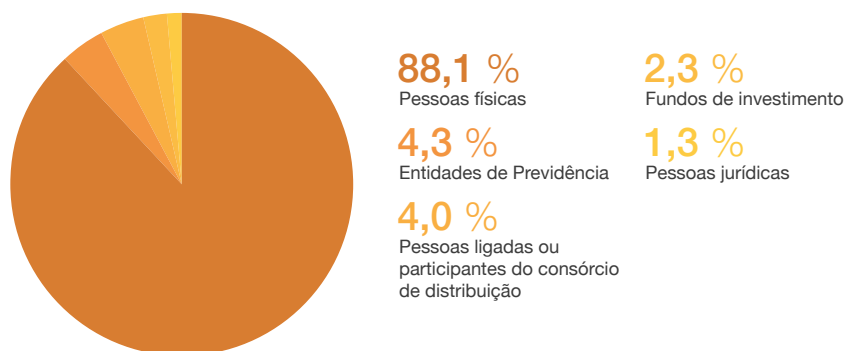
Investidores

A composição dos investidores do mercado primário de cotas de FII, elaborada com base em Anúncios de Encerramento aos quais a Uqbar obteve acesso, correspondem a 73,5%, ou R\$1,44 bilhão, do total de emissões realizadas ao longo de 2015. A análise, retratada na **figura 44**, só considera as emissões realizadas por FII com cotas listadas para negociação no mercado secundário da BM&FBOVESPA.

Composição do Montante Emitido de FII em 2015 por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 44

Fonte: Uqbar



Atraídos pela possibilidade de investir indiretamente no setor imobiliário e também pela isenção tributária nos ganhos de rendimentos, os investidores pessoas físicas povoaram o mercado primário de cotas de FII de tal forma que esta classe é recorrentemente aquela que mais tem adquirido este tipo de cota nos últimos anos. E 2015 não foi diferente, com 88,1% do montante emitido considerado na análise tendo sido adquirido por pessoas físicas.

O afluxo de investidores pessoas físicas ocorre mesmo no contexto de desempenho relativamente fraco dos preços das cotas de FII no mercado secundário ao longo de 2015. Contudo, se supõe que os principais adquirentes de cotas de FII em 2015, são, em essência, investidores que já possuíam investimentos anteriores nestes títulos e estão ampliando suas respectivas carteiras. Indício desse fato está no número total de pessoas físicas que detêm cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA. Após chegar ao máximo de 101.710 investidores em dezembro de 2013, o número vem, desde então, lenta e gradualmente se reduzindo, até ter atingido 88.952 pessoas físicas em dezembro de 2015.

As Entidades de Previdência, categoria que inclui os fundos de pensão brasileiros, conquistaram a segunda colocação entre as maiores classes de investidores de FII em 2015. A distância para o primeiro colocado, no entanto, é significativa, com apenas 4,3% do total de cotas emitidas tendo sido adquiridas por esta classe. Este percentual se aproxima daquele conferido à classe Pessoas ligadas aos participantes do consórcio de distribuição da oferta, que alcançou fatia de 4,0% do total. A classe Fundos de Investimento encerrou 2015 tendo adquirido 2,3% do montante emitido, ao passo que quando se trata da classe Pessoas Jurídicas, este percentual se reduz para 1,3%.

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)

Os Fundos de Investimento em Participações (FIP), tal qual concebidos pelo regulador, têm como objetivo primordial a exposição do seu cotista e do seu gestor a uma carteira de companhias abertas e/ou fechadas nas quais exercem influência relevante na gestão e na definição estratégica e buscam, através de ganhos qualitativos na prática de governança e no desenvolvimento corporativo, aumento de valor. Na prática, uma parcela não desprezível dos 763 FIP em operação ao fim de dezembro de 2015 –que somam patrimônio líquido de R\$188,41 bilhões– têm finalidades distintas, como, por exemplo, a gestão patrimonial familiar e o planejamento fiscal.

A não existência de uma norma específica abordando a divulgação das demonstrações financeiras dos FIP e a menor exigência informacional são parte da explicação da realidade da composição atual do universo FIP. Este cenário, no entanto, está prestes a sofrer uma mudança. Em audiência pública até 16 de março de 2016 estão duas minutas de normas elaboradas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que pretendem substituir as Instruções CVM Nº 209, 278, 391, 406 e 460, relacionadas aos FIP. Pela proposta, ficariam consolidadas, em uma única instrução, as regras em vigor que dispõem sobre as várias modalidades de fundos, tais como FIP de Infraestrutura e de Pesquisa e Desenvolvimento e Inovação. Além disso, seriam criadas três novas classes de FIP: Capital Semente, Empresas Emergentes e Investimentos no Exterior.

A outra minuta, relativa às demonstrações financeiras, segmenta os FIP em dois grandes grupos: os fundos de investimento que se qualificam como entidades de investimento e aqueles que assim não se qualificam. Para que sejam entidades de investimento, os fundos devem atender a critérios cumulativos, dentre os quais está a atribuição do desenvolvimento e gestão da carteira do FIP a um gestor qualificado, que deve possuir plena discricionariedade na sua atuação. Também são indicados critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e divulgação de informações nas demonstrações contábeis.

Termos e Condições

Fundo de Investimento em Participações

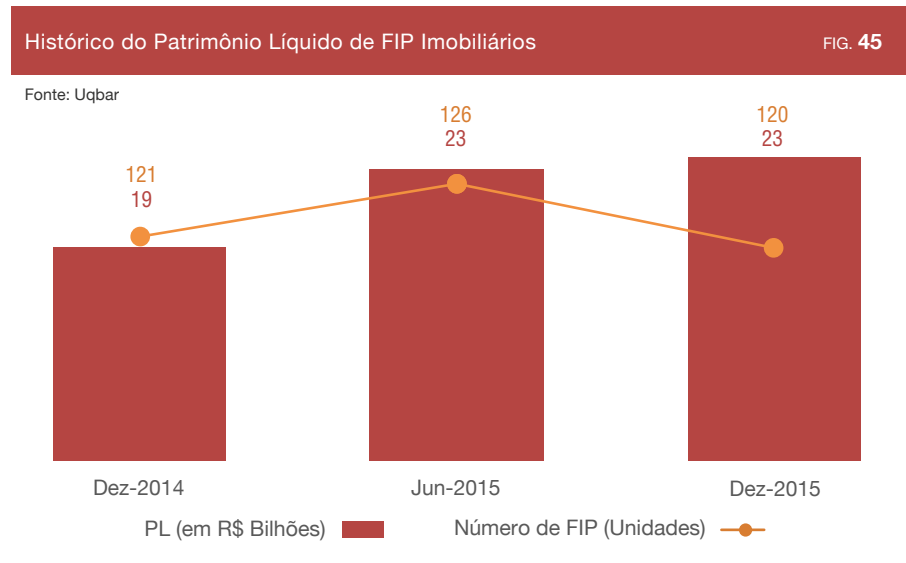
Descrição	
	Comunhão de recursos captados destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas (“Ativos”).

<u>Forma e Registro</u>	Constituídos sob a forma de condomínio fechado, seus regulamentos devem dispor sobre o prazo de duração, assim como, as condições para eventuais prorrogações. A constituição e funcionamento dos FIP dependem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo que a constituição é concedida automaticamente mediante entrega de conjunto de documentos e informações previstas na Instrução CVM nº 391/03.
<u>Política de Investimento</u>	(i) Investimento deve permitir ao FIP participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração. (ii) O regulamento do FIP deve estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias que podem ser objeto de investimento pelo FIP. (iii) Em regra no mínimo 90,0% de patrimônio líquido do FIP deverá estar aplicado em Ativos, no prazo estabelecido no regulamento do FIP e que não poderá ser superior ao último dia útil do 2º mês subsequente à integralização dos recursos.
<u>Participação nas Decisões</u>	A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer das seguintes maneiras: (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas; ou (iii) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.
<u>Tipo de Investidor</u>	Destinado exclusivamente a investidores qualificados, condição que deve ser verificada pelo administrador no ato da subscrição de cotas.
<u>Cota de Fundo de Investimento em Participações</u>	
<u>Descrição</u>	Cotas de FIP são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.
<u>Emissor</u>	Fundo de Investimento em Participações.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural e nominativa.
<u>Classe</u>	O regulamento pode admitir a existência de uma ou mais classes de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais de voto para as matérias que especificar, assim como também pode atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo.
<u>Série</u>	As cotas não são divididas em séries.

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

Apesar do quadro do setor em evolução transformativa, os FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário se estabelecem como uma importante fonte de financiamento do setor no Brasil, em dimensão comparável, inclusive, aos Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

Ao final de 2014, contabilizando-se todos os perfis de carteira, existiam 121 FIP Imobiliários em operação, que somavam PL consolidado de R\$19,41 bilhões, como aponta a **figura 45**. O número saltou para 126 fundos em operação já ao fim de junho de 2015, mês em que o PL deste grupo de fundos se fixava na marca de R\$22,79 bilhões. No fim de 2015 os FIP Imobiliários em operação se reduziram para 120, a despeito de novo incremento no valor consolidado de PL, que subiu para R\$23,28 bilhões, cifra que representa 12,4% do PL de todo o universo de FIP contabilizado em dezembro.



SECURITIZAÇÃO

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

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

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



BRAZILIAN SECURITIES.

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

A Brazilian Securities conquistou o reconhecimento do mercado pela alta qualificação em gestão, capacidade financeira, tecnologia e integração de processos.

Alia a solidez de um grande grupo econômico à geração de valor aos clientes.

Inovação e pioneirismo, juntos, para aumentar os seus resultados.

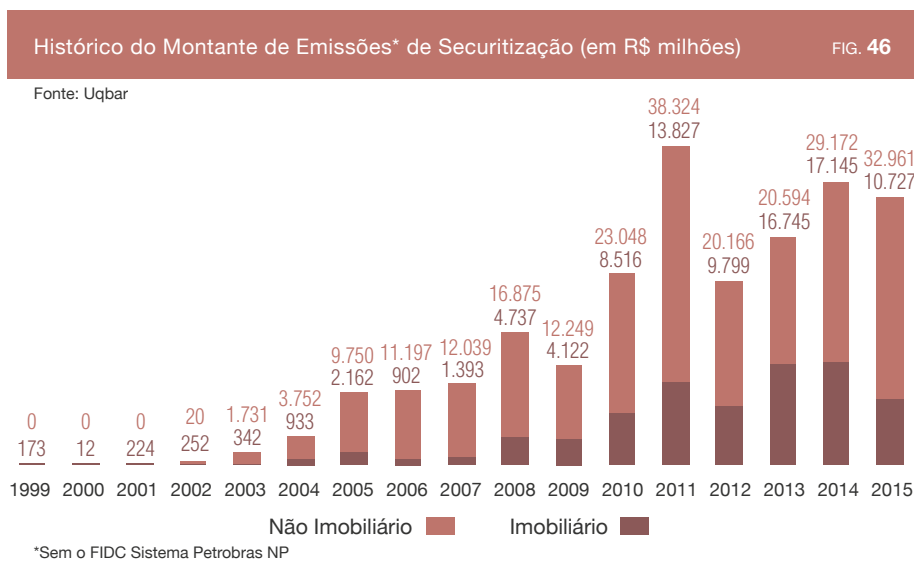
*MASTER SERVICER RATING RMS2+.

O mercado de securitização é composto pelos seguintes títulos: as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Este é um mercado em franca expansão nos últimos anos, mas que ainda se situa em estágio muito aquém de seu potencial cheio.

Em 2015 não houve crescimento do montante consolidado em emissões de securitização quando comparado a 2014. Pelo contrário, registrou-se pequena redução nesta comparação. Ainda assim, o nível alcançado pelas emissões anuais de securitização em 2015 se firma como o terceiro melhor resultado desde 1999.

Ao contrário do que ocorreu em 2013 e 2014, quando o montante de emissões de securitização tendo como lastro direitos creditórios oriundos do setor imobiliário atingiu consecutivamente suas máximas históricas, sendo assim o principal motor da ampliação do montante emitido no total do universo de securitização, em 2015 o que sustentou o volume de emissões de securitização foram as operações com lastro em direitos creditórios oriundos de setores que não o imobiliário. Isto se explica pelo crescimento exponencial do montante emitido de CRA nos últimos anos, equivalendo-se, em 2015, à metade do mercado primário de CRI, e pela retomada do crescimento do mercado de FIDC.

A **figura 46** apresenta a evolução anual das emissões de títulos de securitização segmentadas entre as de lastro imobiliário e de lastro não-imobiliário, de 1999 a 2015. Observa-se a diminuição acentuada das emissões de securitização não-imobiliária entre 2011 e os anos de 2012 e 2013, com posterior reversão do movimento em 2015. A participação dos FIDC no montante total de securitização de recebíveis imobiliários reflete o papel mais residual deste veículo neste tipo de securitização, que é preponderantemente realizado através de operações de CRI, como se verá adiante nesta seção.



No âmbito das emissões de securitização com lastro imobiliário, a marca de que este mercado se desenvolve de modo ainda aquém de seu potencial se obtém da comparação com outra importante fonte de financiamento imobiliário. Enquanto as emissões de securitização com lastro imobiliário atingiram R\$10,73 bilhões em 2015, o aumento do saldo em estoque de LCI na CETIP no mesmo período, um indicador razoavelmente comparável, alcançou R\$39,64 bilhões.

O indesejado que se conclui da comparação acima resulta da precariedade estrutural do título sendo mais utilizado. As LCI são um instrumento de passivo bancário que, descasado de seu lastro tanto em termos de prazo quanto de tipo de remuneração, se apresenta como uma alternativa de segunda ordem para o financiamento imobiliário. Nesse sentido, as operações de CRI se provariam as mais adequadas para este tipo de financiamento. Como os fluxos de pagamento dos CRI são diretamente oriundos dos fluxos de pagamento dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro, as operações destes títulos são casadas, entre ativo e passivo, em relação a prazo e tipo de remuneração. Os CRI tendem a ser títulos de duração mais longa e de remuneração não atrelada à taxa DI (Depósito Interfinanceiro), se configurando opções de investimento mais apropriadas para investidores de longo prazo, ideais para o financiamento imobiliário. Por fim, o risco incorrido em um investimento em CRI é mais associado à qualidade e ao formato dos créditos imobiliários sendo financiados e que formam seu lastro, e não à qualidade de crédito de todo um balanço bancário, como ocorre no caso das LCI.

Restritas às operações de securitização imobiliária, as **figuras 47 e 48** apresentam a evolução das emissões deste segmento do mercado por tipo de ativo-lastro e por tipo de devedor, respectivamente.

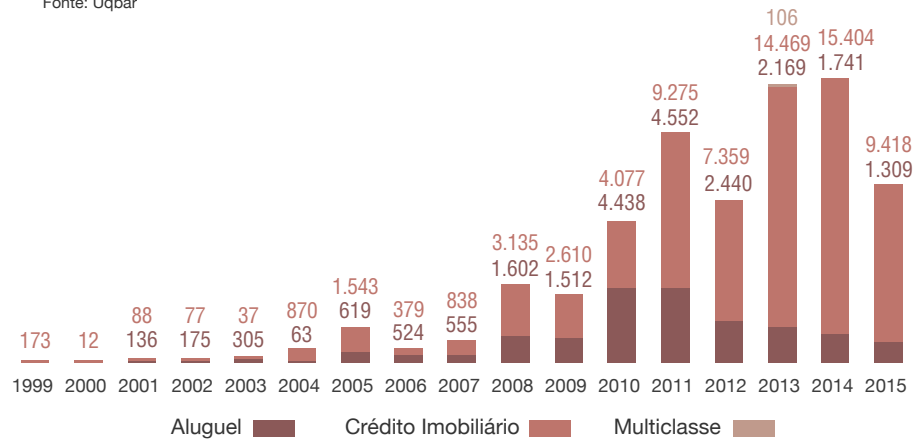
Em 2015 as emissões lastreadas em Aluguel ganharam terreno em termos de participação, mesmo com sua retração em termos absolutos, quando cotejado com 2014. Esta classe de ativo-lastro representou 12,2% do total emitido nas operações de securitização imobiliária em 2015, contra 10,2% em 2014. Já as emissões lastreadas em Crédito Imobiliário somaram participação equivalente a 87,8% do total de 2015, em parte devido à diminuição das operações de crédito imobiliário de tipo corporativo no segundo semestre do ano.

Quanto ao tipo de devedor predominante nas emissões de securitização em 2015, parece não ter havido modificações muito significativas ante o cenário visto em 2014. A maioria dos devedores das operações de securitização imobiliária realizadas em 2015 pertence à categoria Pessoa Jurídica, representando 80,8% do total, contra 84,7% em 2014. A categoria Pessoa Física auferiu participação de 19,0% em 2015, depois de ter registrado 15,3% no ano anterior.

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

FIG. 47

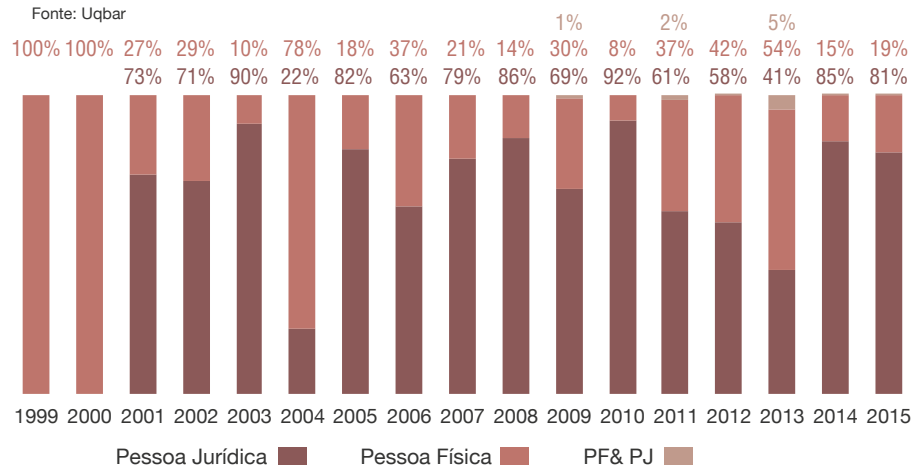
Fonte: Uqbar



Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Devedor

FIG. 48

Fonte: Uqbar



CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é o principal título de securitização do mercado de capitais brasileiro voltado para o segmento imobiliário. As operações de CRI, tal qual concebidas pelo legislador, apresentam características estruturais adequadas para contribuir de forma relevante com a expansão sustentável do financiamento ao setor imobiliário brasileiro. Contudo, embora se constate uma patente evolução de mercado nos últimos 16 anos, principalmente em termos de dimensão e crescente atendimento à demanda por crédito imobiliário, restam ainda importantes questões a serem superadas.

Um dos principais desafios para o desenvolvimento robusto do mercado de CRI diz respeito ao grau de transparência praticado nas operações deste título. De forma geral, os dados e informações prestados pelos participantes das operações, espontaneamente ou sob obrigação regulamentar, ainda carecem de avanços importantes quanto à tempestividade, à forma e ao conteúdo, além de melhorias em relação à completude e à correção.

O Informe Trimestral de Securitizadora (ITS), documento obrigatório criado pela Instrução CVM nº 520 e o mais frequente do segmento, embora contenha informações indispensáveis, é geralmente divulgado mais de um mês após o fim de cada trimestre, não fazendo jus a um mercado potencialmente dinâmico como o de CRI. Neste arranjo, informações de inadimplência podem levar quase quatro meses até se tornarem disponíveis. Além disso, a forma como são apresentadas as informações contidas no ITS impede a análise evolutiva temporal e a consolidação de dados de períodos distintos referentes a indicadores de uma única série de CRI. Tais imperfeições, se não reparadas de forma customizada e trabalhosa pelo seu usuário, tornam ociosos os dados apresentados no ITS e impactam a precisão de mensurações de desempenho passado de operações individuais e de indicadores consolidados do mercado.

Poderia se argumentar que o estágio atual da prática de transparência no mercado de CRI reflete a ainda limitada participação neste de operações de lastro pulverizado. Como se verá adiante, parcela ainda pequena dos títulos emitidos tem como devedores do seu lastro pessoas físicas, marca primordial associada a um nível maior de dispersão que pode ser encontrado em carteiras de crédito imobiliário. Operações que têm como devedores pessoas jurídicas tendem a tornar certos tipos de informação de lastro prescindíveis, não raro apoiadas em classificações de risco corporativas ou exposição de risco do próprio originador e partes relacionadas. Quanto mais numeroso de devedores é um lastro de CRI e mais numerosa e diversificada –incluindo institucionais– é a sua base de investidores, maior será a necessidade de se praticar a transparência informacional, que, por sua vez, será decisiva para o desenvolvimento do mercado.

Termos e Condições

<u>Descrição</u>	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.
<u>Emissor</u>	Somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
<u>Lastro</u>	<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>
<u>Garantia</u>	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá ainda contar com instituição do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRI contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.
<u>Regime Fiduciário</u>	Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio comum do Emissor até que se complete

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

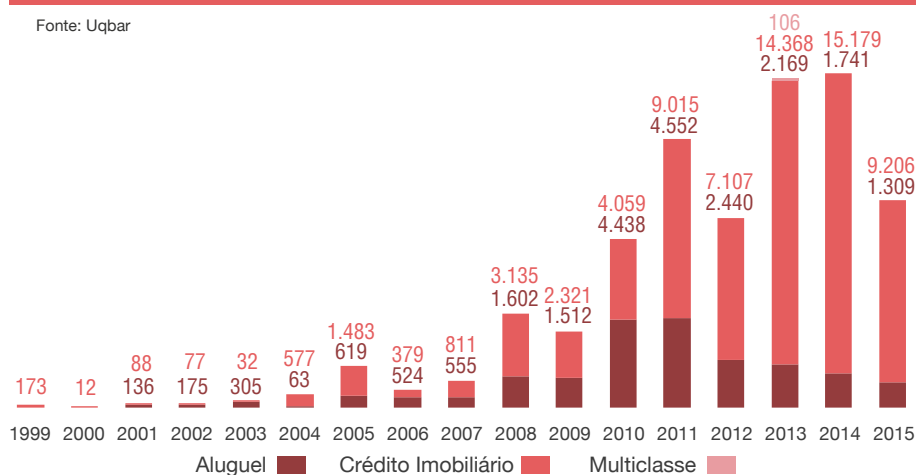
Embora se verifique redução do montante consolidado de CRI emitido em 2015 frente ao ano anterior, este mercado já atingiu e consolidou dimensões tais que o credenciam, inquestionavelmente, ao status de alternativa relevante de financiamento imobiliário no país. As emissões consolidadas de CRI alcançaram em 2015 a cifra de R\$10,51 bilhões. A redução é da ordem de 37,9% quando comparada ao desempenho de 2014, de R\$16,92 bilhões, que se destacou por ser o recorde histórico deste indicador.

Segmentada em termos de classes de ativo-lastro, tal qual ilustra a **figura 49**, as emissões de CRI de Crédito Imobiliário somaram, em todo 2015, o montante de R\$9,21 bilhões, ou 87,6% do total. Esta participação é comparável àquela referente a 2014, de 89,7%. Quanto à classe Aluguel, em 2015 a mesma respondeu por 12,4% do montante emitido total, contra 10,3% em 2014. Desde 2011, após resolução do Conselho Monetário Nacional, a tendência tem sido de queda, em termos absolutos e em termos de participação, da fatia referente às operações de CRI lastreados em contratos de locação. A resolução impossibilitou a utilização de investimentos em CRI lastreados em aluguéis para fins de enquadramento como financiamento imobiliário nas exigibilidades referentes ao direcionamento dos recursos captados via SBPE. Por fim, não foram emitidos CRI em 2015 cujo ativo-lastro fosse enquadrado como Multiclasse.

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

FIG. 49

Fonte: Uqbar



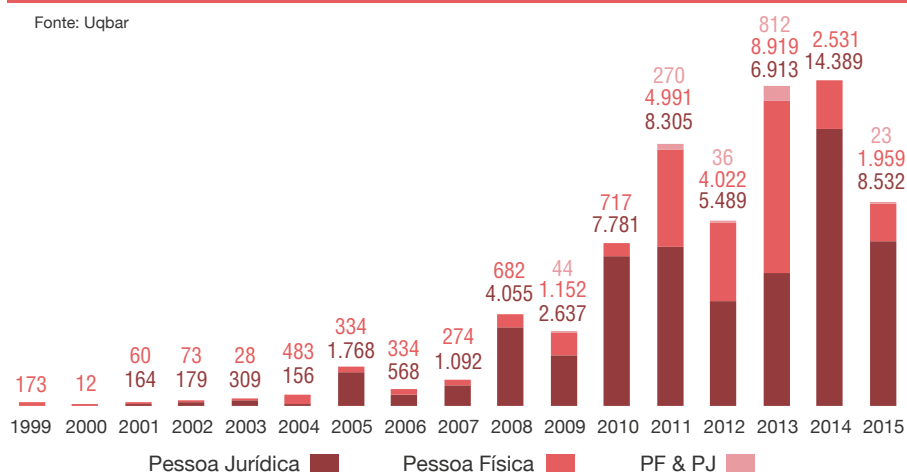
Na ponta do devedor do lastro dos CRI, os recebíveis imobiliários devidos pela classe Pessoa Jurídica reduziram sua participação no total emitido para 81,1% em 2015, depois de terem atingido 85,0% em 2014. Como se observa pela **figura 50**, as pessoas físicas, por sua vez, se caracterizaram como devedores de 18,6% do montante emitido em 2015, aumento de mais de três pontos percentuais frente ao ano anterior, quando registrou-se a marca de

15,0%. Neste quesito, a publicação e entrada em vigor da Resolução nº 4.410 do Conselho Monetário Nacional, em 28 de maio de 2015, parece implicar uma mudança de perfil dos devedores no lastro das operações de CRI em um curto horizonte de tempo. A norma extinguiu a possibilidade de que investimentos em CRI com lastro composto por financiamentos imobiliários fora do formato do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) sejam enquadrados, para fins de exigibilidade regulamentar, no direcionamento de recursos captados via caderneta de poupança. No período logo anterior à publicação desta nova norma parece ter havido um acúmulo de emissões de CRI, os quais contaram, naquele período, em sua ampla maioria, com lastro em Crédito Imobiliário cujos devedores são pessoas jurídicas e que não se enquadram no âmbito do SFH –operações estas cujo investimento em seus CRI até então eram elegíveis para fins de direcionamento regulamentar de recursos captados junto à caderneta de poupança e que, quase sempre, tinham como investidores os seus próprios originadores. No segundo semestre, entretanto, já se identificou maior presença de CRI cujo lastro são pessoas físicas.

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

FIG. 50

Fonte: Uqbar

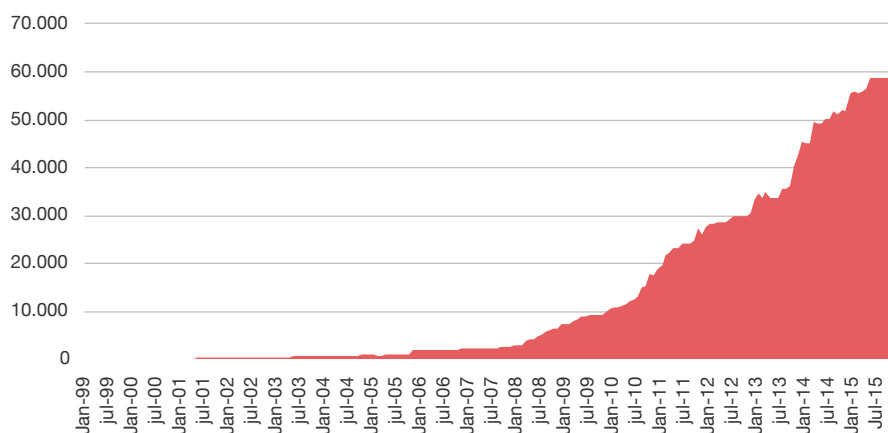


Por ser um título de médio e longo prazo, refletindo o prazo típico de duração de seu lastro composto por financiamentos imobiliários, os CRI apresentam montante em estoque na CETIP em elevação em um cenário de crescimento de emissões e depósitos anuais. O montante em estoque de CRI atingiu R\$60,63 bilhões ao final de 2015, sendo esta nova marca 8,9% superior ao nível de um ano antes, quando este indicador se encontrava em R\$55,69 bilhões. Como se observa na **figura 51**, em 2013 e 2014 o estoque de CRI cresceu de forma intensa, resultado da cifra expressiva do montante emitido nestes anos.

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

FIG. 51

Fonte: CETIP

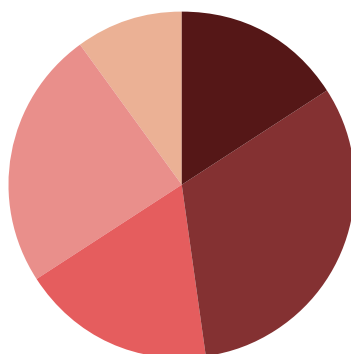


Como é reiterado neste Anuário, o prazo de vencimento dos CRI seria ao menos harmonioso aos prazos dos empréstimos imobiliários que compõem o seu lastro, normalmente de médio e longo prazo. A **figura 52** dá a medida desta composição na prática. Do total emitido de CRI em 2015, 52,2% correspondem a títulos de prazo de vencimento superior a dez anos da data de emissão. Dentro desta fatia predominam os CRI que vencem entre quinze e vinte anos, com 24,2% do montante emitido total. Contudo, a mesma figura registra que a faixa de prazo de maior percentual individual é aquela referente aos CRI com prazo de vencimento de cinco a dez anos, auferindo participação de 31,8% do total. Isto se compara com o prazo médio das LCI, título de financiamento ao setor imobiliário concorrente dos CRI, que circula ao redor dos dois anos.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2015 por Faixa Final de Prazo (% de Montante)

FIG. 52

Fonte: Uqbar



16,0%
até 5 Anos

24,2%
de 15 a 20 anos

31,8%
de 5 a 10 anos

9,9%
acima de 20 anos

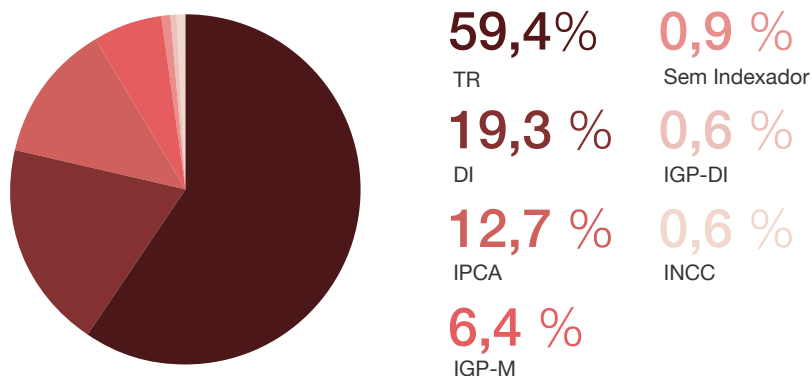
18,1%
de 10 a 15 anos

A **figura 53** demonstra a composição das emissões de 2015 por tipo de indexador utilizado para efeito de remuneração dos títulos. A maior parte do montante emitido em 2015 se refere a CRI que têm a Taxa Referencial (TR) como indexador de remuneração, 59,4%. A Taxa DI é o indexador instituído em CRI que representa 19,3% do montante emitido em 2015. Em seguida, outros 20,3% do mercado primário se referem àquelas emissões que tiveram como indexadores de remuneração índices de inflação, principalmente o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com 12,7% do total emitido. Emissões de CRI sem indexador somaram 0,9% do total.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2015 por Indexador (% de Montante)

FIG. 53

Fonte: Uqbar

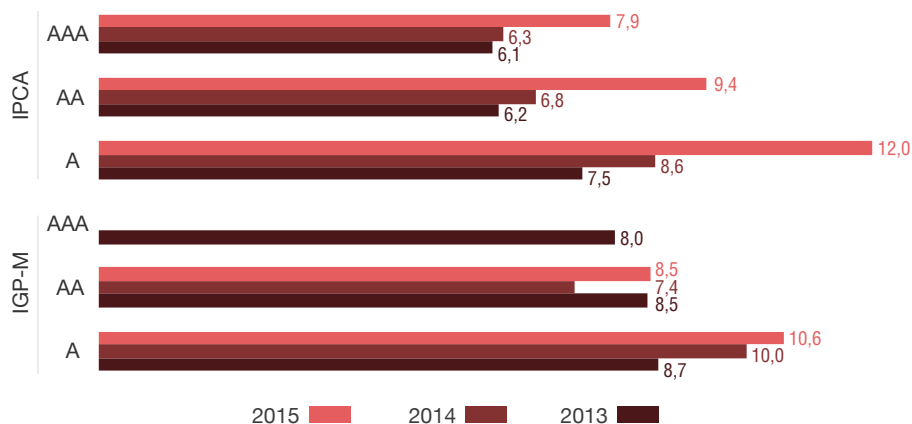


De forma inédita neste Anuário, a **figura 54** retrata o *spread* médio dos CRI por indexador e por níveis de risco de crédito. A análise, por sua vez, se limita pelo número relativamente baixo de emissões com classificação de risco por tipo de indexador e pela não consideração do efeito do prazo das operações no seu valor de *spread*. O contexto se dá pela trajetória de alta paulatina da taxa básica de juros da economia (Selic), de 2013 –quando iniciou o ano com meta de 7,25%– a 2015, quando já marcava 14,25%. Assim, os CRI emitidos com remuneração indexada aos principais índices de preços aumentaram seus *spreads* de forma mais relevante entre 2013 e 2014, e mais pronunciadamente em 2015. Como seria o comportamento esperado, títulos com nota de risco de crédito inferior entre as consideradas apresentaram maior elasticidade. O *spread* associado aos CRI indexados ao IPCA e classificados com a nota ‘A’ elevou-se 450 pontos base entre 2013 e 2015, enquanto para aqueles também indexados a este índice, mas classificados com a nota ‘AAA’, o aumento foi de 184 pontos base.

Spreads Médios por Indexador (% a.a.)

FIG. 54

Fonte: Uqbar



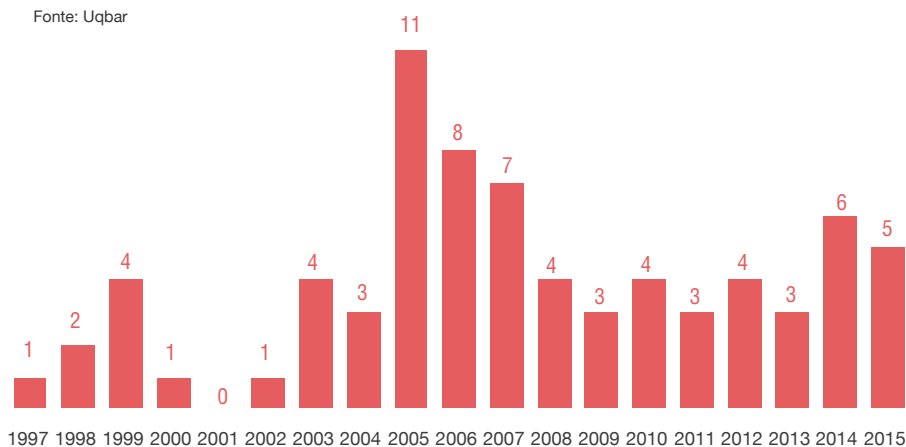
Emissores

Ao longo de 2015 cinco novas Securitizadoras Imobiliárias foram incorporadas ao rol daquelas que obtiveram registro de funcionamento concedido pela CVM. Nenhuma destas novas securitizadoras, entretanto, realizou alguma emissão de CRI já neste mesmo ano. Junto com as seis Securitizadoras Imobiliárias que obtiveram registro em 2014, estas são as duas melhores marcas anuais dos últimos oito anos, como se observa pela **figura 55**. O número total de Securitizadoras Imobiliárias em funcionamento só não sofreu um incremento, pois se constatou um significativo número de cancelamentos de registros em 2015.

Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM

FIG. 55

Fonte: Uqbar



Em 2015, 19 securitizadoras realizaram emissões de CRI, duas a menos comparativamente ao ano anterior, em que 21 securitizadoras realizaram emissões –o recorde histórico para este indicador. As cinco Securitizadoras

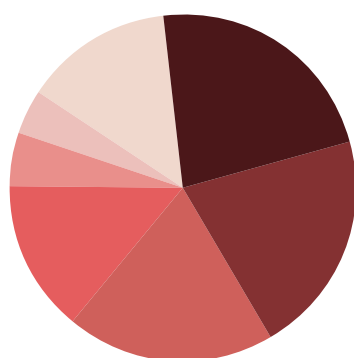
Imobiliárias que mais emitiram em 2015 foram responsáveis por 82,2% do total, comparável ao percentual auferido em 2014, 81,2%.

No histórico acumulado de operações realizadas de CRI desde 1999 registra-se um total de 45 securitadoras que já emitiram este título no período. A RB Capital –junção da RB Capital Companhia de Securitização e RB Capital Securitizadora– manteve-se na liderança, sendo a responsável pelo maior montante emitido desde 1999, R\$18,95 bilhões, correspondendo a 21,0% do total. A Cibrasec difere em pouco mais de R\$1,00 bilhão da primeira colocada, conquistando fatia equivalente a 19,9% do montante emitido nos últimos 17 anos.

As **figuras 56** e **57** mostram, respectivamente, a participação das Securitadoras Imobiliárias por montante emitido de CRI em 2015 e de forma acumulada desde 1999.

Participação no Montante de Emissões em 2015 por Securitizadora Imobiliária FIG. 56

Fonte: Uqbar



22,8 %

RB Capital

5,2 %

Habitasec

20,8 %

Cibrasec

4,1 %

SCCI

19,4 %

Barigui

13,7 %

Outros

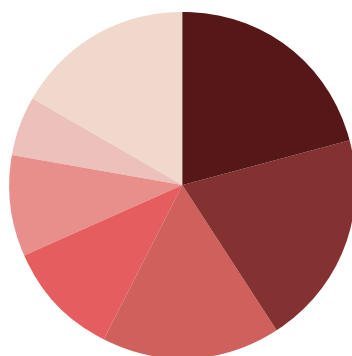
14,1 %

Ápice

Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária

FIG. 57

Fonte: Uqbar



21,0 %

RB Capital

9,3 %

Ápice

19,9 %

Cibrasec

5,6 %

Barigui

16,6 %

Brazilian Securities

16,5 %

Outros

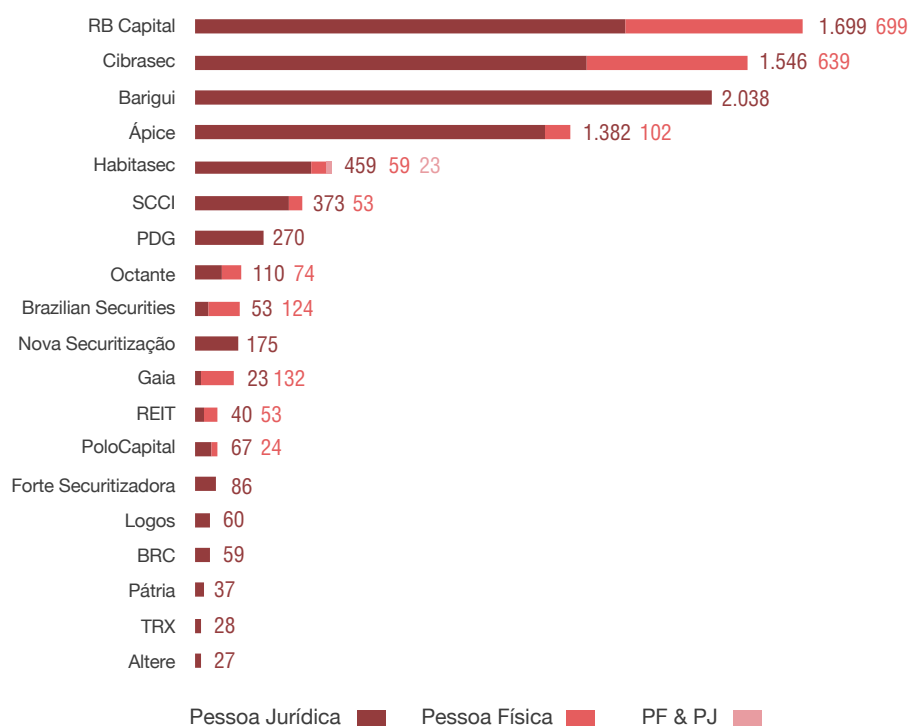
11,1 %

Gaia

Relativamente aos montantes emitidos de CRI por Securitizadora Imobiliária em 2015 segmentados por tipo de devedor, retratados pela **figura 58**, nota-se que há uma tendência geral que subjaz neste mercado. Os CRI nos quais o lastro é devido por aqueles identificados como Pessoa Jurídica predominam neste mercado, correspondendo à maioria absoluta das emissões em 2015, equivalente a 81,1% do total. O restante é dividido entre as emissões devidas por Pessoas Físicas e aquelas cujo lastro é devido por pessoas de ambos os tipos.

Individualmente, porém, algumas Securitizadoras Imobiliárias registram participação referente aos CRI devidos por Pessoas Físicas significativamente acima da média. Mais da metade do montante emitido em CRI pela REIT, Gaia e Brazilian Securities se tratam de emissões com este tipo de devedor, e mesmo entre as securitizadoras que mais emitiram em 2015, RB Capital e Cibrasec, a participação dos CRI devidos por Pessoas Físicas é da ordem de 29,0% do respectivo montante emitido no ano.

Montante Emitido pelas Securitizadoras Imobiliárias por Tipo de Devedor (em R\$ milhões) FIG. 58



Cedentes

A segmentação do universo de cedentes de operações de CRI por tipo de devedor de cada operação para as quais cederam créditos faz notar a continuidade da tendência já verificada em anos anteriores: predominância das empresas de Atividade Imobiliária, em relação tanto às operações cujos devedores são pessoas jurídicas (CRI PJ) como àquelas cujos devedores são pessoas físicas (CRI PF). Esta é a categoria que inclui empreendedoras, loteadoras, incorporadoras, empresas de shopping centers, entre outras, mas exclui construtoras, e sua predominância está em linha com o perfil esperado em relação à composição de cedentes de operações de securitização imobiliária no Brasil.

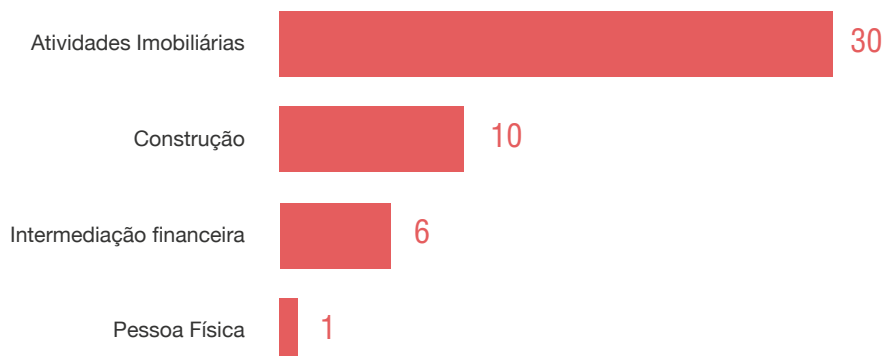
No âmbito dos CRI PF computam-se 47 diferentes cedentes, sendo aqueles pertencentes à categoria Atividades Imobiliárias a maior parcela deste número, 63,8%. Por sua vez, as empresas de construção registram o segundo maior percentual, 21,3%. Foi o incremento no segundo semestre de 2015 das operações com este perfil –devidas por pessoas físicas e tendo construtoras como cedente– que estimulou o aumento do número total de cedentes. Instituições Financeiras e Pessoas Físicas –um fato pouco usual tendo em vista o histórico deste mercado– são as atividades de 12,8% e 2,1% do número de cedentes de CRI PF.

Relativamente aos CRI PJ, atuaram 51 diferentes cedentes nas operações emitidas em 2015, sendo a maioria classificada também sob a categoria Atividades Imobiliárias, com 76,5%. Em segundo lugar estão as empresas de intermediação financeira, compondo 17,6% do total de cedentes de CRI PJ. Esta é uma categoria concentrada em poucos bancos, fundos de investimento e companhias hipotecárias. Uma única instituição tem capacidade de atuar como cedente em diversas operações, como são os casos do Itaú Unibanco –que participou como cedente em 34 operações– e da Domus Companhia Hipotecária, com 14 operações. Agricultura & Pecuária, Construção e Serviços representam, cada um, 2,0% do número de cedentes.

As **figuras 59 e 60** apresentam as distribuições do número de cedentes de CRI Pessoa Física e CRI Pessoa Jurídica, respectivamente, por tipo de atividade econômica destes, para as operações realizadas durante o ano de 2015.

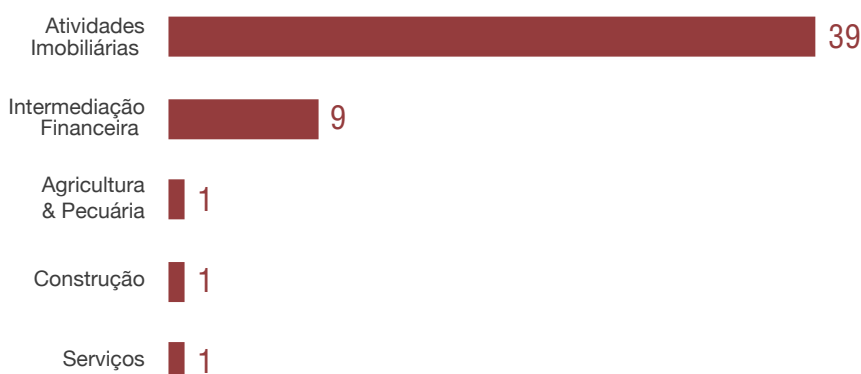
Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2015 FIG. 59

Fonte: Uqbar



Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica - Ano 2015 FIG. 60

Fonte: Uqbar



Mercado Secundário

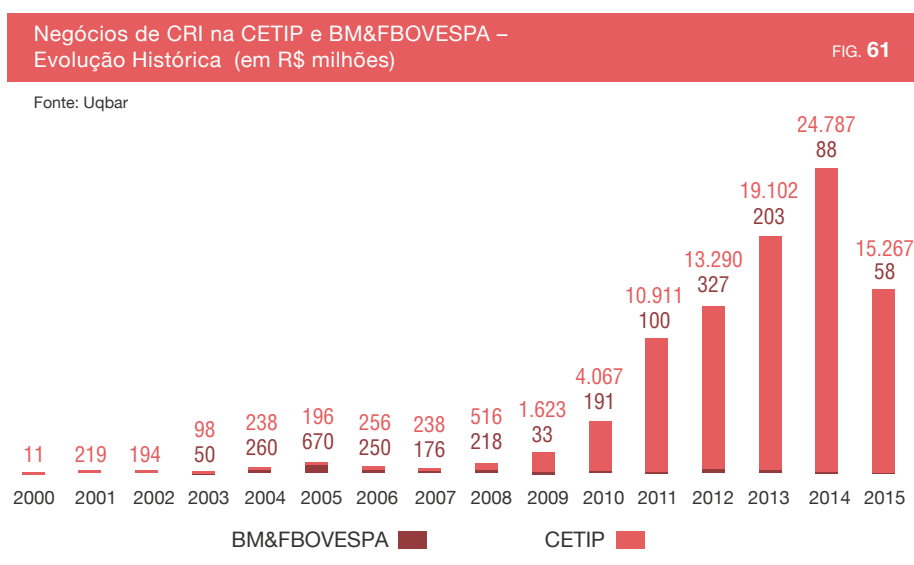
Em linhas gerais, as negociações com CRI seguem uma tendência previamente desenhada pelo movimento de emissões deste mesmo título. Assim, a redução, ou elevação, do montante emitido de CRI em determinado ano precipita deslocamento similar do indicador de montante negociado deste título. Em paralelo, há a própria dinâmica da maturação do mercado secundário, que ocorre de forma cada vez mais pronunciada.

Tal qual o montante emitido de CRI em 2015, o montante anual de negócios deste título, composto pela soma dos negócios registrados na BM&FBOVESPA e na CETIP, também recuou quando comparado a 2014. O montante consolidado total de negócios ocorridos em ambas as câmaras em 2015 assinalou R\$15,33 bilhões. No ano anterior esta cifra havia sido de

R\$24,88 bilhões, a melhor marca histórica deste indicador. A composição entre ambos, por sua vez, se manteve estável: apenas 0,4% do montante negociado com CRI toma lugar na BM&FBOVESPA.

Em 2015 ocorreram na BM&FBOVESPA negócios que somaram apenas R\$57,8 milhões, menos do que o registrado em 2014, de R\$88,2 milhões. O montante consolidado de negócios na CETIP atingiu R\$15,27 bilhões, tendo se reduzido 38,4% na comparação com o desempenho auferido em 2014, da ordem de R\$24,79 bilhões, redução, a seu turno, compatível com o verificado em termos do montante emitido de CRI.

A **figura 61** retrata a evolução histórica anual do montante consolidado de CRI negociado, decomposto entre os volumes de negócios que foram registrados na CETIP e aqueles realizados na BM&FBOVESPA.



Parcela mais representativa do montante total de CRI negociado, aquela referente à CETIP, merece ser analisada quanto à natureza destas negociações, especialmente quanto a seu prazo.

Do total do montante negociado conferido à CETIP em 2015, R\$15,27 bilhões, a maior parte se trata de CRI negociados 180 dias ou mais após a data de sua emissão, R\$9,16 bilhões ou 60,0% daquela cifra. Em 2014 o cenário havia sido um pouco diferente. Do total de R\$24,79 bilhões em CRI negociados naquele ano, apenas R\$8,10 bilhões se referiam a negociações ocorridas depois de 180 dias da emissão do respectivo título, o que representou 32,7% do total. Nota-se, portanto, que em relação a esta faixa de prazo das negociações com CRI, na comparação entre 2015 e 2014 não só houve uma ascensão em termos percentuais, mas também ocorreu um aumento absoluto do montante negociado.

Importa analisar as negociações com CRI pela perspectiva da faixa de prazo, pois quanto mais distantes do momento de suas respectivas emissões, mais as transações dos títulos estão associadas com um mercado secundário genuíno, e, por consequência, mais desenvolvido este mercado secundário estaria quanto maior esta parcela fosse representativa do total. Embora haja exceções, as negociações com CRI ocorridas com intervalo de tempo entre a emissão do título e sua negociação inferior a 180 dias constituem transações mais relacionadas ao mercado primário. Por outro lado, supõe-se que a maioria das negociações ocorridas com intervalo de tempo desde a emissão, de mais de 180 dias, esteja genuinamente associada ao mercado secundário.

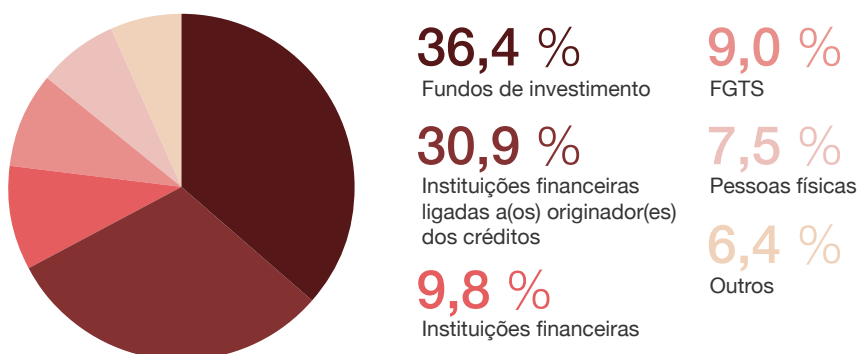
Investidores

A **figura 62**, a seguir, apresenta a composição por classe de investidor do montante adquirido de CRI nas emissões realizadas em 2015. A distribuição teve como base uma amostra correspondente a 63,4% dos R\$10,51 bilhões emitidos no ano, parcela na qual a subsequente análise se baseia. A amostra reflete as operações para as quais a Uqbar obteve acesso aos dados para o mapeamento dos investidores, e tem relação, também, com a pouca quantidade de ofertas públicas sob o regime da Instrução CVM nº 400, que confere nível de transparência superior àquele exigido das ofertas realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 476, sob a qual se realizaram a maioria das operações de 2015.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2015
por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 62

Fonte: Uqbar



A classe de investidor que mais investiu no mercado primário de CRI, em termos de montante, no ano de 2015, é aquela dos Fundos de Investimento. Mais de um terço do montante emitido de CRI foi adquirido por esta categoria

de investidor (36,4%) que inclui os fundos atualmente regulados pela Instrução CVM nº 555, mas também os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), por exemplo. Há indícios de que os FII tenham adquirido uma parcela relevante deste percentual. Os FII que investem em ativos de renda fixa foram os que mais emitiram cotas em 2015, em montante superior a R\$1,0 bilhão. Parte não desprezível desta cifra deve ter sido destinada aos investimentos em CRI, já que este título é, ao lado das LCI, a principal alternativa para composição da carteira dos fundos que se dedicam a ativos de renda fixa. A preferência do mercado de FII por este tipo de ativo é mais bem explicada na seção Análise Setorial relativa às Cotas de FII.

Por sua vez, as instituições financeiras ligadas aos originadores dos créditos foram responsáveis pela aquisição de títulos que somaram 30,9% do montante emitido considerado na amostra. Este percentual se refere a operações em que o cedente dos recebíveis imobiliários que compõem o seu lastro também atuaram como investidores dos títulos emitidos. A centralidade desta classe de investidor demonstra o quanto o mercado primário de CRI ainda é pouco povoado pelos investidores terceiros de mercado. Porém, se observa que esta classe de investidor se precipitou devido às mudanças regulamentares ocorridas na primeira metade de 2015, já citadas neste capítulo, e que encerraram os incentivos normativos que criavam os meios para que a situação descrita fosse costumeira.

Já as instituições financeiras, que não aquelas ligadas aos originadores dos créditos, compõem a terceira colocação entre as principais classes de investidores de CRI, tendo adquirido 9,8% do total emitido. O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), que outrora havia sido o principal investidor de CRI, em 2015 adquiriu apenas 9,0% do montante emitido, ou R\$598,6 milhões, pouco, se comparado à cifra despendida em 2014 para este tipo de investimento, de R\$1,58 bilhão.

A classe Pessoas Físicas foi responsável por adquirir 7,5% do montante considerado. A categoria Outros, combinação de classes como Pessoas Jurídicas, Clubes de Investimento, Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição, além de Entidades de Previdência, somou participação equivalente a 6,4% do montante de CRI referente à amostra de 2015.

COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

Os direitos creditórios que podem compor as carteiras de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) desfrutam do mais amplo conjunto de características. Por consequência, os FIDC são capazes, na mesma medida, de serem utilizados nos financiamentos de diversos setores da economia.

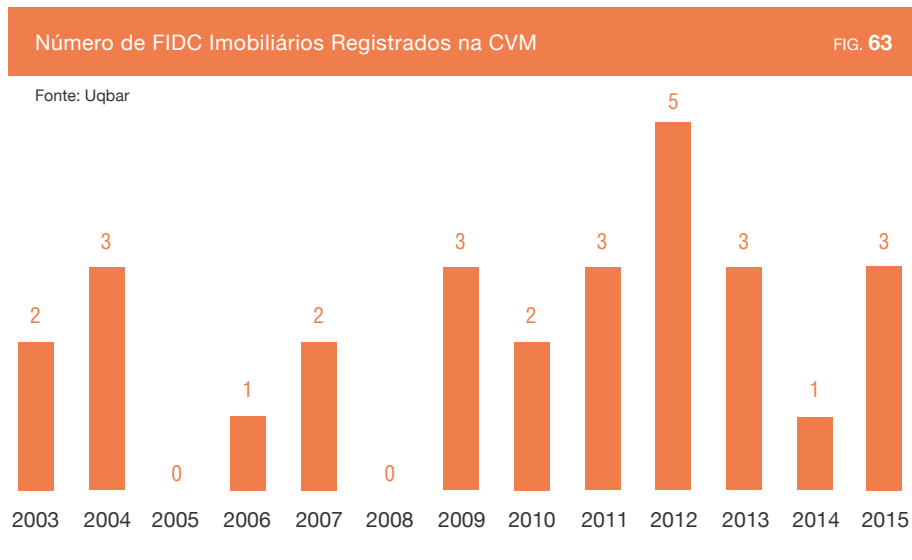
Embora o protagonismo da securitização imobiliária seja conferido ao CRI, os FIDC que investem preponderantemente em crédito imobiliário exercem um papel não desprezível no financiamento deste setor. Quando comparável à indústria toda de FIDC, aqueles Imobiliários representam apenas uma pequena fatia do total. Além disso, apesar de registrar um gradativo crescimento quando medido em termos de Patrimônio Líquido, o ritmo de expansão do conjunto de FIDC Imobiliários ainda se dá em cadência inferior àquele de toda a indústria, resultando no encolhimento desta fatia.

Termos e Condições

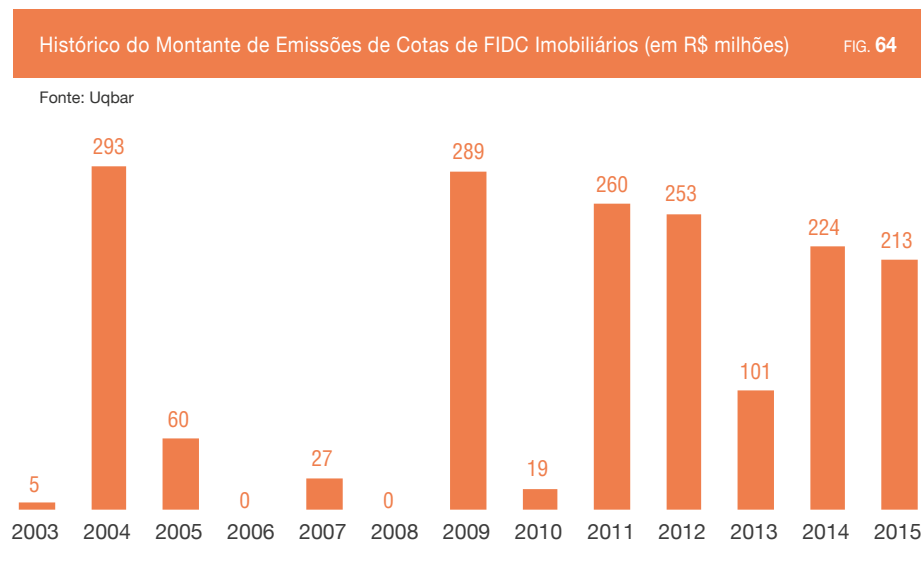
<u>Descrição</u>	Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.
<u>Emissor</u>	Cada FIDC, é uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante de seu Patrimônio Líquido (acima de 50,0%) para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

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

Em 2015, três novos FIDC Imobiliários foram registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O número é duas unidades superior à marca de 2014, e está em linha com a média histórica de registros anuais deste tipo de fundo na autarquia, como ilustra a **figura 63**.



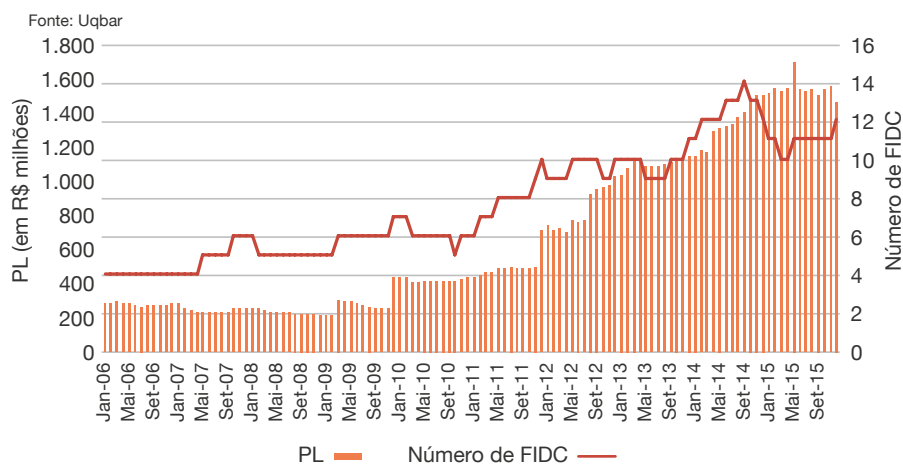
A trajetória do montante em emissões consolidadas de cotas dos FIDC Imobiliários, como exibida pela **figura 64**, se mostra oscilante, mas no longo prazo nota-se uma gradual redução dessa cifra. O recorde de montante emitido de cotas deste tipo de FIDC foi alcançado em 2004, com R\$292,9 milhões. Em 2015 as emissões consolidadas destes títulos somaram R\$212,7 milhões, após terem atingido R\$224,3 milhões em 2014.



O Patrimônio Líquido (PL) consolidado dos 12 FIDC Imobiliários em operação ao fim de dezembro de 2015 atingiu R\$1,45 bilhão, o que denota retração de 2,7% quando comparado ao PL auferido em dezembro de 2014, que havia alcançado R\$1,49 bilhão. Como registra a **figura 65**, a pequena redução do PL consolidado dos FIDC Imobiliários pode ter sido consequência de um movimento um pouco anterior de resgate de alguns fundos, uma vez que o número de FIDC de carteira imobiliária em operação atingiu, no primeiro semestre de 2015, o menor patamar desde novembro de 2013. Vale notar que entre dezembro de 2014 e de 2015 o PL consolidado da indústria como um todo se ergueu em aproximadamente 9,0%, resultando no encolhimento da fatia dos FIDC Imobiliários de 2,8% em 2014 para 2,5% ao fim de 2015.

Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários

FIG. 65



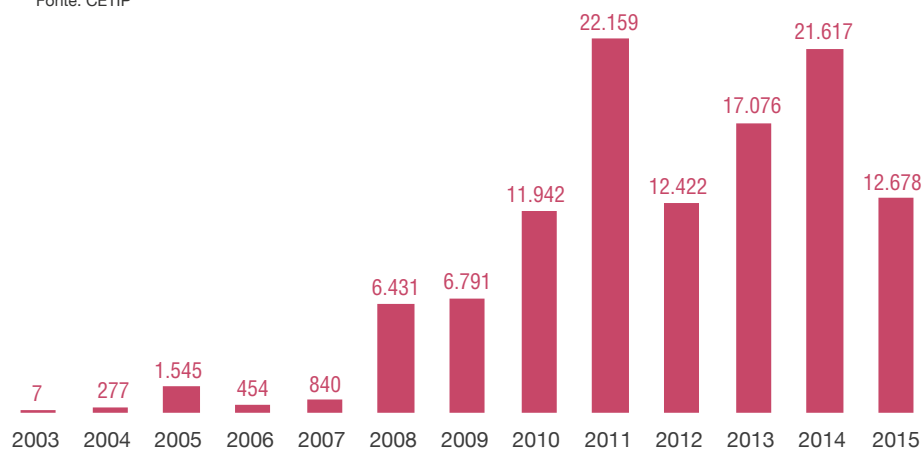
CÉDULAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (CCI)

O ano de 2015 se encerrou com o mercado de Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) registrando um montante depositado na CETIP de R\$12,68 bilhões, cifra que é 41,4% abaixo do volume de depósitos em 2014, de R\$21,62 bilhões, como mostra a **figura 66**. Embora a redução seja marcante, o número para 2015 se firma como o quarto melhor desempenho do montante depositado naquela câmara desde 2003. Além disso, a cifra acompanha, em magnitude similar, a redução do montante de CRI emitido em 2015 frente a 2014.

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

FIG. 66

Fonte: CETIP

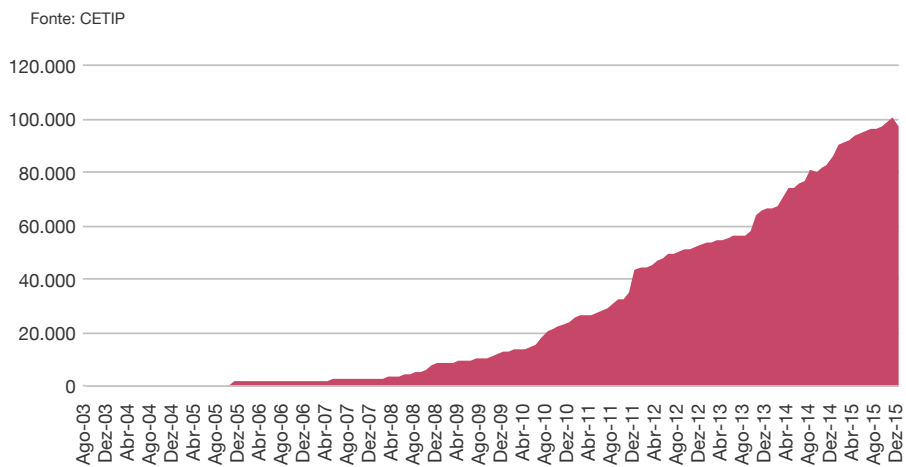


A estreita correlação entre os desempenhos de volume do mercado de CCI e de CRI se pauta pelo uso preponderante do primeiro título como lastro do segundo título. Tal fenômeno se fundamenta no considerável avanço de eficiência operacional nas operações de CRI representado pelo advento da CCI, por meio da simplificação e dinamização do processo de cessão de créditos. Há, assim, uma total predileção pela CCI quando se trata de representar os créditos imobiliários que lastreiam as operações de CRI. Desse modo, espera-se que o comportamento do mercado destes dois instrumentos seja semelhante.

A sincronia entre os mercados de CRI e CCI vale também para o prazo praticado nas emissões de ambos os títulos, que tendem a um perfil de duração mais longa e, em um contexto histórico de emissões e depósitos anuais crescentes, resultam naturalmente em um aumento de estoque dos respectivos títulos. O comportamento deste indicador para as CCI, registradas na CETIP, de ascensão histórica, é ilustrado na **figura 67**. Houve um aumento de 13,0% entre dezembro de 2014 e dezembro de 2015, tendo este indicador subido de R\$86,17 bilhões para R\$97,40 bilhões.

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

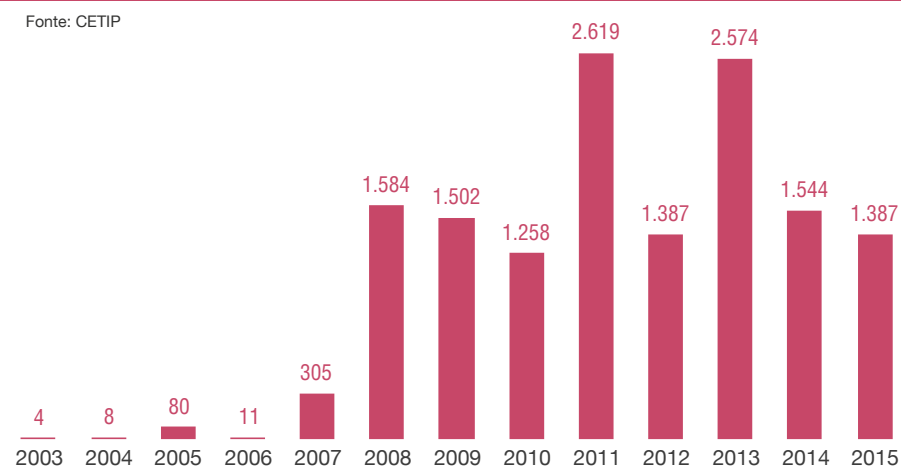
FIG. 67



O montante de negócios com CCI registrados na CETIP apresentou redução em 2015, tendo somado R\$1,39 bilhão. Contra a cifra de 2014 marca-se recuo de 10,2%, uma vez que neste ano haviam sido negociados R\$1,54 bilhão. Salvo pelo desempenho localizado em dois anos apenas, 2011 e 2013, o patamar anual de negociações com CCI registradas na CETIP mostra-se relativamente estável desde 2008, ao redor do R\$1,50 bilhão anual. A **figura 68**, que exibe a evolução anual das negociações de CCI registradas na CETIP, indica, contudo, que o comportamento deste indicador não atua de forma coerente com os outros indicadores citados.

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

FIG. 68



Termos e Condições

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

4 *RANKINGS* DE 2015

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

- tendo como base montante, em R\$, e número de operações ou de títulos;
- para o ano de 2015 e de forma consolidada;
- mostrando as alterações nas posições comparativamente ao *ranking* do ano anterior.



rankings
uqbar

Imparcialidade e independência. A referência nos mercados nacional e internacional.

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

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

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

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



INTRODUÇÃO

Os *Rankings Uqbar* são reconhecidos por apresentarem uma fotografia analítica das profundas transformações pelas quais passam segmentos importantes do mercado de capitais brasileiro. Produzidos desde 2004, os *Rankings* cobrem as emissões (e os emissores) de títulos de crédito e de cotas de fundos de investimento realizadas nos mercados primários, os negócios registrados com estes instrumentos no mercado secundário e os diversos segmentos de prestadores de serviços para os mercados acompanhados pela Uqbar. Neste capítulo é apresentada a edição 2015 dos *Rankings Uqbar* dedicados a mercados de capitais associados ao setor imobiliário¹.

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

Abaixo é apresentada uma análise dos *rankings*, resumindo as principais emissões e movimentações de posicionamento entre os participantes do mercado em 2015. Os critérios utilizados são apresentados após a apresentação de cada *Ranking Uqbar* ou conjunto deles. Exceto quando mencionado especificamente, a data de corte utilizada para a produção destes *rankings* foi 24/02/2016.

MERCADO PRIMÁRIO

CRI

Como já mencionado e analisado neste Anuário, o mercado de CRI sofreu uma contração em termos de montante emitido em 2015. Essa conjuntura foi marcada também por uma redução –embora bem menor que a observada no montante emitido– no número de títulos emitidos: 167 no último ano contra 175 no ano anterior. Como consequência, 2015 registrou uma reversão na tendência observada nos últimos anos de aumento do valor médio de títulos emitidos. Em 2014 o montante médio emitido por CRI havia alcançado R\$96,7 milhões e no ano passado este indicador decaiu para R\$63,0 milhões, nível equivalente ao registrado em 2010 (R\$60,7 milhões), ano que marca o início da tendência de aumento consistente do montante médio emitido por CRI.

¹ Para acompanhar regularmente alguns destes *Rankings Uqbar*, assim como um conjunto de estatísticas decorrentes destes, visite www.tlon.com.br.

Por sua vez, os níveis de concentração do mercado de emissões medidos nos anos continuaram caindo, porém, por razões diferentes. Enquanto que em 2014, a diluição havia sido proveniente de um crescimento de mercado superior ao aumento do tamanho dos maiores CRI emitidos naquele ano, em 2015 a forte redução do montante médio emitido dos títulos é a principal razão. A participação dos três maiores títulos emitidos em 2015 caiu de aproximadamente 33,0% para 17,0%. A queda também é constatável quando se amplia a análise para as dez primeiras colocações (Top 10) no *Ranking* por montante emitido. Enquanto em 2014 os Top 10 haviam respondido por quase a metade de tudo o que foi emitido no ano, em 2015 esse grupo foi responsável por aproximadamente dois quintos do mercado.

Uma análise mais profunda dos Top 10 deste *ranking* revela algumas características importantes do mercado de CRI em 2015. Dentro deste grupo dos dez maiores títulos emitidos no ano, apenas um, a 108ª série da 1ª emissão da RB Capital, recebeu classificação de risco (AA+(bra), Fitch) e não conta com a Taxa Referencial (TR) como indexador. Por sua vez, das nove operações indexadas à TR, apenas três foram realizadas após o advento da Resolução nº 4.410 do Conselho Monetário Nacional (RCMN 4.410), publicada em maio do ano passado. Estas características sugerem que as maiores emissões de CRI de 2015 não foram operações de mercado e que não tiveram como objetivo a captação de novos recursos, mas sim operações estruturadas apenas para o atendimento à exigibilidade regulamentar de direcionamento de recursos captados via caderneta de poupança para o financiamento imobiliário.

Assim como em 2014, o maior CRI emitido em 2015 foi de classe única e emitido pela Cibrasec (251ª série da 2ª emissão). A securitizadora também responde pelos terceiro (252ª série da 2ª emissão) e quarto (254ª série da 2ª emissão) maiores títulos emitidos no ano, ambos também de classe única. Contudo, o montante do maior CRI emitido em 2015, R\$700,0 milhões, foi bem inferior ao do maior de 2014 (R\$2,35 bilhões), tendo sido sua participação de mercado (6,7%) equivalente à metade daquela referente ao maior título emitido de 2014 (13,9%).

O maior título emitido em 2015 tem prazo de 84 meses, paga uma taxa de juros de 8,8%, possui saldo devedor corrigido pela TR e é lastreado em créditos imobiliários representados por uma Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) emitida pelo cedente do lastro, o Banco Bradesco. Por sua vez, os créditos imobiliários representados pela CCI correspondem a uma Cédula de Crédito Bancário (CCB) emitida pela Vale S.A. (Vale) em favor do Banco, por meio da qual este concedeu financiamento para reembolso de gastos, despesas ou dívidas realizadas no período retroativo de até dois anos, contados da data de emissão

da CCB, relacionados a investimentos em obras civis realizadas pela Vale em um imóvel localizado na cidade de São Luís, Estado do Maranhão. A operação conta ainda com a alienação fiduciária do imóvel e aval dado pela Docepar S.A. como garantias. A distribuição dos títulos foi realizada pelo Banco Bradesco BBI, coordenador líder, em conformidade com a Instrução CVM nº 476 (ICVM 476). Em 31 de dezembro de 2015 o CRI, que paga juros e amortizações de principal em bases anuais, contava com um valor consolidado, baseado em seu Preço Unitário (PU) naquela data, de R\$751,4 milhões.

Como a maior emissão do ano não ultrapassou a marca dos R\$890,8 milhões, valor equivalente ao montante emitido do décimo maior CRI já emitido historicamente (13ª série da 1ª emissão da Barigui), não houve alteração nas dez primeiras colocações do *ranking* consolidado, que considera todas as emissões de CRI já realizadas no país desde 1999. Dessa forma, o maior título emitido continua sendo a 17ª série da 1ª emissão da Ápice, CRI de classe subordinada emitido pela securitizadora em 2013. Como consequência desta conservação de posições, a única alteração no *ranking* consolidado foi a redução da participação dos Top 10, que passou de 22,8%, no final de 2014, para 20,1% no ano passado.

Securitizadoras Imobiliárias

O impacto da já citada RCMN 4.410 no mercado primário de CRI foi importante no mercado de Securitizadoras Imobiliárias. Ao se acompanhar a evolução mensal do *ranking* por montante emitido, percebe-se claramente dois períodos distintos ao longo de 2015. Até maio, tudo indicava que duas das três Securitizadoras Imobiliárias líderes no ano anterior –Cibrasec e Barigui– que estavam realizando operações com montantes bem superiores às médias das demais, iriam replicar a história registrada em 2014. Ao final do primeiro semestre de 2015, estas securitizadoras, cada uma com aproximadamente 1/3 do mercado, respondiam em conjunto por 66,5% do montante total emitido no período. Esta era uma situação análoga à da primeira metade de 2014, quando estas mesmas duas securitizadoras contavam com uma participação conjunta de 67,7%. Para se ter uma ideia da distância destas para os demais colocados no *ranking* por montante, ao final de junho de 2015 a terceira colocada –a Ápice– respondia por uma participação de mercado de 10,5% e 12 securitizadoras dividiam entre elas o restante do mercado (23,0%).

Este quadro modifica-se por completo no segundo semestre do ano, quando passam a sobressair emissões de menor monta, mas realizadas em profusão por outras securitizadoras, com destaque para a Ápice e para a RB Capital. Esta última acaba sendo responsável pela metade (50,2%) do total emitido no segundo semestre do ano, o que lhe permitiu assumir, no último mês do ano, a liderança do *ranking* por montante emitido em 2015.

Já o *ranking* baseado no número de operações não apresentou alterações nas três primeiras posições de liderança em comparação com o ano de 2014: Barigui, Ápice e RB Capital mantiveram, respectivamente, as primeira, segunda e terceira posições. A liderança alcançada pela Barigui foi praticamente definida no primeiro semestre. Até maio a securitizadora havia realizado 30 operações, enquanto que a segunda colocada nesta data, a Ápice, contabilizava apenas sete. No entanto, a Ápice, diferentemente da Barigui que só realizou uma única nova operação no último mês do ano, conseguiu manter uma boa frequência de operações durante o ano, terminando 2015 com 21 operações realizadas. A terceira posição no *ranking* por número de operações, alcançada pela RB Capital, só foi definida no segundo semestre. Se na primeira metade do ano a securitizadora havia realizado apenas três operações, nos últimos seis meses de 2015 ela deslançou, finalizando mais 14 operações neste período, o que a levou à já citada liderança do *ranking* por montante e à terceira posição do *ranking* por número de operações.

Finalmente, vale ressaltar que o ano marcou também uma retração, não observada desde 2010, no número de securitizadoras que emitiram CRI durante o período. Em 2015, 19 securitizadoras participaram destes *Rankings Uqbar*, contra 21 no ano anterior.

Se o *ranking* anual por montante trouxe algumas trocas de posição durante o ano, com destaque para a perda da liderança pela Cibrasec no último mês do ano, o *ranking* consolidado foi marcado por uma quase estagnação: as oito primeiras colocações foram mantidas. Enquanto RB Capital e Cibrasec viram suas participações de mercado se manterem praticamente constantes de 2014 para 2015, Brazilian Securities e Gaia, respectivamente terceira e quarta colocadas, viram suas participações serem reduzidas em 2,0 e 1,3 pontos percentuais. Por sua vez, Barigui e Ápice foram as securitizadoras que mais conseguiram ampliar sua participação de mercado, 1,8 e 0,6 ponto percentual, respectivamente. Na extremidade inferior do Top 10, a Habitasec ultrapassou a BRC, terminando 2015 na nona posição.

Quando o critério é o número de operações, as alterações em relação ao ano anterior no Top 10 do *ranking* aconteceram entre a sexta e a oitava posições. Brazilian Securities continua mantendo sua posição histórica de liderança, agora com 242 operações realizadas; porém, esta viu sua participação de mercado também ser reduzida neste critério (2,4 pontos percentuais). Situação similar é também observada para seus dois competidores mais próximos, RB Capital e Cibrasec, que perderam participações de 1,0 e 1,4 ponto percentual, respectivamente. Por outro lado, Barigui e Ápice foram as securitizadoras que mais ganharam participação em 2015, 2,4 e 1,4, respectivamente. A Barigui,

agora na sexta posição, conta com o mesmo número de operações da Ápice² (quinta colocada), e é seguida pela Habitasec, que aumentou sua participação em 0,9 ponto percentual. A PDG perdeu a sexta posição que havia ocupado em 2014, passando a ser a oitava securitizadora que mais realizou operações de CRI no país desde 1999.

Cotas de FIDC Imobiliário

Dez Fundos de Investimento em Direitos Creditórios que investem em créditos imobiliários –conhecidos como FIDC Imobiliários– emitiram cotas durante o ano de 2015. O maior emissor é um fundo que iniciou suas operações em 2015 –o Breof Real Estate Credit– que emitiu R\$113,7 milhões em cotas de classe única. O novo fundo tem como objetivo o investimento em títulos de crédito originados preferencialmente no setor imobiliário (debêntures, CCB) ou lastreado por créditos imobiliários (CCI, LCI, CRI). O segundo maior emissor no ano foi um fundo que entrou em operação em 2011, o Polo Multisetorial NP, que voltou a emitir cotas no ano passado. Este fundo, também com cotas de classe única, captou um total de R\$63,2 milhões durante o ano.

Essas emissões, no entanto, não chegaram a trazer mudanças significativas no *ranking* consolidado dos maiores emissores de cotas de FIDC Imobiliário. O *Caixa RB Capital Habitação* continua sendo o maior emissor neste grupo, posição ocupada desde 2009, com R\$450,0 milhões em emissões.

Cotas de FII

Em um ano marcado por um mercado primário fraco, o *ranking* de 2015 dos maiores emissores de cotas de FII repete, de certa forma, as características já observadas no ano anterior. Dentre os dez maiores emissores de cotas, apenas três fundos têm suas cotas listadas para negociação em bolsa de valores, sendo que em termos de montante emitido, o volume referente a estes três fundos somou R\$1,38 bilhão, ou 34,5% do total emitido pelos dez maiores emissores de cota no ano.

Por sua vez, dentre os dez maiores emissores de cotas de FII, cinco são fundos de renda fixa, dedicados a investimentos em títulos de crédito com origem no setor imobiliário ou lastreados em créditos imobiliários. De fato, os dois maiores emissores no ano se enquadram nesta classe de ativo-lastro: o Votorantim Securities IV, que emitiu R\$1,10 bilhão, e o LCI Premium (FLCI11), que captou R\$865,3 milhões. Em termos de participação, esses dois fundos responderam por 49,1% das emissões dos FII posicionados no Top 10 deste *ranking* e 33,4% do total captado por toda a indústria em 2015.

² O critério de desempate nos *rankings* de número de operações é o montante emitido.

MERCADO SECUNDÁRIO

CRI

Número de negócios e montante negociado de CRI seguiram tendências opostas em 2015. Reflexo de um mercado primário mais fraco, o montante negociado registrado da CETIP e o realizado na BM&FBOVESPA apresentaram uma contração de 38,4%, atingindo R\$15,33 bilhões em 2015 contra, aproximadamente, R\$25,00 bilhões no ano anterior. Possivelmente pela mesma razão, ou seja, uma menor oferta de novos títulos, houve a necessidade de se aumentar o número de negócios com títulos já existentes, culminando, assim, com um novo recorde histórico no número de negócios com CRI, 6.297.

Dentre os dez títulos que registraram o maior número de negócios em 2015, apenas três foram emitidos no ano, os quais responderam por apenas 16,9% do total registrado pelo Top 10. Quando o critério é montante negociado, seis CRI emitidos em 2015 estão entre os dez primeiros colocados neste *ranking*, respondendo por 47,0% do total registrado pelo Top 10.

Vale ainda destacar que os dois primeiros colocados de ambos os *rankings* (montante negociado e número de negócios) são títulos emitidos pela mesma Securitizadora Imobiliária, a Gaia. A 57ª série da 4ª emissão, emitida em 2013, e a 6ª série da 2ª emissão, emitida em 2010, não têm seus valores nominais indexados a índices de preço ou taxa de juros. O primeiro paga juros de 100,0% da Taxa DI, enquanto o segundo paga juros fixos de 11,5% a.a.

Cotas de FIDC Imobiliário

Durante o ano de 2015, apenas 12 negócios foram registrados com cotas de FIDC Imobiliário, número menor que o observado no ano anterior, de 20. Ao final de 2015, os *rankings* consolidados por montante e por número de negócios eram muito parecidos aos do ano anterior. De relevante, apenas a inclusão da cota de classe única do Ático Imobiliários que, com oito negócios que somaram R\$12,7 milhões, passou a ocupar a quinta e quarta colocações nos *rankings* consolidados por número de negócios e por montante negociado respectivamente.

Cotas de FII

A despeito do reduzidíssimo número de novas ofertas primárias, o mercado secundário de cotas de FII negociados na BM&FBOVESPA mostrou sua força, registrando um novo recorde em termos de número de negócios anuais realizados: 1.258.042. O novo patamar alcançado em 2015 representa um crescimento de 31,1% comparativamente ao ano anterior, que também havia registrado o maior número de negociações anuais até então. Neste *ranking* não houve alterações nas duas primeiras colocações entre 2014

e 2015: BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) em primeiro e BB Progressivo II (BBPO11) em segundo. As cotas destes fundos continuam sendo responsáveis, em conjunto, por praticamente um terço do total dos negócios no ano. Vale aqui também destacar a ascensão da cota do Rio Bravo Renda Corporativa (FFCI11) que, com mais de 125 mil negócios, passou da décima para a terceira posição em 2015, tendo sido o FII que mais ganhou participação de mercado dentre os Top 10 do ano, 7,8 pontos percentuais.

Quando o critério é o montante negociado no ano, a situação é bem mais monótona. Em comparação com o ano anterior, nada muda até a oitava posição, quando se registra a presença do JS Real Estate Multigestão (JSRE11), subindo da 11ª colocação conquistada em 2014. Por outro lado, o Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos (BPFF11) foi o FII que deixou de fazer parte do grupo dez fundos mais negociados em termos de montante.

Parte importante dos *rankings* de mercado secundário de cotas de FII se refere à rentabilidade dos fundos durante o ano. Esta é medida de três formas diferentes: (i) Variação de Preço, que considera apenas a variação de preço das negociações realizadas no mercado secundário com cada cota de FII, desconsiderando as distribuições de rendimentos; (ii) *Dividend Yield* (DY), que é a divisão entre o total de rendimentos distribuídos pela cota do fundo e o preço da mesma no mercado secundário. Este indicador de rendimento conta ainda com duas variações, o *Dividend Yield* Realizado, que considera o preço no início do período, e o *Dividend Yield* Estimado, que considera o preço no final do período; e (iii) Rentabilidade Efetiva, que utiliza o conceito de Taxa Interna de Retorno (TIR) aplicado aos fluxos de distribuição e amortização e a variação de preço da cota no mercado secundário.

Dos fundos que registraram as dez maiores variações positivas de preço de suas cotas em 2015, sete tiveram variações negativas no ano anterior e um não estava presente naquele *ranking*. O VBI FL 4440 (FVBI11B), que tem como objeto de investimento 50,0% de um edifício na Avenida Brigadeiro Faria Lima localizado em São Paulo/SP, saiu da 57ª posição no *ranking* de 2014 –com uma variação negativa naquele ano de 20,2%– para a liderança desse *ranking* com uma variação de 16,3% no ano. O segundo colocado deste *ranking* foi o CEO Cyrela Commercial Properties (CEOC11B), que havia amargado a maior desvalorização do ano anterior, de 45,5%. Em 2015, ele conseguiu chegar à vice-liderança, sendo, juntamente com o líder deste *ranking*, os únicos com variação positiva de dois dígitos, 11,1%. O fundo que fechou o Top 10 do ano passado foi o Kinea Renda Imobiliária (KNRI11). Dedicado à aquisição e obtenção de renda por meio da locação de diversos imóveis, suas cotas variaram 7,1% no ano.

Quando adicionamos a essa análise o fluxo de caixa decorrente de amortizações e distribuições de rendimento, o FVBI11B segue na liderança, agora com uma Rentabilidade Efetiva anual de 27,1%. Ele é seguido por dois fundos também presentes no Top 10 de Variação de Preço: o Maxi Renda (MXRF11), que investe em ativos financeiros imobiliários como CRI, LCI, LH e cotas de FII, e o CEOC11B, ambos com 23,8% de TIR anual. O décimo fundo de maior rentabilidade no ano foi o Campus Faria Lima (FCFL11B). Dedicado à locação de um imóvel no bairro de Vila Olímpia na cidade de São Paulo, o FII alcançou essa posição com uma TIR de 19,1% no ano.

Ambos os *rankings* de *DY* foram liderados pelo RB Capital General Shopping Sulacap (RBGS11). O fundo, que investe em participação do empreendimento imobiliário denominado Parque Shopping Sulacap na zona oeste da cidade do Rio de Janeiro, obteve a liderança com um *DY* Realizado de 18,8% e um *DY* Estimado de 25,6%. Fecharam esses *rankings* o General Shopping Ativo e Renda (FIGS11), um fundo dedicado a empreendimentos imobiliários comerciais do tipo Shopping Centers, que registrou um *DY* Realizado de 13,4% em dezembro de 2015; e o Shopping Jardim Sul (JRDM11B), que investe no empreendimento de mesmo nome localizado na cidade São Paulo, com um *DY* Estimado de 14,5% naquela data. Nota-se, portanto, que todos os fundos presentes no Top 10 de *DY* Realizado ou Estimado conseguiram apresentar rentabilidades superiores à Taxa DI acumulada em 2015, 13,2%.

Em 2015 o BRRCR11 continuou a ser o maior fundo em termos de capitalização de mercado, apesar da contração de 4,7% deste indicador em um período de doze meses, enquanto que o KNRI11 passou a ocupar a vice-liderança deste *ranking*, contabilizando agora uma capitalização de mercado de R\$1,54 bilhão. Neste *ranking* apenas um fundo não estava presente em 2014, o LCI Premium (FLCI11). Dedicado à aquisição de LCI, LH e outros títulos mobiliários originados no setor imobiliário, o FII ficou na quinta colocação ao alcançar uma capitalização de R\$1,00 bilhão.

Quando dividimos a capitalização de mercado pelo Patrimônio Líquido dos fundos (razão Cap/PL), percebe-se a continuação de uma tendência observada ao longo dos últimos anos: a redução de valor deste indicador. Em 2015, esta razão cruza, pela primeira vez para os fundos pertencentes ao Top 10, a simbólica barreira dos 100,0%. De fato, no final do ano passado, dos 87 fundos para os quais a Uqbar calculou a razão Cap/PL, apenas sete conseguiram manter esse indicador acima dos 100,0%.

O FII que liderou o *ranking* de *Float* em 2015 também esteve presente em posições de liderança nos *rankings* de rentabilidade: o CEOC11B. Com a marca de 97,3%, o fundo praticamente negociou ao longo do ano valor equivalente à sua capitalização de mercado. Um feito relevante

se for considerado que o segundo colocado neste *ranking*, o West Plaza (WPLZ11B), registrou 68,5%, enquanto que o décimo colocado, o XP Gaia Lote I (XPGA11), alcançou essa posição com um *float* de 45,3%.

ENTIDADES EMISSORAS

Securitizadoras Imobiliárias

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo a vencer de todos os CRI não liquidados alcançou R\$61,54 bilhões, um crescimento de 6,7% quando comparado ao saldo do ano anterior. Deste estoque, aproximadamente 93,9% eram devidos pelas dez maiores securitizadoras do país, percentual equivalente ao que era devido pelas dez maiores no final de 2014 (93,6%). Neste *ranking* a RB Capital manteve sua posição de liderança, conseguindo ainda aumentar em 0,9 ponto percentual sua participação de mercado. Por sua vez, a Cibrasec foi a securitizadora que mais conseguiu aumentar sua participação neste *ranking*, 2,7 pontos percentuais, retirando da Brazilian Securities a segunda posição. Reflexo do desempenho no mercado primário em 2015, Brazilian Securities e Gaia foram as que mais perderam espaço, 2,9 e 3,1 pontos percentuais, respectivamente, neste *ranking*. Entre os Top 10, a securitizadora que mais ganhou posições foi a SCCI, que passou da 12ª posição em 2014 para a décima posição em 2015.

O montante a vencer citado acima estava concentrado em 708 operações ao final de 2015, número 7,1% maior que o observado no final de 2014 (661). Em termos de concentração, pouca diferença entre os dois anos: enquanto em 2014 as dez maiores securitizadoras concentravam 87,9% do total a vencer, no final de 2015 esse indicador era de 86,6%. Apesar de ver sua participação de mercado neste *ranking* ser reduzida em 3,9%, a Brazilian Securities continuou mantendo a liderança com certa folga com uma participação de 21,3% (151 operações). A RB Capital conseguiu subir uma posição e agora ocupa o segundo lugar, mesmo sem qualquer alteração em sua participação de mercado (14,7%). Por outro lado, a Cibrasec viu sua participação ser reduzida em 4,7 pontos percentuais (decorrente de uma variação negativa de 25 operações em 12 meses). Seguindo o já observado em outros *rankings*, Ápice e Barigui foram as que mais aumentaram suas participações: 2,6 e 3,9 pontos percentuais (variações positivas de 21 e 29 operações) respectivamente. O importante crescimento, no entanto, não fez com que elas subissem posições neste *ranking*, mantendo-se respectivamente na quinta e sexta colocações. Assim como no *ranking* por montante, a securitizadora que mais subiu posições entre os Top 10 foi a SCCI, saindo da 14ª colocação em 2014 e terminando 2015 na nona posição com 16 operações.

FIDC Imobiliário

Com as emissões realizadas no ano passado, o Polo Multisetorial NP passou a ser o maior FIDC em termos de Patrimônio Líquido em 31 de dezembro de 2015, superando o líder histórico deste *ranking*, o Caixa RB Capital Habitação, que entrou em período de amortização semestral de suas cotas no ano passado. Apesar das novas emissões e da entrada de dois novos fundos (Breof Real Estate Credit e Leste Credit NP), o mercado de FIDC Imobiliário ainda está bem aquém de suas potencialidades e extremamente concentrado. Os dez maiores FIDC Imobiliários apresentam um Patrimônio Líquido consolidado de R\$1,43 bilhão, equivalente a 98,9% do PL deste segmento do mercado de FIDC, enquanto que este percentual para os dois maiores fundos citados acima é de 57,5%.

FII

O mercado de FII medido pelo Patrimônio Líquido consolidado de todos os fundos em operação em 31 de dezembro de 2015 somava R\$62,00 bilhões, um crescimento de 7,4% quando comparado ao valor registrado no mesmo dia do ano anterior. Apesar do crescimento, os dez maiores fundos (todos com patrimônio superior a R\$1,00 bilhão) mantiveram uma participação de mercado muito semelhante à observada em 2014, 34,0% do total. O ano terminou sem alterações nas primeiras posições deste *ranking*. O maior FII do mercado em termos de PL, o Porto Maravilha, continuou na primeira colocação e registrava no final do ano um patrimônio de R\$5,80 bilhões, aproximadamente o dobro do segundo maior fundo, o BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) –o primeiro dentre aqueles com cotas negociadas em bolsa de valores.

FIP Imobiliário

O ano de 2015 terminou com mudanças significativas no *ranking* dos Fundos de Investimento em Participações com foco em investimentos no mercado imobiliário (FIP Imobiliários). A liderança deste *ranking*, que tem como critério o PL dos fundos no final do ano, passou para as mãos do BRE/Alpha, fundo que investe em ações de diversas empresas do setor imobiliário. Com um aumento de R\$678,6 milhões em seu PL, este FIP saltou da quinta posição em 2014 para a liderança, alcançada com um PL de R\$1,59 bilhão. O antigo líder, o LPP Investimentos III, agora na vice-liderança, fechou o ano com um PL apenas R\$3,6 milhões inferior ao primeiro colocado. Seu PL fechou o ano 4,1% acima do observado no final do ano anterior.

A alteração mais relevante neste *ranking* ficou por conta do FIP que ocupava a vice-liderança em 2014. Com um PL de R\$1,45 bilhão, o OAS Empreendimentos praticamente desapareceu em um ano. Com uma

variação negativa de 99,9% em doze meses, o fundo terminou o ano com aproximadamente R\$1,0 milhão de PL.

TERCEIROS

Administradores

As movimentações do mercado de administração de FII durante 2015 são analisadas a partir de dois conjuntos de *rankings*: um grupo que considera todos os fundos em operação no final do ano passado e um subconjunto deste, que contabiliza a administração apenas dos fundos com cotas listadas na BM&FBOVESPA (fundos listados).

No universo dos fundos listados, o mercado de administração de FII apresentou pouquíssimas mudanças. Os participantes do Top 10 deste conjunto de *rankings* são praticamente os mesmos do ano anterior, seja quando estes participantes são classificados pela capitalização de mercado consolidada dos fundos que administram, seja pelo número de FII administrados. A exceção foi o Banco Fator, 12º colocado no *ranking* por número de fundos em 2014, que passou a ocupar a décima posição no *ranking* de 2015, lugar antes pertencente a Geração Futuro.

Em 2015 a liderança de ambos os *rankings* deste segmento do mercado de administração de FII permaneceu, com certa folga, nas mãos da BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM. A manutenção desta posição foi alcançada com a administração do mesmo número de fundos do ano anterior, 23. Estes em dezembro do ano passado apresentavam uma capitalização de mercado consolidada de R\$5,65 bilhões, um valor equivalente a quase uma vez e meia a cifra administrada pelo segundo colocado do *ranking* por montante, a Intrag DTVM, que ultrapassou a Credit Suisse Hedging Griffo CV e a Rio Bravo Investimentos DTVM nesta classificação em comparação com a de 2014.

Quando ampliamos a análise para considerar o universo de todos os fundos em funcionamento no país no final de 2015, a situação não é muito diferente. Novamente, com exceção da entrada do Banco Ourinvest, que passou a ocupar a última cadeira do clube dos dez maiores administradores de FII com base no PL consolidado, e a conseqüente saída da Citibank DTVM deste grupo, todos os demais participantes são os mesmos. A BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM manteve, também aqui, a liderança, tanto com base no montante do PL consolidado quanto na quantidade de fundos administrados. Caixa Econômica Federal e Intrag DTVM são os dois participantes que mais conseguiram aumentar suas participações de mercado com base no PL consolidado, 2,3 e 2,1 pontos percentuais respectivamente. Porém, apenas o segundo conseguiu transformar esse aumento em ganho de posições, passando da sexta para a quarta colocação.

O mercado de FIP Imobiliários terminou o ano de 2015 com 120 fundos em operação, um fundo a menos que no final do ano anterior. Por sua vez, o PL consolidado deste segmento aumentou quase 20,0%, saindo de R\$19,41 bilhões em 2014 para R\$23,28 bilhões em dezembro do ano passado. Esse crescimento trouxe reflexos importantes no mercado de administração destes fundos. Para começar, nem todos os maiores participantes de mercado conseguiram capturar esse crescimento. De fato, algumas instituições, com longo histórico em posições de liderança, perderam participações de mercado e fundos sob administração. A BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM continua sendo o maior administrador de FIP Imobiliários do país em termos de número de fundos, 17. Porém, este deixou de administrar doze fundos durante o ano, o que reduziu sua participação de mercado em 9,8%. Outra instituição que viu o número de fundos administrados ser reduzido foi a Santander Securities Services Brasil DTVM, que terminou o ano com seis fundos, dois a menos que em 2014, o que representou uma perda de participação de 1,6 ponto percentual. O destaque neste *ranking* certamente vai para a BRL Trust DTVM, que em doze meses conseguiu dobrar o número de fundos administrados, terminando o ano com dez fundos. Este desempenho garantiu à instituição o maior crescimento em termos de participação de mercado, 4,2%, permitindo sua ascensão da nona posição em 2014 para a vice-liderança em 2015 no *ranking* que ordena os participantes pelo número de fundos por eles administrados.

A forte aquisição de mandatos por parte da BRL Trust DTVM proporcionou a sua entrada no Top 10 do *ranking* que ordena os participantes por montante de PL dos fundos administrados. Antes apenas na 21ª colocação, este administrador passou a ocupar a quinta colocação deste *ranking* e entrou no grupo de instituições que administram mais de R\$1,00 bilhão em FIP Imobiliários. Não houve alterações nas duas primeiras posições, as quais continuam a ser ocupadas por Votorantim Asset Management DTVM e Pátria Investimentos, respectivamente. Enquanto a primeira viu sua participação de mercado ser reduzida em 1,4 ponto percentual, a segunda cravou um aumento de 3,9%, o qual só foi menor que o registrado pela já citada BRL Trust DTVM (6,0%). Outro que passou a ocupar assento entre os dez maiores administradores desses fundos foi a Citibank DTVM, antes na 13ª colocação e em 2015 na 10ª posição deste *ranking*.

Advogados

O mercado primário de emissões de CRI pode ter sofrido uma baixa importante durante o ano de 2015, mas isso não foi suficiente para reduzir a histórica concorrência entre os escritórios de advocacia neste segmento do mercado brasileiro de securitização. Vinte escritórios marcaram presença neste segmento no ano passado, número inferior ao de 2014 (26). Isso perfaz uma

média de aproximadamente um escritório de advocacia por Securitizadora Imobiliária atuante em 2015. Vale ainda destacar que, comparativamente ao ano anterior, a edição 2015 desses *Rankings Uqbar* registra mudanças importantes entre os Top 10, com nomes que não estavam presentes entre os dez maiores de 2014 ou nem mesmo haviam realizado operações naquele ano.

Onde não houve mudanças foi na liderança dos *rankings* por montante e por número de operações. Apesar de ter perdido participação em ambos os *rankings*, o ocupante da posição mais alta permaneceu sendo o mesmo, o escritório PMKA Advogados Associados. O líder foi seguido por dois escritórios que estavam na parte inferior ou não marcaram presença no Top 10 de 2014: Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados e Bicalho e Mollica Advogados assumiram, respectivamente, a segunda e a terceira colocações em ambos os *rankings*. Conseqüentemente, ambos registraram também os maiores crescimentos em termos de participação de mercado.

A concorrência acirrada, porém, ainda não alterou o altíssimo índice de concentração do mercado de assessoria jurídica para operações de CRI. De fato, quando o critério é número de operações, este indicador aumentou significativamente. Em 2015, os três escritórios acima citados responderam por uma participação conjunta de 62,5%, contra 45,9% registrado pelos três primeiros colocados deste *ranking* no ano anterior. Por sua vez, os dez escritórios que mais assessoraram operações CRI no ano de 2015 responderam por 86,7% do total destas operações, contra 76,1% no ano anterior. No entanto, vale destacar que novamente houve redução dos indicadores de concentração de mercado quando o critério é montante emitido. As participações do Top 3 e Top 10 neste *ranking* caíram de 77,8% para 68,9% e de 93,1% para 90,2%, respectivamente.

O escritório PMKA também ficou com a liderança dos *rankings* de assessoria jurídica para o mercado de FI. Em ambos os casos com participações muito significativas: 88,8%, para o *ranking* com base em montante emitido; e 50,0%, quando o critério é número de operações. Reflexo do fraco mercado primário de emissões de cotas, este *ranking* contou com apenas quatro participantes, menos da metade do número observado no ano anterior (10).

Agências de Classificação de Risco

O nível de atividade do mercado formado por empresas que emitem opiniões sobre a qualidade de crédito de operações de CRI, se medido pelo número de títulos classificados durante o ano, foi similar ao observado no ano anterior. Em 2015 as sete agências de classificação de risco que atuam no mercado nacional receberam 51 mandatos para opinar sobre o risco destes títulos, contra 52 no ano anterior. Porém, refletindo um mercado que registrou

montantes efetivamente captados menores, o somatório do total de títulos classificados caiu novamente em 2015: R\$2,67 bilhões contra R\$ 3,85 bilhões em 2014 e R\$ 6,18 bilhões em 2013.

A Liberum assumiu a liderança no *ranking* baseado no número de títulos classificados, 17 durante o ano de 2015. A Fitch, que mantinha uma liderança histórica neste *ranking*, caiu para a segunda colocação, classificando dez títulos. A SR, quinta colocada em 2014, ocupou a terceira colocação por este critério, também com dez títulos classificados. Com um mandato a menos do que a SR, a agência LF acabou ficando com a quarta posição.

Apesar de um número inferior de mandatos, a Fitch conseguiu manter-se na liderança do *ranking* cujo critério é o montante classificado. Sua posição, no entanto, é bem menos confortável que a registrada no ano anterior. Em bases anuais, sua participação de mercado caiu de 62,9%, em 2014, para 41,2%. Ainda assim sua participação superou mais que o dobro a da segunda colocada, a Liberum.

Em termos consolidados desde 1999, a perda de participação da Fitch durante o último ano não chega a abalar sua hegemonia histórica no mercado de classificação de risco de CRI. Com um total de 173 títulos classificados, a agência é líder absoluta com uma participação de mercado (40,9%), mais que duas vezes superior à da segunda colocada, a Austin (15,6%). Esta última tem visto ao longo dos últimos anos sua participação ser reduzida, e já começa a ver no retrovisor duas empresas se aproximando: a LF e a Liberum.

A posição de liderança da Fitch é ainda maior se o critério é montante classificado. Ao final de 2015 a agência respondia pela classificação de 61,0% do montante de CRI classificado no mercado desde 1999. Sua concorrente mais próxima neste critério é a Moody's, com uma participação de 10,1%. Neste *ranking*, a única alteração ocorrida foi a ascensão para o quinto lugar da Liberum, que passou para a posição antes ocupada pela Austin.

Agentes Fiduciários

O ano de 2015 foi marcado por um bom nível de atividade no mercado de empresas prestadoras de serviços de agente fiduciário para operações de CRI. Os dois líderes históricos de mercado, Oliveira Trust DTVM e Pentágono DTVM, trocaram de posições em alguns *rankings* e, depois de muito tempo, houve a entrada de um novo participante, a recém-criada Vórtx.

A Oliveira Trust DTVM assumiu a primeira posição do *ranking* anual quando o critério é o número de operações, com 64 no total. Por sua vez, a Pentágono DTVM garantiu mais um ano na liderança no *ranking* anual de montante emitido. Ambas dominaram o mercado com participações conjuntas de mais de 85,0% em ambos os critérios.

Quando a análise é baseada na quantidade de operações a vencer, registra-se, de relevante, a troca de posições entre os líderes deste *ranking*. A Pentágono, mesmo obtendo menos mandatos em 2015 do que Oliveira Trust DTVM, terminou o ano com mais operações a vencer, 311, contra 302 da Oliveira Trust DTVM. Por outro lado, o *ranking* baseado no montante a vencer no final de 2015 não registrou qualquer alteração nas primeiras três colocações quando comparado com o do final de 2014. Mais relevante ainda, Pentágono DTVM e Oliveira Trust DTVM dominam este *ranking* com aproximadamente 90,0% do mercado. O distante terceiro colocado, Simplific Pavarini DTVM, responde por 3,7% do montante total de CRI a vencer.

Audidores

Nenhuma mudança drástica aconteceu no mercado de auditores de Securitizadoras Imobiliárias. Enquanto, entre os Top 10, o *ranking* baseado no montante a vencer de CRI só apresenta algumas trocas de posições a partir da sexta colocação, o *ranking* baseado no número de operações a vencer registra uma única alteração. Esta acontece na nona posição, com a Baker Tilly Brasil, antes na 17ª colocação, ocupando o lugar da Pemom, que deixa de marcar presença no Top 10. As maiores perdas de participação de mercado ficaram para a PwC, 2,9 e 3,9 pontos percentuais, respectivamente, nos *rankings* por montante e por número de operações. A Deloitte Touche Tohmatsu lidera ambos os *rankings* com certa tranquilidade, com participações de mercado de 36,7% (montante) e 32,8% (número de operações).

Cenário similar ao descrito acima viveu o mercado de auditoria de FII. Tomando como amostra os fundos listados na BM&FBOVESPA, praticamente não existiram mudanças nos *rankings* de auditores destes fundos. A PwC continua sendo a empresa da preferência dos administradores de boa parte dos FII listados. A empresa responde por participações de mercado de 41,5% e 39,1%, respectivamente, pelos critérios de capitalização de mercado e de número de fundos. A única alteração existente nestes *rankings* foi a troca de posições entre os participantes da segunda e terceira posições no *ranking* por capitalização de mercado. Em 2015 a KPMG assumiu a vice-liderança deste *ranking*, antes ocupada pela EY.

A situação praticamente não se altera quando ampliamos o universo para contemplar todos os FII em operação em 31 de dezembro de 2015. Naquela data, a EY era responsável pela auditoria de 35 fundos e liderava o *ranking* baseado no PL consolidado destes FII. Neste *ranking* a única alteração foi a ascensão ao Top 10 da Moore Stephens Lima Lucchesi, antes na 11ª colocação, que passou para o décimo lugar que a Cassuli havia ocupado em 2014. A PwC, empresa líder nos dois *rankings* de fundos listados, também ocupa a primeira colocação quando se ordenam os auditores independentes pelo total de fundos,

sendo eles FII listados ou não, em operação no final de 2015. Neste *ranking*, que também registrou poucas mudanças, a liderança foi conservada, assim como a participação de mercado alcançada no ano anterior de, 29,5%.

Estruturadores

Historicamente, os *rankings* de estruturadores de ofertas públicas de cotas de FII listados na BM&FBOVESPA são caracterizados por grandes alterações de um ano para outro, com seus participantes dificilmente conseguindo manter as posições alcançadas no ano anterior. O ano de 2015 não foi diferente para este mercado. Dos participantes destes *rankings*, somente quatro instituições estavam presentes nos do ano anterior, sendo que três delas estavam no Top 10.

No *ranking* de montante, o Itaú Unibanco e seu banco de investimento, o Banco Itaú BBA, ocuparam as posições de líder e vice-líder. Juntos, eles estruturaram três operações que responderam por 76,8% do total emitido em cotas de FII listados durante o ano. Quando o critério é número de operações, a liderança ficou para o Banco BTG Pactual, que estruturou três novas ofertas. Este foi seguido por Itaú Unibanco e Credit Suisse Hedging Griffo CV, ambos com duas operações cada.

Líderes de Distribuição

Durante 2015, os bancos Itaú BBA e Bradesco BBI continuaram a disputa histórica pela liderança na distribuição de CRI em termos de montante. O primeiro recuperou a posição, perdida em 2014, no topo do *ranking* por montante emitido. O Banco Itaú BBA terminou o ano com uma participação de mercado de 28,5%, correspondente à distribuição de R\$2,96 bilhões em títulos, enquanto que o Banco Bradesco BBI ficou com a segunda colocação ao liderar a distribuição de R\$2,23 bilhões em CRI (21,5%). A RB Capital DTVM foi o participante com melhor desempenho em termos de ganho de participação de mercado em 2015. A empresa aumentou sua participação em 12,4% e alcançou a terceira posição neste *ranking*.

Em termos de número de operações, a liderança do Banco Itaú BBA foi ampliada durante 2015. Respondendo pela distribuição de títulos pertencentes a 41 operações, o banco aumentou sua participação de mercado de 27,0% em 2014 para 30,1% em 2015. A seu turno, a RB Capital DTVM assumiu a segunda colocação ao liderar distribuições de títulos de 14 operações (10,3%).

Finalmente, vale destacar que duas instituições que não marcaram presença nestes *Rankings Uqbar* em 2014 conseguiram ser listadas no Top

10 (oitava posição para ambas) da edição 2015. São elas o Banco Credit Suisse (Brasil), no *ranking* por montante, e a Geração Futuro, no *ranking* por número de operações.

Já o mercado de líderes de distribuição de cotas de FII em 2015 foi marcado pela presença de muitos participantes que não registraram presença na edição 2014 dos *Rankings Uqbar* para este prestador de serviço. Outra característica deste mercado foi o retorno à liderança de instituições com participações históricas relevantes no mercado de distribuição de valores mobiliários, mas que em 2014 ficaram em posições bem distantes do topo. O Itaú Unibanco e seu banco de investimento, Banco Itaú BBA, ocuparam respectivamente a primeira e a segunda posições quando o critério é montante emitido em 2015, enquanto que o Banco BTG Pactual liderou o *ranking* por número de operações realizadas naquele ano.

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

LISTA DE RANKINGS

Mercado Primário

- Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2015
- Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado
- Ranking* de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2015
- Ranking* de Emissores de CRI por Número de Operações em 2015
- Ranking* de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado
- Ranking* de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado
- Ranking* de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado
- Ranking* de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015
- Ranking* de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado

Mercado Secundário

- Ranking* de Negociações de CRI por Montante em 2015
- Ranking* de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2015
- Ranking* de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante – Consolidado
- Ranking* de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios – Consolidado
- Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2015
- Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2015
- Ranking* de Variação de Preço de Cotas de FII em 2015
- Ranking* de *Dividend Yield* Estimado de Cotas de FII em 2015
- Ranking* de *Dividend Yield* Realizado de Cotas de FII em 2015
- Ranking* de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2015
- Ranking* de Capitalização de Mercado de FII
- Ranking* de *Float* de Cotas de FII em 2015
- Ranking* de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII

Entidades Emissoras

- Ranking* das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI
- Ranking* das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI
- Ranking* de FIDC Imobiliários por Montante de PL
- Ranking* de FII por Montante de PL
- Ranking* de FIP Imobiliários por Montante de PL

Terceiros

Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados

Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2015

Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2015

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2015

Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2015

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2015

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificados em 2015

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

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

Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2015

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2015

Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI

Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

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

Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados

Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos

Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2015

Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2015

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2015

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2015

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Títulos em 2015

MERCADO PRIMÁRIO



RB CAPITAL A MAIOR SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA E AGRÍCOLA DO PAÍS!



No ranking Uqbar
de emissão de CRI, 2015
e acumulado histórico



No ranking
ANBIMA de Distribuição
de CRI em 2015

Mais de 20,5 bilhões em operações de crédito estruturado*, realizadas de forma pioneira e inovadora, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Possuímos uma estrutura verticalizada e capacitada para a emissão e distribuição de operações nos mercados financeiro e de capitais.



RB CAPITAL

*Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Debêntures, Debêntures Incentivadas, dentre outros.

CRI

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2015

TAB. 4

Título			1/1/2015 – 31/12/2015	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª/521ª	Única	700.000.000	6,7
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/123ª	Sênior	539.023.396	5,1
Cibrasec	2ª/252ª	Única	535.687.009	5,1
Cibrasec	2ª/254ª	Única	517.933.868	4,9
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/132ª	Única	452.331.353	4,3
Barigui	1ª/32ª	Única	400.000.000	3,8
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/129ª	Única	261.715.000	2,5
Ápice	1ª/34ª	Única	237.000.000	2,3
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/108ª	Única	210.000.000	2,0
Barigui	1ª/51ª	Única	200.058.704	1,9
Dez maiores			4.053.749.330	38,6
Total			10.514.266.011	100,0

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 5

Título			1/1/1999 – 31/12/2015	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Ápice	1ª/17ª	Subordinada	3.290.716.805	3,6
Cibrasec	2ª/232ª	Única	2.349.721.484	2,6
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/75ª	Sênior	2.190.918.221	2,4
Gaia	4ª/43ª	Sênior	2.036.908.705	2,3
Gaia	4ª/31ª	Sênior	1.862.056.928	2,1
Cibrasec	2ª/234ª	Única	1.649.721.485	1,8
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/110ª	Sênior	1.579.612.096	1,7
Brazilian Securities	1ª/174ª	Única	1.217.815.305	1,3
Ápice	1ª/18ª	Sênior	1.085.714.114	1,2
Barigui	1ª/3ª	Única	890.824.396	1,0
Dez Maiores			18.154.009.539	20,1
Total			90.267.002.008	100,0

Critério: Ordenam os CRI por montante emitido durante o ano de 2015, e desde 1999.

SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2015

TAB. 6

Emissor	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	2.397.399.104	1	22,8	2	18,2	4,6
Cibrasec	2.184.800.421	2	20,8	1	30,9	-10,2
Barigui	2.038.399.226	3	19,4	3	17,7	1,7
Ápice	1.484.269.298	4	14,1	4	8,9	5,2
Habitasec	541.727.259	5	5,2	12	0,7	4,5
SCCI	426.327.073	6	4,1	8	2,5	1,5
PDG	270.000.000	7	2,6	10	1,6	1,0
Octante	183.431.592	8	1,7	-	-	1,7
Brazilian Securities	176.857.288	9	1,7	5	5,3	-3,7
Nova Securitização	175.000.000	10	1,7	7	3,2	-1,5
Dez Maiores	9.878.211.261		94,0	16.140.437.677	95,4	-1,4
Total	10.514.266.013		100,0	16.920.520.312	100,0	

Ranking de de Emissores de CRI por Número de Operações em 2015

TAB. 7

Emissor	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Barigui	31	1	21,8	1	16,2	5,6
Ápice	21	2	14,8	2	14,1	0,7
RB Capital	17	3	12,0	3	9,9	2,1
Habitasec	13	4	9,2	10	3,5	5,6
Cibrasec	11	5	7,7	4	9,2	-1,4
SCCI	10	6	7,0	8	4,9	2,1
Forte Securitizadora	7	7	4,9	-	-	4,9
Brazilian Securities	6	8	4,2	5	9,2	-4,9
Gaia	6	9	4,2	6	9,2	-4,9
Octante	3	10	2,1	-	-	2,1
Dez Maiores	125		88,0	123	86,6	1,4
Total	142		100,0	142	100,0	

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 8

Emissor	1/1/1999 – 31/12/2015			1/1/1999 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	18.948.902.384	1	21,0	1	20,8	0,2
Cibrasec	17.948.211.777	2	19,9	2	19,8	0,1
Brazilian Securities	15.014.680.695	3	16,6	3	18,6	-2,0
Gaia	10.040.938.222	4	11,1	4	12,4	-1,3
Ápice	8.384.321.176	5	9,3	5	8,7	0,6
Barigui	5.060.580.164	6	5,6	6	3,8	1,8
PDG	3.269.101.907	7	3,6	7	3,8	-0,1
Nova Securitização	1.582.478.216	8	1,8	8	1,8	0,0
Habitasec	1.413.844.721	9	1,6	10	1,1	0,5
BRC	1.321.764.963	10	1,5	9	1,6	-0,1
Dez Maiores	82.984.824.225		91,9	73.502.007.394	92,2	-0,2
Total	90.267.002.004		100,0	79.752.735.991	100,0	

Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado

TAB. 9

Emissor	1/1/1999 – 31/12/2015			1/1/1999 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	242	1	21,1	1	23,5	-2,4
RB Capital	217	2	18,9	2	19,9	-1,0
Cibrasec	203	3	17,7	3	19,1	-1,4
Gaia	98	4	8,5	4	9,2	-0,6
Ápice	55	5	4,8	5	3,4	1,4
Barigui	55	6	4,8	7	2,4	2,4
Habitasec	36	7	3,1	8	2,3	0,9
PDG	27	8	2,4	6	2,5	-0,1
BRC	23	9	2,0	9	2,2	-0,2
Nova Securitização	19	10	1,7	10	1,7	0,0
Dez Maiores	975		85,0	865	86,1	-1,1
Total	1.147		100,0	1.005	100,0	

Crítério: Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total emitido e no número de operações efetivamente realizadas, durante o ano de 2015, e calculados de forma consolidada desde 1999. As securitizadoras que não divulgaram informações sobre suas emissões, mesmo tendo ofertas registradas, não são consideradas para o *Ranking*. O *Ranking* referente a 2015 considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, naquele ano.

COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

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

TAB. 10

Emissor	Classe	Série	1/1/2001 – 31/12/2015	
			Montante (R\$)	Participação (%)
Caixa RB Capital Habitação	Única	1	450.000.000	25,8
Polo Multisetorial NP	Única	Única	227.342.085	13,0
Greenville	Sênior	1	143.401.000	8,2
GP Aetatis II Imobiliários	Única	Única	126.146.104	7,2
Breof Real Estate Credit	Subordinada	Única	113.740.900	6,5
Buriti Imobiliários	Única	Única	103.743.348	5,9
PIPS Caixa Brasil Construir Residencial São Paulo	Única	Única	94.500.000	5,4
GBX Prime I	Única	Única	91.574.122	5,3
Gafisa Crédito Imobiliário	Sênior	1	70.000.000	4,0
Ático Imobiliários	Única	1	51.361.026	2,9
Dez Maiores			1.471.808.585	84,4
Total			1.744.111.410	100,0

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

COTAS DE FII

Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015

TAB. 11

Emissor	1/1/2015 – 31/12/2015	
	Montante (R\$)	Participação (%)
Votorantim Securities IV	1.100.437.000	18,7
LCI Premium	865.280.000	14,7
Sapucaí Rio	696.000.000	11,8
Kinea Rendimentos Imobiliários	398.877.635	6,8
Votorantim LCI Banks	233.508.000	4,0
Caixa Convida Suape	180.000.000	3,1
Gazit Properties	151.630.000	2,6
Votorantim Securities	135.000.000	2,3
IPS PB	126.000.000	2,1
Opportunity	118.245.277	2,0
Dez Maiores	4.004.977.912	68,0
Total	5.893.479.114	100,0

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

TAB. 12

Emissor	1/1/1995 – 31/12/2015	
	Montante (R\$)	Participação (%)
Porto Maravilha	3.500.000.000	6,5
Votorantim Securities	2.345.699.042	4,4
Votorantim Securities II	2.296.025.879	4,3
BTG Pactual Corporate Office Fund	1.987.268.698	3,7
Kinea Renda Imobiliária	1.865.671.667	3,5
BB Progressivo II	1.591.969.000	3,0
Votorantim Securities III	1.496.662.000	2,8
Opportunity	1.236.762.984	2,3
Arena	1.124.174.098	2,1
Kinea Rendimentos Imobiliários	1.109.880.275	2,1
Dez Maiores	18.554.113.643	34,6
Total	53.598.341.486	100,0

Critério: Ordenam as cotas de FII por montante emitido durante o ano de 2015, e de forma consolidada desde 1995.

MERCADO SECUNDÁRIO

CRI

Negociações

Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2015

TAB. 13

Emissor	Título		1/1/2015 – 31/12/2015	
	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Gaia	4ª / 57ª	Única	1.480.106.590	9,7
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	1.103.482.047	7,2
Cibrasec	2ª / 251ª	Única	700.000.000	4,6
Cibrasec	2ª / 252ª	Única	536.312.023	3,5
Cibrasec	2ª / 254ª	Única	518.074.295	3,4
Barigui	1ª / 32ª	Única	400.000.000	2,6
Barigui	1ª / 36ª	Única	359.492.593	2,3
SCCI	1ª / 3ª	Única	278.064.352	1,8
Ápice	1ª / 34ª	Única	237.000.000	1,5
Brazilian Securities	1ª / 350ª	Única	235.397.056	1,5
Dez Maiores			5.847.928.956	38,2
Total			15.322.864.396	100,0

Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2015

TAB. 14

Emissor	Título		1/1/2015 – 31/12/2015	
	Emissão/Série	Classe	Número de Negócios	Participação (%)
Gaia	4ª / 57ª	Única	807	12,8
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	800	12,7
Brazilian Securities	1ª / 350ª	Única	389	6,2
Gaia	4ª / 20ª	Única	295	4,7
Barigui	1ª / 36ª	Única	258	4,1
Brazil Realty	3ª / 1ª	Única	184	2,9
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 108ª	Única	180	2,9
Brazilian Securities	1ª / 349ª	Única	137	2,2
Octante	1ª / 1ª	Única	114	1,8
Gaia	5ª / 11ª	Única	111	1,8
Dez Maiores			3.275	52,0
Total			6.297	100,0

Critério: Ordenam os CRI por montante negociado e número de negócios realizados na BM&FBOVESPA e registrados na CETIP durante o ano de 2015.

COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

Negociações

Ranking de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante – Consolidado						TAB. 15
Título	1/1/2002 – 31/12/2015			1/1/2002 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Greenville Sênior 1	86.516.350	1	39,0	1	41,8	-2,7
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	55.969.270	2	25,3	2	27,0	-1,8
Bancoop I Sênior 1	35.282.089	3	15,9	3	17,0	-1,1
Ático Imobiliários Única 1	12.687.290	4	5,7	-	-	5,7
MPD KC Imobiliários Sênior 1	10.179.059	5	4,6	4	4,9	-0,3
Buriti Imobiliários Única	6.631.696	6	3,0	5	3,2	-0,2
GP Aetatis II Imobiliários Única	5.608.818	7	2,5	6	2,7	-0,2
Empírica Home Equity Mezanino 1	3.673.608	8	1,7	7	1,8	-0,1
Empírica Home Equity Mezanino 2	3.273.186	9	1,5	9	0,7	0,8
RB High Income Institucional Única	1.777.858	10	0,8	8	0,9	-0,1
Dez Maiores	221.599.224		100,0	207.172.453	100,0	0,0
Total	221.632.406		100,0	207.172.453	100,0	

Ranking de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios – Consolidado						TAB. 16
Título	1/1/2002 – 31/12/2015			1/1/2002 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Greenville Sênior 1	24	1	20,9	1	23,3	-2,4
GP Aetatis II Imobiliários Única	21	2	18,3	2	20,4	-2,1
Bancoop I Sênior 1	16	3	13,9	3	15,5	-1,6
Empírica Home Equity Mezanino 1	16	4	13,9	4	15,5	-1,6
Ático Imobiliários Única 1	8	5	7,0	-	-	7,0
MPD KC Imobiliários Sênior 1	8	6	7,0	5	7,8	-0,8
Empírica Home Equity Mezanino 2	8	7	7,0	8	3,9	3,1
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	6	8	5,2	6	5,8	-0,6
RB High Income Institucional Única	4	9	3,5	7	3,9	-0,4
Buriti Imobiliários Única	2	10	1,7	9	1,9	-0,2
Dez Maiores	113		98,3	103	100,0	-1,7
Total	115		100,0	103	100,0	

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

COTAS DE FII

Negociações

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2015							TAB. 17
Título	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	956.184.839	1	17,9	1	16,9	1,0	
BB Progressivo II	764.378.538	2	14,3	2	12,4	1,9	
Kinea Renda Imobiliária	410.852.993	3	7,7	3	9,2	-1,5	
CSHG Real Estate	251.624.764	4	4,7	4	4,7	0,0	
Kinea Rendimentos Imobiliários	240.038.424	5	4,5	5	4,5	0,0	
CSHG Brasil Shopping	178.768.356	6	3,3	6	3,1	0,3	
Santander Agências	169.431.238	7	3,2	7	3,0	0,2	
JS Real Estate Multigestão	162.504.735	8	3,0	11	2,3	0,8	
CSHG Logística	104.075.440	9	1,9	8	2,5	-0,6	
TB Office	98.525.046	10	1,8	9	2,4	-0,5	
Dez Maiores	3.336.384.373		62,5	3.107.130.069	61,0	1,5	
Total	5.339.276.368		100,0	5.095.231.010	100,0		

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2015							TAB. 18
Título	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	250.330	1	19,9	1	30,5	-10,6	
BB Progressivo II	157.838	2	12,5	2	12,0	0,5	
Rio Bravo Renda Corporativa	125.464	3	10,0	10	2,2	7,8	
Kinea Renda Imobiliária	100.130	4	8,0	3	6,7	1,3	
Rio Negro	52.436	5	4,2	8	2,2	2,0	
Santander Agências	45.351	6	3,6	4	3,8	-0,2	
TB Office	31.564	7	2,5	9	2,2	0,3	
XP Corporate Macaé	31.474	8	2,5	5	2,6	-0,1	
Edifício Galeria	30.944	9	2,5	11	2,0	0,4	
VBI FL 4440	30.445	10	2,4	20	1,0	1,4	
Dez Maiores	855.976		68,0	641.252	66,8	1,2	
Total	1.258.042		100,0	959.962	100,0		

Critério: Ordenam as cotas de FII por montante negociado e por número de negócios realizados na BM&FBOVESPA durante o ano de 2015.

Rentabilidade

Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2015

TAB. 19

Título	Ticker*	2015		2014	
		Variação (% a.a.)	Posição	Variação (% a.a.)	Posição
VBI FL 4440	FVBI11B	16,3	1	-20,2	57
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	11,1	2	-45,5	68
Parque Dom Pedro Shopping Center	PQDP11	9,3	3	-8,4	29
Edifício Ourinvest	EDFO11B	9,1	4	-13,3	39
Campus Faria Lima	FCFL11B	8,3	5	0,5	11
Maxi Renda	MXRF11	8,2	6	-	-
Ananguera Educacional	FAED11B	7,7	7	-0,2	14
Flóripa Shopping	FLRP11B	7,3	8	1,8	8
Kinea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	7,1	9	-2,6	19
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	7,1	10	-17,9	51

* Código de Negociação

Critério: Ordena as cotas de FII pela variação de preço no ano de 2015. A variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2014 e 2015, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2014 (exclusive) e dezembro de 2015 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2014 ou dezembro de 2015 o montante negociado for menor que R\$ 100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2015

TAB. 20

Título	Ticker*	2015		2014	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	25,6	1	15,6	4
TRX Edifícios Corporativos	XTED11	17,9	2	12,8	11
Mercantil do Brasil	MBRF11	17,7	3	11,4	26
Domo	DOMC11	17,1	4	11,2	33
General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	16,2	5	13,4	9
SP Downtown	SPTW11	15,8	6	13,4	8
Capitânia Securities II	CPTS11B	14,9	7	3,0	76
JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista Capital Protegido	RBBV11	14,8	8	15,3	5
CSHG Logística	HGLG11	14,6	9	11,9	18
Shopping Jardim Sul	JRDM11B	14,5	10	12,5	14

* Código de Negociação

Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2015

TAB. 21

Título	Ticker*	2015		2014	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	18,8	1	10,6	14
BTG Pactual Fundo de CRI	FEXC11B	15,0	2	9,7	39
Capitânia Securities II	CPTS11B	14,9	3	-	-
JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista Capital Protegido	RBBV11	14,4	4	-	-
CSHG Logística	HGLG11	14,1	5	11,7	4
Maxi Renda	MXRF11	14,0	6	-	-
CSHG Real Estate	HGRE11	13,9	7	9,9	31
SP Downtown	SPTW11	13,8	8	11,3	7
Mercantil do Brasil	MBRF11	13,5	9	10,1	26
General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	13,4	10	10,1	27

* Código de Negociação

Critério: Ordenam as cotas FII pelos *dividend yield* indicados em dezembro de 2015. O *dividend yield* estimado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2015. O *dividend yield* realizado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2014. O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado na BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2014 (exclusive) e dezembro de 2015 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking dividend yield* realizado [estimado] se em dezembro de 2014 [2015] o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2015

TAB. 22

Título	Ticker*	2015		2014	
		Rent. TIR (% a.a.)	Posição	Rent. TIR (% a.a.)	Posição
VBI FL 4440	FVBI11B	27,1	1	-10,6	58
Maxi Renda	MXRF11	23,8	2	2,8	26
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	23,8	3	-36,4	73
Edifício Ourinvest	EDFO11B	22,3	4	-3,9	43
JS Real Estate Multigestão	JSRE11	21,2	5	8,6	17
Anhanguera Educacional	FAED11B	21,0	6	10,7	12
Kínea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	20,2	7	7,4	19
BTG Pactual Fundo de CRI	FEXC11B	19,9	8	-6,0	49
CSHG Recebíveis Imobiliários	HGCR11	19,5	9	-1,3	39
Campus Faria Lima	FCFL11B	19,1	10	10,4	13

* Código de Negociação

Critério: Ordena as cotas de FII pela rentabilidade efetiva no ano de 2015. A rentabilidade efetiva é calculada usando-se a Taxa Interna de Retorno, levando-se em conta as amortizações e os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo do ano e a variação de preço de cota destes. Por sua vez, a variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2014 e 2015, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. A cota é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2014 ou dezembro de 2015 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Capitalização

Ranking de Capitalização de Mercado de FII								TAB. 23
Título	Ticker*	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)	
		Cap. Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	1.926.362.385	1	9,3	1	9,9	-0,6	
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	1.540.693.214	2	7,4	3	7,1	0,4	
BB Progressivo II	BBPO11	1.501.974.785	3	7,2	2	7,9	-0,7	
Kinea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	1.197.095.301	4	5,8	6	3,5	2,2	
LCI Premium	FLCI11	1.000.612.479	5	4,8	-	-	4,8	
CSHG Real Estate	HGRE11	854.293.059	6	4,1	4	4,4	-0,2	
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	760.822.824	7	3,7	5	3,9	-0,2	
JS Real Estate Multigestão	JSRE11	595.303.049	8	2,9	10	2,7	0,1	
Grand Plaza Shopping	ABCP11	565.986.393	9	2,7	8	3,0	-0,3	
TB Office	TBOF11	540.258.825	10	2,6	9	2,9	-0,3	
Dez Maiores		10.483.402.314		50,5	9.909.600.349	48,6	1,9	
Total		20.767.104.265		100,0	20.383.995.712	100,0		

* Código de Negociação

Critério: Ordena as cotas dos FII pela capitalização de mercado em dezembro de 2015. A capitalização de mercado das cotas é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2015 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Caso não haja valor da cota em dezembro de 2015 é utilizado o último valor de cota de até 6 meses anteriores, desde que neste intervalo de meses, entre dezembro de 2015 e o último mês (exclusive) em que a cota foi negociada, não tenha ocorrido alguma amortização. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do Ranking. A cota também é excluída do Ranking se em dezembro de 2015, ou no mês do último negócio, o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Indicadores

Ranking de Float de Cotas de FII em 2015						TAB. 24
Título	Ticker*	1/1/2015 – 31/12/2015		1/1/2014 – 31/12/2014		
		Float (%)	Posição	Float (%)	Posição	
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	97,3	1	61,8	3	
West Plaza	WPLZ11B	68,5	2	13,1	56	
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	60,1	3	28,2	27	
Cyrela Thera Corporate	THRA11B	59,6	4	34,0	20	
BB Progressivo II	BBPO11	50,9	5	39,1	13	
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	49,6	6	42,7	8	
TRX Edifícios Corporativos	XTED11	49,0	7	43,6	7	
Capitânia Securities II	CPTS11B	48,4	8	49,6	5	
CSHG JHSF Prime Offices	HGJH11	46,0	9	17,6	48	
XP Gaia Lote I	XPGA11	45,3	10	73,4	2	

*Código de Negociação

Critério: Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por *float* no ano de 2015. O *float* de 2015 é calculado pela divisão entre (i) o montante negociado na BM&FBOVESPA em 2015, e (ii) a capitalização de mercado do mês de dezembro de 2015, calculada conforme o critério da **tabela 23**, no entanto, para este *Ranking* não é utilizado o critério de exclusão das cotas que tiveram montante negociado menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios menor que 10.

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

TAB. 25

Título	Ticker*	31/12/2015		31/12/2014	
		Cap./PL (%)	Posição	Cap./PL (%)	Posição
GW Renda Imobiliária	GWIR11	131,6	1	134,2	2
Edifício Ourinvest	EDFO11B	128,3	2	108,3	5
Kínea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	111,7	3	103,1	9
Fator Verità	VRTA11	104,2	4	103,0	10
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	103,6	5	111,1	3
BANESTES Recebíveis Imobiliários	BCRI11	102,2	6	-	-
BB Progressivo II	BBPO11	100,5	7	106,0	7
Capitânia Securities II	CPTS11B	99,5	8	100,4	15
LCI Premium	FLCI11	99,4	9	-	-
Merito Desenvolvimento Imobiliário I	MFII11	97,7	10	100,4	14

* Código de Negociação

Critério: Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA pelo indicador capitalização de mercado sobre Patrimônio Líquido (valor de mercado sobre valor patrimonial). O indicador é calculado pela divisão entre (i) a capitalização de mercado em dezembro de 2015 e (ii) o Patrimônio Líquido em dezembro de 2015. A capitalização de mercado é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2015 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota em dezembro de 2015 é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do *Ranking*. A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2015 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

ENTIDADES EMISSORAS

SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

TAB. 26

Securitizadora Imobiliária	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	15.037.957.550	1	24,4	1	23,5	0,9
Cibrasec	12.282.336.323	2	20,0	3	17,2	2,7
Brazilian Securities	8.977.000.787	3	14,6	2	17,5	-2,9
Ápice	6.469.223.290	4	10,5	5	9,9	0,6
Gaia	5.379.448.000	5	8,7	4	11,8	-3,1
Barigui	4.077.847.628	6	6,6	6	5,3	1,3
PDG	2.193.415.783	7	3,6	7	3,9	-0,3
Habitasec	1.351.848.445	8	2,2	9	1,4	0,8
Nova Securitização	1.166.351.855	9	1,9	8	1,8	0,1
SCCI	846.043.431	10	1,4	12	0,8	0,6
Dez Maiores	57.781.473.092		93,9	53.984.522.455	93,6	0,3
Total	61.537.007.083		100,0	57.689.724.586	100,0	

Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI

TAB. 27

Securitizadora Imobiliária	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	151	1	21,3	1	25,3	-3,9
RB Capital	104	2	14,7	3	14,7	0,0
Cibrasec	91	3	12,9	2	17,5	-4,7
Gaia	77	4	10,9	4	11,6	-0,8
Ápice	55	5	7,8	5	5,1	2,6
Barigui	53	6	7,5	6	3,6	3,9
Habitasec	33	7	4,7	7	3,3	1,3
PDG	17	8	2,4	8	2,9	-0,5
SCCI	16	9	2,3	14	1,1	1,2
Polo Capital	16	10	2,3	9	2,0	0,3
Dez Maiores	613		86,6	581	87,9	-1,3
Total	708		100,0	661	100,0	

Critério: Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2015. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelas Securitizadoras Imobiliárias não são consideradas para o Ranking.

FIDC IMOBILIÁRIO

Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL							TAB. 28
Fundo	1/1/2001 – 31/12/2015			1/1/2001 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Polo Multisetorial NP	433.157.287	1	29,9	2	32,8	-3,0	
Caixa RB Capital Habitação	400.595.730	2	27,6	1	39,0	-11,4	
GBX Prime I	184.304.454	3	12,7	5	5,6	7,1	
Breof Real Estate Credit	127.903.226	4	8,8	-	-	8,8	
GP Aetatis II Imobiliários	90.000.561	5	6,2	3	7,4	-1,2	
Ático Imobiliários	69.712.190	6	4,8	6	4,5	0,3	
Buriti Imobiliários	67.002.670	7	4,6	4	6,4	-1,7	
STF	25.919.675	8	1,8	8	1,0	0,8	
Empírica Home Equity	25.550.504	9	1,8	9	0,5	1,3	
FAI Imobiliários	10.560.734	10	0,7	10	0,4	0,3	
Dez Maiores	1.434.707.031		98,9	1.485.915.830	99,6	-0,7	
Total	1.450.995.706		100,0	1.491.512.538	100,0		

Critério: Ordena os FIDC com lastro em recebíveis imobiliários pelo Patrimônio Líquido (PL) do último dia útil do ano de 2015.

FII

Ranking de FII por Montante de PL							TAB. 29
Fundo	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Porto Maravilha	5.797.007.984	1	9,4	1	7,1	2,2	
BTG Pactual Corporate Office Fund	2.910.725.221	2	4,7	2	5,5	-0,8	
Opportunity	2.282.456.286	3	3,7	3	3,9	-0,2	
Kinea Renda Imobiliária	2.157.331.549	4	3,5	4	3,7	-0,3	
Península	1.542.158.785	5	2,5	7	2,4	0,1	
Shopping Parque D. Pedro	1.519.195.030	6	2,5	6	2,5	0,0	
BB Progressivo II	1.494.358.095	7	2,4	5	2,6	-0,2	
Ventura II-A	1.123.022.131	8	1,8	10	2,0	-0,2	
CSHG Brasil Shopping	1.121.245.849	9	1,8	11	1,9	-0,1	
CSHG Real Estate	1.105.787.581	10	1,8	9	2,1	-0,3	
Dez Maiores	21.053.288.511		34,0	19.544.624.047	33,9	0,1	
Total	61.995.283.253		100,0	57.718.724.311	100,0		

Critério: Ordena os FII pelo Patrimônio Líquido (PL) do último dia útil do ano de 2015

FIP IMOBILIÁRIO

Ranking de FIP Imobiliários por Montante de PL

TAB. 30

Fundo	1/1/2003 – 31/12/2015			1/1/2003 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BRE/Alpha	1.588.353.430	1	6,8	5	4,7	2,1
LPP Investimentos III	1.584.765.580	2	6,8	1	7,8	-1,0
LPP Investimentos II	1.494.947.450	3	6,4	3	6,6	-0,2
SCPL Brazil Real Estate I	1.267.698.840	4	5,4	7	4,4	1,0
LPP Investimentos	1.149.422.320	5	4,9	4	5,8	-0,9
HSI IV	1.115.921.610	6	4,8	9	3,8	1,0
L.A.	1.000.544.280	7	4,3	-	-	4,3
Pátria Special Opportunities I	996.530.530	8	4,3	10	3,1	1,1
Pátria Real Estate II	761.285.020	9	3,3	11	2,8	0,4
Global Equity Properties	737.410.210	10	3,2	6	4,5	-1,4
Dez Maiores	11.696.879.270		50,3	10.168.230.070	52,4	-2,1
Total	23.276.394.910		100,0	19.405.986.900	100,0	

Critério: Ordena os FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário pelo Patrimônio Líquido (PL) do último dia útil do ano de 2015.

TERCEIROS

REAG Investimentos

A escolha certa em soluções patrimoniais



A REAG Investimentos está entre as principais gestoras em soluções patrimoniais, com suas plataformas de negócios focadas em operações estruturadas por meio de fundos Imobiliários (FII), de Participações (FIP) e de Recebíveis (FIDC).

Gestora de recursos independente, com equipe especializada na administração de carteiras de investimento e na gestão de operações.



www.reag.com.br

São Paulo

Av. Brig. Faria Lima, 2.277
17º andar - cj. 1702
CEP 01452-000
Fone: (11) 4096-1800

Brasília

SHN Quadra 02
Bloco F - Sala 1808
CEP 70.702-060
Fone: (61) 3032-2740

Belo Horizonte

Rua Rio de Janeiro, 2.735
13º andar - cj. 801
CEP 30160-042
Fone: (31) 3261-2890

ADMINISTRADORES

FII

Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado

TAB. 31

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	5.646.079.024	1	27,2	1	32,2	-5,0
Intrag DTVM	3.934.156.415	2	18,9	4	11,1	7,9
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2.392.549.342	3	11,5	2	11,8	-0,2
Rio Bravo Investimentos DTVM	2.371.556.515	4	11,4	3	11,1	0,3
Votorantim Asset Management DTVM	1.987.268.432	5	9,6	5	10,4	-0,8
Citibank DTVM	982.400.829	6	4,7	6	6,2	-1,4
Caixa Econômica Federal	720.257.510	7	3,5	7	4,1	-0,6
Banco J. Safra	595.303.049	8	2,9	8	2,7	0,1
Coinvalores	514.287.362	9	2,5	10	2,4	0,0
Oliveira Trust DTVM	455.520.192	10	2,2	9	2,6	-0,5
Dez Maiores	19.599.378.669		94,4	19.268.384.179	94,5	-0,1
Total	20.767.104.265		100,0	20.383.995.712	100,0	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados

TAB. 32

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	23	1	26,4	1	27,7	-1,3
Rio Bravo Investimentos DTVM	10	2	11,5	3	9,6	1,9
Citibank DTVM	9	3	10,3	2	14,5	-4,1
Credit Suisse Hedging Griffo CV	7	4	8,0	4	7,2	0,8
Caixa Econômica Federal	6	5	6,9	5	7,2	-0,3
Votorantim Asset Management DTVM	5	6	5,7	6	6,0	-0,3
Oliveira Trust DTVM	5	7	5,7	7	6,0	-0,3
Intrag DTVM	4	8	4,6	8	3,6	1,0
Coinvalores	4	9	4,6	9	3,6	1,0
Banco Fator	3	10	3,4	12	2,4	1,0
Dez Maiores	76		87,4	73	88,0	-0,6
Total	87		100,0	83	100,0	

Critério: Ordenam os administradores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2015, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 23**.

Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 33

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	16.651.059.066	1	26,9	1	30,6	-3,7
Caixa Econômica Federal	8.249.950.283	2	13,3	2	11,0	2,3
Votorantim Asset Management DTVM	5.186.355.021	3	8,4	4	8,2	0,2
Intrag DTVM	4.693.743.257	4	7,6	6	5,5	2,1
Rio Bravo Investimentos DTVM	4.322.225.689	5	7,0	3	8,2	-1,2
Credit Suisse Hedging Griffo CV	3.553.487.463	6	5,7	5	6,5	-0,8
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	2.857.356.200	7	4,6	7	4,8	-0,2
BRL Trust DTVM	2.764.324.593	8	4,5	8	4,4	0,0
Oliveira Trust DTVM	2.277.471.182	9	3,7	10	2,9	0,8
Banco Ourinvest	1.542.158.785	10	2,5	11	2,4	0,1
Dez Maiores	52.098.131.539		84,0	49.148.185.077	85,2	-1,1
Total	61.991.578.544		100,0	57.718.724.310	100,0	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos

TAB. 34

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	48	1	18,6	1	20,4	-1,8
BRL Trust DTVM	36	2	14,0	2	10,8	3,2
Rio Bravo Investimentos DTVM	22	3	8,5	3	8,8	-0,3
Oliveira Trust DTVM	18	4	7,0	4	8,0	-1,0
Votorantim Asset Management DTVM	15	5	5,8	8	4,4	1,4
Caixa Econômica Federal	12	6	4,7	6	4,8	-0,1
Citibank DTVM	12	7	4,7	5	6,0	-1,3
Credit Suisse Hedging Griffo CV	10	8	3,9	7	4,8	-0,9
Planner Corretora	10	9	3,9	9	4,4	-0,5
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	8	10	3,1	10	3,2	-0,1
Dez Maiores	191		74,0	189	75,6	-1,6
Total	258		100,0	250	100,0	

Critério: Ordenam os administradores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2015. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

FIP IMOBILIÁRIO

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido

TAB. 35

Administrador	1/1/2003 – 31/12/2015			1/1/2003 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Votorantim Asset Management DTVM	4.588.318.120	1	19,7	1	21,1	-1,4
Pátria Investimentos	3.836.116.450	2	16,5	2	12,6	3,9
HSI – Hemisfério Sul Investimentos	2.384.874.480	3	10,2	4	9,9	0,3
Santander Securities Services Brasil DTVM	2.377.656.200	4	10,2	3	11,1	-0,8
BRL Trust DTVM	1.519.251.410	5	6,5	21	0,5	6,0
Planner Corretora	1.161.240.350	6	5,0	6	6,8	-1,8
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	1.077.099.120	7	4,6	9	3,5	1,2
Oliveira Trust Servicer	815.972.740	8	3,5	7	4,4	-0,9
BEM DTVM	701.252.830	9	3,0	8	3,6	-0,6
Citibank DTVM	674.358.700	10	2,9	13	1,9	1,0
Dez Maiores	19.136.140.400		82,2	16.265.805.780	83,8	-1,6
Total	23.276.394.910		100,0	19.405.986.900	100,0	

Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos

TAB. 36

Administrador	1/1/2003 – 31/12/2015			1/1/2003 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	17	1	14,2	1	24,0	-9,8
BRL Trust DTVM	10	2	8,3	9	4,1	4,2
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	10	3	8,3	2	7,4	0,9
Votorantim Asset Management DTVM	9	4	7,5	3	6,6	0,9
Santander Securities Services Brasil DTVM	6	5	5,0	4	6,6	-1,6
Oliveira Trust Servicer	6	6	5,0	5	5,0	0,0
Pátria Investimentos	5	7	4,2	6	4,1	0,0
HSI – Hemisfério Sul Investimentos	5	8	4,2	7	4,1	0,0
Planner Corretora	5	9	4,2	10	3,3	0,9
BEM DTVM	5	10	4,2	8	4,1	0,0
Dez Maiores	78		65,0	84	69,4	-4,4
Total	120		100,0	121	100,0	

Critério: Ordenam os administradores de FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2015. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

ADVOGADOS

CRI

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2015

TAB. 37

Escritório de Advogados	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	4.067.336.978	1	43,6	1	59,9	-16,3
Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados	1.795.973.790	2	19,3	9	1,3	18,0
Bicalho e Mollica Advogados	561.844.708	3	6,0	10	1,1	5,0
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	376.386.000	4	4,0	6	2,3	1,8
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	342.775.961	5	3,7	5	2,9	0,8
Navarro Advogados	283.369.059	6	3,0	13	0,7	2,3
Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados	272.152.000	7	2,9	11	1,0	1,9
Pinheiro Guimarães Advogados	250.000.000	8	2,7	2	12,0	-9,3
BM&A - Barbosa, Müssnich & Aragão	248.072.063	9	2,7	-	-	2,7
KLA - Koury Lopes Advogados	210.000.000	10	2,3	-	-	2,3
Dez Maiores	8.407.910.559		90,2	12.875.061.031	93,1	-3,0
Total	9.325.819.608		100,0	13.825.206.217	100,0	

Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2015

TAB. 38

Escritório de Advogados	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	33	1	27,5	1	29,4	-1,9
Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados	28	2	23,3	7	3,7	19,7
Bicalho e Mollica Advogados	14	3	11,7	8	3,7	8,0
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	9	4	7,5	4	7,3	0,2
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	4	5	3,3	13	1,8	1,5
BM&A - Barbosa, Müssnich & Aragão	4	6	3,3	-	-	3,3
Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	4	7	3,3	5	6,4	-3,1
Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados	3	8	2,5	10	2,8	-0,3
Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados	3	9	2,5	18	1,8	0,7
Navarro Advogados	2	10	1,7	12	2,8	-1,1
Dez Maiores	104		86,7	83	76,1	10,5
Total	120		100,0	109	100,0	

Critério: Ordenam os assessores legais com base no montante emitido e no número de operações de CRI realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias durante o ano de 2015. A assessoria considerada neste *Ranking* é aquela prestada pelo participante às Securitizadoras Imobiliárias, aos Coordenadores Líder, às Cedentes, ou quando este atua como *deal counsel* no processo de estruturação da operação. Quando dois ou mais escritórios de advogados assessoram conjuntamente uma mesma operação, o crédito é atribuído integralmente a todos os participantes. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2015.

FII

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2015

TAB. 39

Escritório de Advogados	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	1.511.033.136	1	88,8	4	16,0	72,8
Spalding Advocacia Empresarial	118.245.277	2	6,9	-	-	6,9
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	64.650.506	3	3,8	-	-	3,8
Bocater, Camargo, Costa e Silva Sociedade de Advogados	8.411.019	4	0,5	7	2,7	-2,2
Total	1.702.339.938		100,0	443.728.441	100,0	

Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2015

TAB. 40

Escritório de Advogados	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação	Posição	Participação	
PMKA Advogados Associados	6	1	50,0	1	30,8	19,2
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	3	2	25,0	-	-	25,0
Bocater, Camargo, Costa e Silva Sociedade de Advogados	2	3	16,7	7	7,7	9,0
Spalding Advocacia Empresarial	1	4	8,3	-	-	8,3
Total	12		100,0	13	100,0	

Critério: Ordenam os assessores legais de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2015. Quando duas ou mais instituições assessoram conjuntamente uma mesma oferta de cotas de FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *Ranking* considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

CRI

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2015

TAB. 41

Agência de Classificação	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	1.102.823.396	1	41,2	1	62,9	-21,7
Liberum	541.557.472	2	20,3	2	11,4	8,9
SR	392.335.299	3	14,7	5	5,5	9,2
S & P	287.500.000	4	10,8	3	8,1	2,7
LF	262.156.033	5	9,8	4	8,1	1,7
Moody's	87.500.000	6	3,3	6	3,8	-0,5
Austin	0	7	0,0	7	0,2	-0,2
Total	2.673.872.200		100,0	3.850.120.062	100,0	

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2015

TAB. 42

Agência de Classificação	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Liberum	17	1	33,3	2	26,9	6,4
Fitch	10	2	19,6	1	32,7	-13,1
SR	10	3	19,6	5	7,7	11,9
LF	9	4	17,6	3	21,2	-3,5
S & P	2	5	3,9	4	7,7	-3,8
Moody's	2	6	3,9	6	1,9	2,0
Austin	1	7	2,0	7	1,9	0,0
Total	51		100,0	52	100,0	

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

TAB. 43

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2015			1/1/1999 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	17.999.090.127	1	61,0	1	63,0	-2,0
Moody's	2.980.382.985	2	10,1	2	10,8	-0,7
S & P	2.762.711.925	3	9,4	3	9,2	0,2
SR	1.781.537.694	4	6,0	4	5,2	0,8
Liberum	1.588.405.791	5	5,4	6	3,9	1,5
Austin	1.319.383.287	6	4,5	5	4,9	-0,4
LF	1.072.564.084	7	3,6	7	3,0	0,6
Total	29.504.075.893		100,0	26.830.203.693	100,0	

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

TAB. 44

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2015			1/1/1999 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	173	1	40,9	1	43,8	-2,9
Austin	66	2	15,6	2	17,5	-1,9
LF	46	3	10,9	3	10,0	0,9
Liberum	44	4	10,4	5	7,3	3,1
S & P	36	5	8,5	4	9,1	-0,6
SR	33	6	7,8	7	6,2	1,6
Moody's	25	7	5,9	6	6,2	-0,3
Total	423		100,0	372	100,0	

Critério: Ordenam as agências de classificação de risco com base no montante e no número de atribuições de classificações de risco emitidas por cada uma delas aos CRI. O valor considerado no *Ranking* das agências de classificação de risco é o montante total de títulos aos quais foi atribuída uma classificação e não o valor de toda a operação. Os *Rankings* consideram atribuições feitas durante o período sob análise para operações novas (registradas ou em processo de registro) ou antigas (realizadas em períodos anteriores, mas classificadas pelas agências em questão pela primeira vez durante o ano). As atividades de monitoramento das agências não são contabilizadas para suas posições no *Ranking*. Uma classificação, seja ela preliminar ou não, é contabilizada uma única vez. Contudo, somente são consideradas classificações nas quais os montantes dos títulos classificados são informados nos relatórios ou em comunicados formais das próprias agências de classificação de risco. Quando um título recebe classificações de duas ou mais agências, o montante objeto da classificação é atribuído a ambas as agências. Os *Rankings* são calculados de forma consolidada e para o ano de 2015.

AGENTES FIDUCIÁRIOS

CRI

<i>Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2015</i>							TAB. 45
Agente Fiduciário	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Pentágono DTVM	5.876.246.195	1	55,9	1	58,8	-2,9	
Oliveira Trust DTVM	3.768.863.072	2	35,8	2	31,3	4,6	
GDC Partners DTVM	412.288.301	3	3,9	3	4,3	-0,3	
Planner Corretora	323.397.444	4	3,1	6	1,3	1,7	
Vórtx	57.161.000	5	0,5	-	-	0,5	
SLW Corretora	48.800.000	6	0,5	5	1,9	-1,4	
Simplific Pavarini DTVM	27.510.000	7	0,3	4	2,3	-2,1	
Total	10.514.266.012		100,0	16.920.520.314	100,0		

<i>Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2015</i>							TAB. 46
Agente Fiduciário	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Oliveira Trust DTVM	64	1	45,1	2	39,4	5,6	
Pentágono DTVM	59	2	41,5	1	45,1	-3,5	
Planner Corretora	8	3	5,6	6	1,4	4,2	
GDC Partners DTVM	5	4	3,5	4	3,5	0,0	
SLW Corretora	3	5	2,1	5	3,5	-1,4	
Vórtx	2	6	1,4	-	-	1,4	
Simplific Pavarini DTVM	1	7	0,7	3	6,3	-5,6	
Total	142		100,0	142	100,0		

Critério: Ordenam os agentes fiduciários com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2015. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2015.

Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI

TAB. 47

Agente Fiduciário	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono DTVM	39.055.171.983	1	63,5	1	60,9	2,6
Oliveira Trust DTVM	17.109.029.677	2	27,8	2	27,4	0,4
Simplific Pavarini DTVM	2.248.988.708	3	3,7	3	3,8	-0,2
GDC Partners DTVM	1.592.318.324	4	2,6	5	2,5	0,1
Planner Corretora	1.023.502.143	5	1,7	4	3,1	-1,4
SLW Corretora	433.623.001	6	0,7	6	1,5	-0,8
Vórtx	42.165.483	7	0,1	-	-	0,1
BRL Trust DTVM	32.207.765	8	0,1	7	0,8	-0,7
Total	61.537.007.083		100,0	57.689.724.586	100,0	

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI

TAB. 48

Agente Fiduciário	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono DTVM	311	1	43,9	2	40,4	3,5
Oliveira Trust DTVM	302	2	42,7	1	44,9	-2,3
Planner Corretora	36	3	5,1	3	5,1	-0,1
Simplific Pavarini DTVM	24	4	3,4	4	3,5	-0,1
GDC Partners DTVM	24	5	3,4	5	3,5	-0,1
SLW Corretora	8	6	1,1	6	1,8	-0,7
Vórtx	2	7	0,3	-	-	0,3
BRL Trust DTVM	1	8	0,1	7	0,8	-0,6
Total	708		100,0	661	100,0	

Critério: Ordenam os agentes fiduciários com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2015. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos agentes fiduciários não são consideradas para o *Ranking*.

AUDITORES

Securizadora Imobiliária

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI							TAB. 49
Auditor	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Deloitte Touche Tohmatsu	22.578.759.737	1	36,7	1	35,9	0,8	
Grant Thornton	15.037.957.550	2	24,4	2	23,5	0,9	
PwC	9.443.494.953	3	15,3	3	18,2	-2,9	
EY	6.740.356.700	4	11,0	4	10,6	0,4	
KPMG	3.319.678.842	5	5,4	5	4,3	1,1	
Moore Stephens Lima Lucchesi	1.351.848.445	6	2,2	8	1,4	0,8	
Itikawa	1.166.351.855	7	1,9	7	1,8	0,1	
BDO RCS	1.106.778.901	8	1,8	6	1,8	0,0	
Ajca	235.648.863	9	0,4	11	0,4	0,0	
Crowe Horwath	165.152.768	10	0,3	12	0,4	-0,1	
Dez Maiores	61.146.028.615		99,4	57.009.031.656	98,8	0,5	
Total	61.537.007.083		100,0	57.689.724.586	100,0		

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI							TAB. 50
Auditor	31/12/2015			31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Deloitte Touche Tohmatsu	232	1	32,8	1	34,3	-1,6	
PwC	163	2	23,0	2	26,9	-3,9	
Grant Thornton	104	3	14,7	3	14,7	0,0	
EY	61	4	8,6	4	7,1	1,5	
KPMG	45	5	6,4	5	4,8	1,5	
Moore Stephens Lima Lucchesi	33	6	4,7	6	3,3	1,3	
BDO RCS	29	7	4,1	7	3,2	0,9	
Itikawa	15	8	2,1	8	1,8	0,3	
Baker Tilly Brasil	8	9	1,1	17	0,2	1,0	
Crowe Horwath	5	10	0,7	10	0,8	-0,1	
Dez Maiores	695		98,2	647	97,9	0,3	
Total	708		100,0	661	100,0		

Critério: Ordenam os auditores de Securizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2015. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos participantes da operação não são consideradas para o Ranking.

FII

Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado							TAB. 51
Auditor	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PwC	8.620.372.447	1	41,5	1	35,5	6,1	
KPMG	4.236.208.366	2	20,4	3	21,7	-1,3	
EY	3.992.204.522	3	19,2	2	24,0	-4,8	
Deloitte Touche Tohmatsu	2.873.423.855	4	13,8	4	13,6	0,3	
BDO RCS	357.891.032	5	1,7	5	1,5	0,2	
Moore Stephens Lima Lucchesi	174.937.979	6	0,8	6	1,0	-0,1	
Grant Thornton	159.796.882	7	0,8	7	1,0	-0,2	
Baker Tilly Brasil	125.234.059	8	0,6	8	0,6	0,0	
Performance	119.285.801	9	0,6	9	0,6	0,0	
TWS	107.749.323	10	0,5	10	0,5	0,0	
Total	20.767.104.265		100,0	20.383.995.712	100,0		

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados							TAB. 52
Auditor	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PwC	34	1	39,1	1	36,1	2,9	
KPMG	20	2	23,0	2	24,1	-1,1	
EY	14	3	16,1	3	19,3	-3,2	
Deloitte Touche Tohmatsu	10	4	11,5	4	10,8	0,7	
BDO RCS	4	5	4,6	5	3,6	1,0	
Moore Stephens Lima Lucchesi	1	6	1,1	6	1,2	-0,1	
Grant Thornton	1	7	1,1	7	1,2	-0,1	
Baker Tilly Brasil	1	8	1,1	8	1,2	-0,1	
Performance	1	9	1,1	9	1,2	-0,1	
TWS	1	10	1,1	10	1,2	-0,1	
Total	87		100,0	83	100,0		

Critério: Ordenam os auditores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2015, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 23**.

Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 53

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
EY	19.829.846.123	1	33,5	1	32,4	1,1
PwC	17.182.434.977	2	29,0	2	30,1	-1,1
KPMG	9.840.304.561	3	16,6	3	17,6	-0,9
Deloitte Touche Tohmatsu	4.824.571.668	4	8,2	4	8,4	-0,2
Grant Thornton	1.937.673.917	5	3,3	5	2,7	0,6
BDO RCS	1.424.717.538	6	2,4	6	1,8	0,6
Baker Tilly Brasil	697.788.110	7	1,2	7	1,0	0,2
PHD Partners	495.123.425	8	0,8	8	0,8	0,0
Confidor	480.418.158	9	0,8	9	0,8	0,0
Moore Stephens Lima Lucchesi	403.567.988	10	0,7	11	0,7	0,0
Dez Maiores	57.116.446.465		96,5	55.566.468.218	96,4	0,1
Total	59.160.108.350		100,0	57.629.042.811	100,0	

Ranking dos dos Auditores de FII por Número de Fundos

TAB. 54

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2015			1/1/1995 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PwC	69	1	29,5	1	29,5	0,0
KPMG	42	2	17,9	2	18,4	-0,5
EY	35	3	15,0	3	15,6	-0,6
BDO RCS	20	4	8,5	5	7,0	1,6
Deloitte Touche Tohmatsu	16	5	6,8	4	7,0	-0,1
Grant Thornton	8	6	3,4	6	4,1	-0,7
Baker Tilly Brasil	8	7	3,4	9	2,5	1,0
PHD Partners	7	8	3,0	8	2,9	0,1
Pemom	7	9	3,0	7	3,3	-0,3
Nova Master	4	10	1,7	11	1,6	0,1
Dez Maiores	216		92,3	225	92,2	0,1
Total	234		100,0	244	100,0	

Critério: Ordenam os auditores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2015. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os Rankings.

ESTRUTURADORES

FII

Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2015							TAB. 55
Estruturador	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Itaú Unibanco	974.240.001	1	54,5	10	1,0	53,4	
Banco Itaú BBA	398.877.635	2	22,3	-	-	22,3	
Banco Opportunity	118.245.277	3	6,6	-	-	6,6	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	83.257.304	4	4,7	7	4,4	0,2	
Banco Bradesco BBI	82.011.500	5	4,6	-	-	4,6	
Máxima DTVM	49.999.999	6	2,8	-	-	2,8	
BB Gestão de Recursos DTVM	41.000.000	7	2,3	-	-	2,3	
Banco BTG Pactual	28.850.525	8	1,6	13	0,1	1,5	
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	7.009.400	9	0,4	-	-	0,4	
Queluz Gestão de Ativos	3.211.000	10	0,2	8	2,7	-2,5	
Dez Maiores	1.786.702.641		99,9	425.569.831	97,6	2,3	
Total	1.788.993.641		100,0	436.174.441	100,0		

Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2015							TAB. 56
Estruturador	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Banco BTG Pactual	3	1	20,0	13	7,1	12,9	
Itaú Unibanco	2	2	13,3	10	7,1	6,2	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2	3	13,3	1	14,3	-1,1	
Banco Itaú BBA	1	4	6,7	-	-	6,7	
Banco Opportunity	1	5	6,7	-	-	6,7	
Banco Bradesco BBI	1	6	6,7	-	-	6,7	
Máxima DTVM	1	7	6,7	-	-	6,7	
BB Gestão de Recursos DTVM	1	8	6,7	-	-	6,7	
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	1	9	6,7	-	-	6,7	
Queluz Gestão de Ativos	1	10	6,7	8	7,1	-0,5	
Dez Maiores	14		93,3	10	71,4	21,9	
Total	15		100,0	14	100,0		

Critério: Ordenam os estruturadores de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2015. Quando duas ou mais instituições estruturaram conjuntamente uma mesma oferta de cotas de FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *Ranking* considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

LÍDERES

CRI

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2015

TAB. 57

Líder de Distribuição	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Banco Itaú BBA	2.960.768.283	1	28,5	2	31,5	-3,0
Banco Bradesco BBI	2.229.687.321	2	21,5	1	37,6	-16,1
RB Capital DTVM	1.438.809.736	3	13,9	8	1,5	12,4
Caixa Econômica Federal	698.589.369	4	6,7	3	10,6	-3,9
Banco BTG Pactual	562.000.000	5	5,4	11	1,2	4,3
Banco Votorantim	499.510.000	6	4,8	4	3,2	1,6
BRL Trust DTVM	322.327.073	7	3,1	10	1,3	1,8
Banco Credit Suisse (Brasil)	279.886.000	8	2,7	-	-	2,7
PETRA Personal Trader CTVM	274.802.966	9	2,6	7	1,5	1,1
SOCOPA	237.306.605	10	2,3	12	1,0	1,3
Dez Maiores	9.503.687.353		92,0	15.618.481.572	92,9	-0,9
Total	10.372.978.077		100,0	16.820.191.928	100,0	

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2015

TAB. 58

Líder de Distribuição	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Banco Itaú BBA	41	1	30,1	1	27,0	3,1
RB Capital DTVM	14	2	10,3	4	5,8	4,5
Banco Bradesco BBI	9	3	6,6	2	15,3	-8,7
BRL Trust DTVM	9	4	6,6	6	5,1	1,5
PETRA Personal Trader CTVM	9	5	6,6	5	5,1	1,5
SOCOPA	9	6	6,6	7	5,1	1,5
Banco Votorantim	8	7	5,9	8	4,4	1,5
Geração Futuro	7	8	5,1	-	-	5,1
SLW Corretora	5	9	3,7	3	5,8	-2,2
Banco BTG Pactual	3	10	2,2	16	0,7	1,5
Dez Maiores	114		83,8	112	81,8	2,1
Total	136		100,0	137	100,0	

Critério: Ordenam os líderes de distribuição de CRI com base no montante emitido e no número de operações distribuídas durante o ano de 2015. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2015.

Cotas de FII

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2015

TAB. 59

Líder de Distribuição	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Itaú Unibanco	974.240.001	1	49,7	14	0,6	49,0
Banco Itaú BBA	398.877.635	2	20,3	-	-	20,3
Opportunity DTVM	118.245.277	3	6,0	-	-	6,0
Credit Suisse Hedging Griffo CV	83.257.304	4	4,2	9	2,7	1,5
Banco Bradesco BBI	82.011.500	5	4,2	-	-	4,2
BRB DTVM	63.361.100	6	3,2	5	11,2	-8,0
Banco Fator	50.000.000	7	2,5	-	-	2,5
Máxima CCTVM	49.999.999	8	2,5	-	-	2,5
BB Banco de Investimentos	41.000.000	9	2,1	-	-	2,1
Banco BTG Pactual	28.850.525	10	1,5	16	0,1	1,4
Dez Maiores	1.889.843.341		96,3	677.377.818	94,9	1,4
Total	1.962.040.731		100,0	713.968.638	100,0	

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Títulos em 2015

TAB. 60

Líder de Distribuição	1/1/2015 – 31/12/2015			1/1/2014 – 31/12/2014		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Banco BTG Pactual	3	1	12,0	16	4,8	7,2
Planner Corretora	3	2	12,0	5	9,5	2,5
Itaú Unibanco	2	3	8,0	14	4,8	3,2
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2	4	8,0	4	9,5	-1,5
Gradual CTVM	2	5	8,0	-	-	8,0
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	2	6	8,0	2	9,5	-1,5
Banco Itaú BBA	1	7	4,0	-	-	4,0
Opportunity DTVM	1	8	4,0	-	-	4,0
Banco Bradesco BBI	1	9	4,0	-	-	4,0
BRB DTVM	1	10	4,0	7	4,8	-0,8
Dez Maiores	18		72,0	15	71,4	0,6
Total	25		100,0	21	100,0	

Critério: Ordenam os líderes de distribuição das cotas de FII com base no montante emitido e no número de Títulos distribuídos durante o ano de 2015. O Ranking considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

5

LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

Por Rodrigo Cury Bicalho e Leandro Issaka
do Escritório Bicalho e Mollica Advogados

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



BICALHO | MOLLICA

ADVOGADOS



Excelência na aplicação do mercado de capitais ao mercado imobiliário e de agronegócio.

- ▾ CRI
- ▾ CCI
- ▾ CCB
- ▾ CRA

- ▾ FII
- ▾ FIP
- ▾ FIDC
- ▾ Fundos de Investimento

INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário teve um ano de 2015, no mínimo, desafiador em vários aspectos e em praticamente toda a sua cadeia produtiva. Especificamente no mercado de crédito imobiliário, do tomador ao financiador, todos foram impactados por um cenário econômico de recessão. Não nos cabe discutir as questões econômicas em si neste artigo, produzido especialmente para este Anuário, mas, sem sombra de dúvidas, foi este cenário que determinou boa parte das mudanças regulatórias sobre a securitização imobiliária.

Passamos agora a analisar as novidades regulatórias de 2015, bem como a questão, por enquanto superada, da tributação dos títulos imobiliários, que chegou a integrar a redação do projeto de conversão em Lei da Medida Provisória nº 694, de 30 de setembro de 2015 (MP 694). A título de organização, dividiremos este artigo por dois produtos de investimento: os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), tratando conjuntamente com este último os demais títulos de créditos imobiliários.

I – FII

O Fundo de Investimento Imobiliário talvez tenha sido o que mais teve novidades no ano de 2015. Primeiramente, a Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015 (ICVM 571), que trouxe relevantes alterações para este mercado. Outra novidade relevante é a Oferta Pública de Aquisição de Cotas (OPAC) de FII que virá a ser regulamentada pela BM&FBOVESPA, e, por fim, a redação do projeto de conversão da MP 694 em Lei que previa a tributação de lucros distribuídos por Fundos de Investimento Imobiliário.

Assim, temos por um lado boas iniciativas com o intuito de melhor regulamentar o mercado destes fundos de investimento, com regras mais claras de divulgação de informações e governança dos fundos, o que poderia incentivar a retomada do crescimento dos investimentos, mas por outro lado cria-se uma especulação sobre a possibilidade de se tributar os lucros distribuídos por estes fundos, o que traria uma desconfiança para os investidores pessoas físicas que gozam do benefício de isenção. Passemos agora a analisar caso a caso.

ICVM 571 – Principais alterações

A Audiência Pública SDM nº 07/14 que discutiu as alterações da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 (ICVM 472), culminando com a edição da ICVM 571, teve ampla participação do mercado, inclusive com uma relevante participação de investidores pessoas físicas, o que demonstra o interesse desses investidores no produto e a necessidade de aperfeiçoamento de sua regulamentação.

Dentre as alterações da ICVM 472 trazidas pela ICVM 571, selecionamos algumas que consideramos mais relevantes conforme passamos a detalhar a seguir:

Constituição e funcionamento dos Fundos de Investimentos Imobiliários (artigo 4º)

A ICVM 571 alterou o procedimento para constituição e funcionamento de FII, unificando-os em um único procedimento, estipulando o prazo de 10 (dez) dias úteis, contados do protocolo dos documentos e informações mencionadas na ICVM 571, para conceder de forma automática a autorização de constituição e funcionamento do fundo. Assim, foi suprimida a necessidade de encerramento da oferta para registro e funcionamento do FII.

Ofertas públicas de aquisição de cotas – OPAC (artigo 6º, §3º)

A alteração prevê a possibilidade de ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição das cotas de um FII (OPAC). Tais ofertas deverão obedecer às regras e procedimentos operacionais estabelecidos pelas entidades administradoras do mercado organizado em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação.

Registro da Oferta Pública de Distribuição de Cotas (artigo 10)

Outra alteração importante foi a do pedido de registro da oferta pública de distribuição de cotas que deverá ser instruído com os documentos e informações exigidos nos termos do novo Anexo 39-V da ICVM 472, bem como, no caso de integralização de cotas com bens e direitos, pelo laudo de avaliação.

No caso de ofertas subsequentes, o prazo para a concessão automática de registro aumentou de 5 (cinco) para 10 (dez) dias úteis, contados da data de protocolo na CVM de versão atualizada do Anexo 39-V e demais documentos, e caso tenham ocorrido mudanças relevantes na política de investimento do fundo ou alteração de seu público alvo desde a realização da última oferta pública de distribuição de cotas registrada na CVM, não se aplica tal prazo, aplicando-se os prazos normais de análise para ofertas públicas, nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Novas disposições sobre o regulamento (artigo 15)

A ICVM 571 estabeleceu alterações relevantes no regulamento dos FII, dentre as quais destacam-se: (a) em sua política de investimento: (i) a identificação do foco de investimento do fundo, se para ganho de capital, obtenção de renda ou ambos; (ii) a possibilidade de aquisição de imóveis gravados com ônus; (iii) a localização geográfica das áreas em que o fundo pode adquirir imóveis ou direitos a eles relacionados; e (b) a previsão sobre

a autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento.

Convocação das Assembleias Gerais (artigo 19)

A primeira convocação das assembleias gerais deverá ocorrer (i) com, no mínimo, 30 (trinta) dias de antecedência no caso das assembleias gerais ordinárias; e (ii) com, no mínimo, 15 (quinze) dias de antecedência no caso das assembleias gerais extraordinárias.

Os titulares de, no mínimo, 3,0% das cotas emitidas ou o representante dos cotistas podem solicitar, por meio de requerimento escrito encaminhado ao administrador do fundo em até 10 (dez) dias contados da data de convocação, a inclusão de matérias na ordem do dia da assembleia geral ordinária, que passará a ser ordinária e extraordinária.

Deliberação (artigo 20)

A nova instrução estabeleceu novo quórum qualificado, que passou de metade, no mínimo, para maioria de votos dos cotistas presentes, e que representem 25,0%, no mínimo, das cotas emitidas para fundos com mais de 100 cotistas, e 50,0%, no mínimo, para fundos com menos de 100 cotistas. Ainda acrescentou as seguintes matérias que dependem de aprovação por quórum qualificado em assembleia: (i) a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto, (ii) a dissolução e liquidação do fundo não previstas no regulamento; (iii) aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses; e (iv) a alteração da taxa de administração.

Pedido de procuração por cotistas e apresentação de propostas nas assembleias gerais (artigo 23)

A ICVM 571 facultou a cotistas que detenham conjuntamente (e não só isoladamente) 0,5% ou mais do total de cotas emitidas, solicitar ao administrador o envio de pedido de procuração aos demais cotistas do FII, desde que contenham todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido. Não poderá mais o administrador exigir outras justificativas para o envio do pedido de procuração, condicionar o envio ao reconhecimento de firma dos signatários do pedido ou comprovação de poderes dos cotistas solicitantes, tampouco cobrar por esse serviço. Não há mais a opção de envio de lista e endereço dos cotistas pelo administrador ao cotista solicitante.

Representante dos Cotistas (artigo 25)

Os representantes de cotistas segundo a alteração trazida pela ICVM 571 deverão ser necessariamente cotistas do fundo e não só profissional contratado para tal fim. Dentre as principais competências e obrigações dos representantes dos cotistas, foram incluídas: (i) fiscalizar os atos do administrador e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e regulamentares; (ii) emitir formalmente opinião sobre as propostas do administrador, a serem submetidas à assembleia geral, relativas à emissão de novas cotas –exceto se aprovada nos termos do inciso VIII do art. 30 da ICVM 472– transformação, incorporação, fusão ou cisão do fundo; (iii) denunciar ao administrador e, se este não tomar as providências necessárias para a proteção dos interesses do fundo, à assembleia geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis ao fundo; (iv) analisar, ao menos trimestralmente, as informações financeiras elaboradas periodicamente pelo fundo; (v) examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; (vi) elaborar relatório que contenha, no mínimo: a) descrição das atividades desempenhadas no exercício findo; b) indicação da quantidade de cotas de emissão do fundo detida por cada um dos representantes de cotistas; c) despesas incorridas no exercício de suas atividades; e d) opinião sobre as demonstrações financeiras do fundo e o formulário cujo conteúdo reflita o Anexo 39-V, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia geral; e (vii) exercer essas atribuições durante a liquidação do fundo.

Remuneração do Administrador do FII (artigo 36)

A ICVM 571 alterou a forma de remuneração do administrador de FII destinados para investidores não qualificados cujas cotas sejam admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, que deve corresponder:

I – a um percentual sobre o valor de mercado do fundo, caso referidas cotas tenham integrado ou passado a integrar, nesse período, índice de mercado, salvo se a assembleia aprovar alternativamente algum dos métodos do inciso II abaixo; ou

II – a um percentual sobre o valor contábil do patrimônio líquido do fundo, a um percentual sobre o rendimento distribuído pelo fundo, a um percentual sobre a receita total do fundo ou ao percentual mencionado no inciso I acima, nos demais casos, conforme definido em regulamento.

O regulamento do fundo poderá conter um valor mínimo para a remuneração do administrador, independentemente da metodologia de cálculo adotada, que seja suficiente para pagar as despesas incorridas com os serviços prestados.

Informações Periódicas (artigo 39)

A forma de prestação das informações periódicas foi alterada, não havendo mais as informações semestrais, apenas mensal, trimestral e anual, bem como foram criados formulários indicados no normativo (Anexo 39-I, Anexo 39-II e Anexo 39-V, respectivamente), a fim de padronizar seu conteúdo e forma.

Informações Eventuais (artigo 41)

A nova instrução aumentou a quantidade das informações eventuais que devem ser apresentadas ou enviadas pelo administrador, de forma semelhante aos fundos de investimentos regrados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, tendo inclusive trazido um conceito do que é um fato relevante.

Letras Imobiliárias Garantidas (artigo 45)

Outra alteração realizada pela ICVM 571 foi a inclusão das Letras Imobiliárias Garantidas – LIG como um título possível de ser adquirido pelos Fundos.

Prazos para entrada em vigor da ICVM 571

A nova regra entra em vigor em 1º de fevereiro de 2016, com exceção das alterações relativas ao prazo de envio dos informes periódicos e à divulgação de informações eventuais, que somente entrarão em vigor em 1º de outubro de 2016. Deverão adaptar os seus regulamentos, até 1º de outubro de 2016, os FII que já tenham obtido o registro até a data de publicação da ICVM 571 ou imediatamente, caso realizem oferta pública de cotas registrada ou dispensada de registro na CVM.

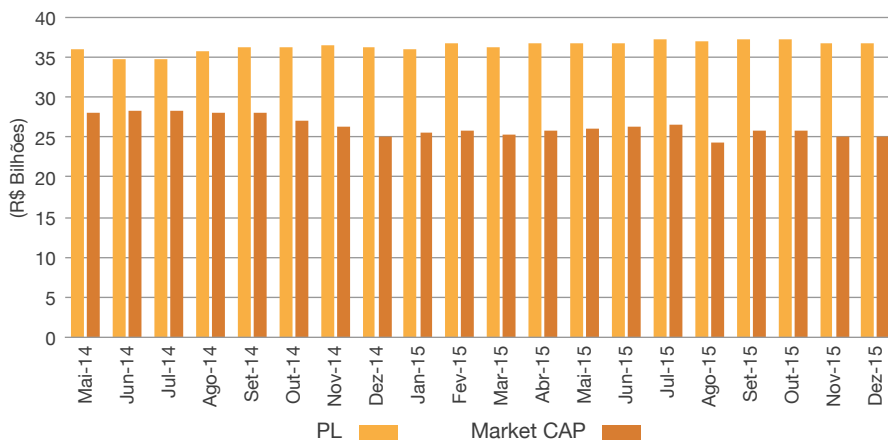
Oferta Pública de Aquisição de Cotas – OPAC

Também em decorrência da ICVM 571 que, conforme já dito acima, previu a permissão para a realização das OPAC, a BM&FBOVESPA, já se adiantando à edição da referida Instrução e conforme esta se manifestou na Audiência Pública, realizou um workshop com o mercado em 13 de agosto de 2015 onde adiantou algumas regras e procedimentos que serão propostos para o Regulamento e Manual de Operações para as OPAC.

A maior motivação para a realização das OPAC é o descolamento entre o valor do Patrimônio Líquido dos FII e o valor de mercado de suas cotas, conforme é possível se verificar no gráfico a seguir:

Patrimônio Líquido e Valor de Mercado

Fonte: Boletim do Mercado Imobiliário – BM&FBOVESPA – Dezembro/2015



Os princípios gerais que regerão a OPAC, conforme evento realizado pela BM&FBOVESPA, são os seguintes:

- Dirigida indistintamente aos titulares de cotas da mesma espécie;
- Tratamento equitativo aos participantes da oferta, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial;
- Adequada informação quanto ao objeto da oferta e ao ofertante;
- Intermediada por Sociedade Corretora, DTVM ou Instituição Financeira com carteira de investimento;
- Preço e condições de pagamento uniformes;
- Efetivada por meio de leilão;
- Sujeita-se a condições cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas;
- Imutável e irrevogável, após a divulgação do edital, salvo se a alteração tratar de melhoria da oferta em favor dos destinatários;
- Sujeita a oferta concorrente e interferência no leilão;
- Liquidação pelo módulo bruto com garantia do intermediário;
- Manifestação do Administrador sobre as condições da oferta; e
- O Administrador deve divulgar as informações da Oferta no website do FIL.

Não obstante, tais regras ainda se encontram pendentes de aprovação perante a diretoria executiva da BM&FBOVESPA para posterior apresentação e aprovação pela CVM.

Tributação Cotas do FII– MP 694

Por fim, um assunto que veio à tona no final do ano de 2015 foi o projeto de Lei de conversão da MP 694, que se encontra sob a apreciação da Comissão Mista de Deputados e Senadores.

Havia sido incluída uma redação no projeto de Lei de conversão da referida Medida Provisória que traria graves consequências ao mercado de Fundos de Investimento Imobiliário, que é a tributação de lucros distribuídos por estes a qualquer beneficiário, inclusive pessoa isenta, sujeitando-se à incidência de imposto sobre a renda, retido na fonte, à alíquota de 17,5%.

Considerando que investimentos imobiliários por meio de empresa teriam, com base no lucro presumido, uma alíquota efetiva de tributação total de 6,73%, e alíquota efetiva de tributação total de 14,53% em atividades de locação/prestação de serviços, o investimento via Fundos de Investimento Imobiliário seria sempre mais oneroso para os investidores.

Felizmente, a redação do projeto de Lei de conversão da MP 694 que trazia a tributação do lucro distribuído pelos fundos imobiliários, inclusive para pessoas isentas, foi retirada do texto, conforme relatório do Senador Romero Jucá recebido em 02 de fevereiro de 2016 pela Comissão Mista do Congresso Nacional, após rápida mobilização de diversos agentes do setor.

II– CRI

O mercado de securitização imobiliária também teve um ano de 2015 bastante agitado. Em primeiro lugar, pela edição da Resolução nº 4.410, de 28 de maio de 2015, pelo Conselho Monetário Nacional (RCMN 4.410), que alterou a Resolução CMN nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010 (RCMN 3.932), no que diz respeito à regra de destinação de recursos de poupança, no tocante da aquisição de CRI; depois a edição da Instrução Normativa da RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015 (IRFB 1.585), atualizou norma de 2010, trazendo mais clareza para algumas questões tributárias relacionadas a títulos de crédito e fundos de investimento direta ou indiretamente relacionados ao setor imobiliário; e finalmente, a já mencionada proposta do projeto de conversão em Lei da MP 694 trouxe também turbulência para o mercado de títulos de crédito imobiliário. Adiante trataremos destes temas individualmente.

Alterações RCMN 3.932

Com a perda da atratividade das cadernetas de poupança em relação a outros ativos financeiros e a conseqüente queda de captação, ocasionando a redução de recursos direcionados ao segmento imobiliário no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), o Conselho Monetário Nacional editou a RCMN 4.410, que alterou as regras dos chamados depósitos compulsórios incidentes sobre a poupança, o chamado “Mapa 4”, impactando as regras de aquisição de CRI por instituições financeiras para cumprimento das regras do Mapa 4.

Das alterações trazidas pela referida resolução, a mais relevante para a securitização imobiliária é que os CRI lastreados em financiamento imobiliário que não se enquadre no âmbito do SFH cairão agora na parcela regulamentar referente a financiamento imobiliário a taxas de mercado, cuja dimensão é de apenas 13 pontos percentuais dos 65 que são exigíveis de serem direcionados para o segmento imobiliário, com base no total captado na poupança. Antes o CRI podia ser utilizado para o cumprimento total do direcionamento de 65,0% dos recursos captados na poupança, bastando que o seu lastro fosse composto por créditos imobiliários, excluindo fluxos de aluguel corporativo.

Outra alteração é que o banco investidor de CRI com lastro em financiamentos habitacionais adquiridos para cumprir as destinações do Mapa 4 contava com um fator de multiplicação de 1,2 para aquele efeito, mas agora, de acordo com a nova regulamentação, deixa de usufruir deste benefício.

Apesar de não ter ocorrido em 2015, vale destacar que, no começo deste ano, a RCMN 3.932 sofreu nova alteração por meio da Resolução CMN nº 4.464, de 11 de fevereiro de 2016. A nova resolução veio permitir às instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) que cederem créditos imobiliários às Companhias Securitizadoras entre 1º de março de 2016 e 31 de dezembro de 2017 computar tais créditos no cumprimento do Mapa 4 (i) pela sua totalidade, até o primeiro mês subsequente à data de formalização dos contratos de cessão de créditos; e (ii) pelo seu valor retro mencionado, deduzido, cumulativamente, à razão de 1/12 (um doze avos) a cada posição mensal a partir do segundo mês subsequente à data de formalização dos contratos de cessão de créditos. Isso quer dizer que no momento da cessão de créditos imobiliários, por estas instituições financeiras, que estiverem enquadrados no Mapa 4, não ocorrerá um desenquadramento, pelo menos imediato, o que em tese torna menos complicada de gerir esta cessão de créditos e, assim, potencializa sua ocorrência.

IRFB 1.585

A Receita Federal consolidou as regras do imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos nos mercados financeiro e de capitais pela IRFB 1.585, revogando a Instrução Normativa RFB nº 1.022 de 2010 (IRFB 1.022), que se encontrava desatualizada e que, desde sua edição, vinha passando por modificações e inclusões em sua redação.

A IRFB 1.022 não era clara sobre a isenção de tributação no ganho de capital de pessoas físicas na alienação ou cessão de CRI, LH e LCI. Isso foi resolvido com a nova instrução normativa, não havendo mais dúvidas sobre tal isenção. Vejamos abaixo um comparativo entre a redação da IRFB 1.022 e a da IRFB 1.585:

IRFB 1.022 (revogada)

"Art. 44. São isentos do imposto sobre a renda:

(...)

II- na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário;"

IRFB 1.585 (em vigor)

"Art. 55. São isentos do imposto sobre a renda ou tributados à alíquota 0 (zero), na fonte e na declaração de ajuste anual, quando auferidos por pessoa física:

(...)

II- a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário;

(...)

V- os rendimentos e ganhos de capital produzidos por debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, por certificados de recebíveis imobiliários e por cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, emitidos na forma prevista no art. 48, e por cotas de fundo de investimento em direitos creditórios a que se refere o § 13 do art. 34;

(...)

Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, ao ganho de capital auferido na alienação ou cessão dos ativos a que se referem os incisos II a IV do caput."

MP 694

Conforme já mencionado acima, além das providências originais da MP 694, havia sido incluída no projeto de Lei de conversão da referida Medida Provisória a previsão da tributação de rendimentos de diversos títulos e valores mobiliários, dentre os quais aqueles vinculados ao mercado imobiliário, quais sejam:

- (i) Letra de Crédito Imobiliário – LCI, de que trata o art. 12 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004;
- (ii) Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI, de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997;
- (iii) Letra Hipotecária – LH, de que trata a Lei nº 7.684, de 2 de dezembro de 1988; e
- (iv) Letra Imobiliária Garantida – LIG, de que trata o art. 63 da Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, sujeitam-se às seguintes alíquotas a partir de 1º de janeiro de 2016.

Felizmente, a redação do projeto de Lei de conversão da MP 694, que trazia a tributação de CRI, CRA, LCI, LCA, teve esta retirada do texto, conforme relatório do Senador Romero Jucá recebido em 02 de fevereiro de 2016 pela Comissão Mista do Congresso Nacional.

Como já indicado neste Anuário, o montante de CRI em estoque em 31 de dezembro de 2015 era de R\$60,63 bilhões, sendo que nitidamente seu crescimento se deu a partir da isenção do imposto de renda pela Lei nº 11.033 em 2004. Além disso, em muitos segmentos específicos do mercado imobiliário, como o de loteamentos urbanos e o de construção para locação por encomenda, a principal fonte de financiamento são os títulos acima mencionados. Neste sentido, a tributação do CRI, bem como dos demais títulos imobiliários, especialmente a LCI, seria extremamente oneroso para o mercado de crédito imobiliário brasileiro, que já vem sofrendo com o atual cenário de recessão econômica.

CONCLUSÃO

Apesar da situação econômica como um todo ter freado os investimentos, vemos com clareza o amadurecimento dos produtos mobiliários de mercado imobiliário ao longo dos anos, bem como a evolução de seus marcos regulatórios. A ICVM 571, bem como a busca da regulamentação da OPAC pela BM&FBOVESPA, são grandes exemplos desse amadurecimento. A alteração da regra de direcionamento dos recursos captados pela poupança por meio da RCMN 4.410 também deve ser vista para o mercado habitacional como um avanço, corrigindo uma distorção quanto ao direcionamento de recursos para a habitação.

Em que pesem os avanços, o mercado de capitais voltado para o segmento imobiliário não está plenamente desenvolvido e ainda existem muitas melhorias a serem discutidas e implementadas. Também, os motivadores da criação dos benefícios fiscais para tais títulos, como o déficit habitacional brasileiro e o pouco acesso ao mercado imobiliário por parte de investidores, principalmente pessoas físicas, ainda não foram superados. Com maior desenvolvimento deste mercado, que depende, é claro, de juros em patamares mais baixos, poderá ser trazida à baila a discussão sobre a retirada de tais benefícios e isenções. Esperemos que o Governo não volte a antecipar este processo por mera sanha arrecadatória.



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

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

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

Visite www.uqbar.com.br e www.tlon.com.br

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

Siga-nos



PATROCÍNIO PREMIUM

