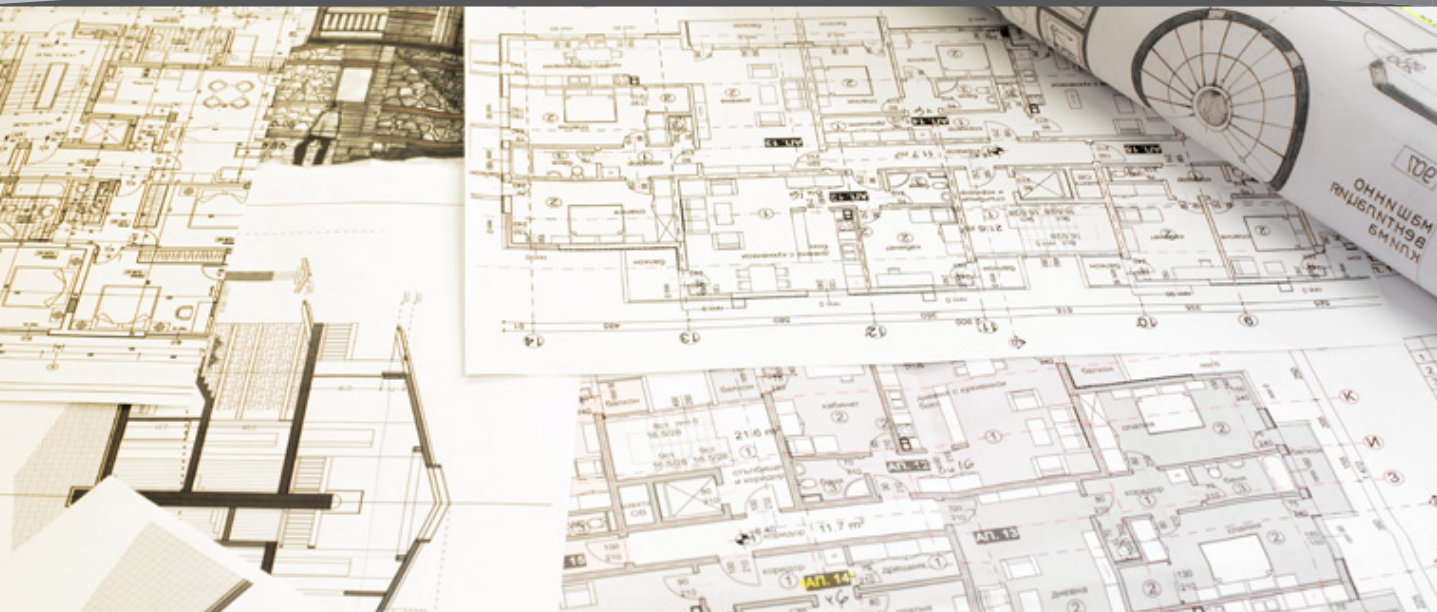




**ANBIMA**

# Estudos Especiais Produtos de Captação



Certificados de Recebíveis Imobiliários

## ▶ PATROCINADORES



A Ápice Securitizadora desenvolve e entrega soluções eficientes e inovadoras no mercado de securitização imobiliária e de agronegócios. Atua na estruturação e financiamento de projetos corporativos (sale and lease back e build to suit), incorporações residenciais ou comerciais, shopping centers e loteamentos e na emissão de Certificados de Recebíveis de Agronegócios (CRA). Conta com profissionais altamente qualificados, com vasta experiência no mercado de capitais e de securitização. Possui mais de R\$ 7 bilhões em emissões e tem como clientes, bancos, assets, incorporadores, loteadores e demais empresas do mercado brasileiro.

## GAIASEC

O Grupo Gaia é o maior grupo de securitizadoras do Brasil, único a englobar uma securitizadora imobiliária, uma de agronegócio e duas financeiras. A GaiaSec figura, desde a sua criação em 2009, entre as maiores securitizadoras imobiliárias do país, tanto em volume, como em número de operações. Além dos aspectos econômicos e de mercado, o Grupo Gaia possui uma enorme preocupação social e ambiental. O Grupo Gaia tem como ativo mais importante os seus Valores, que direcionam as ações de todas as empresas do grupo e garantem a perenidade dentro dos mesmos princípios. O Grupo Gaia possui certificação BCorp, que comprova o atendimento a padrões rigorosos de desempenho social e ambiental, responsabilidade e transparência.



Fundada em 1999, a RB Capital desenvolve soluções de crédito estruturado e de gestão de fundos. Na divisão de Mercado de Capitais somos especialistas na estruturação de operações financeiras de longo prazo, visando a captação de recursos para empresas e projetos por meio de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Debêntures, Debêntures Incentivadas, FII, FIP, FIDC, dentre outros. Como líder e pioneira no mercado de crédito estruturado e securitização, a RB Capital acumula aproximadamente R\$ 19 bilhões em operações. Com aproximadamente R\$ 3 bilhões em ativos sob gestão, a RB Capital Asset Management oferece fundos de Crédito Privado e Renda Fixa, Financiamento a Projetos, Desenvolvimento Imobiliário e Renda Imobiliária.

**Estudos Especiais**  
Produtos de Captação



**ANBIMA**

**Certificados de Recebíveis Imobiliários**

Rio de Janeiro | 2015

Copyright © 2015

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial da editora.

## **ANBIMA**

### **Redação**

Caroline Jorge e Marcelo Cidade

### **Coordenação**

Enilce Melo (Gerência de Estudos Econômicos)

### **Superintendência de Representação Técnica**

Valéria Arêas Coelho

### **Superintendência Geral**

José Carlos Doherty

### **Editoração**

Claudia Paiva

### **Capa**

Carlos Valério

### **Revisão**

Aristóteles Predebon

### **Ficha catalográfica e referências bibliográficas**

Cláudia Kropf

C418

Certificados de Recebíveis Imobiliários. / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Caroline Teixeira Jorge, Marcelo da Silva Cidade. \_ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

86 p.; 25 cm. - (Estudos especiais: produtos de captação)

ISBN 978-85-86500-72-5

1. Mercado financeiro. 2. Mercado de capitais. 3. Certificado de Recebíveis Imobiliários. 4. Renda fixa. 5. Instrumentos de captação. 6. Securitização. 7. Valores mobiliários. I. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. II. Jorge, Caroline Teixeira. III. Cidade, Marcelo da Silva.

CDD-332

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Av. República do Chile, 230 - 13º andar CEP: 20031-919 - Rio de Janeiro - RJ

Tel: (21) 3814-3800 / Fax: (21) 3814-3960

Av. das Nações Unidas, 8.501 -21º andar CEP: 05425-070 - São Paulo - SP

Tel: (11) 3471-4200 / Fax: (11) 3471- 4240

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



### **Presidente**

Denise Pauli Pavarina

### **Vice-Presidentes**

Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio

Carlos Massaru Takahashi

Gustavo Adolfo Funcia Murgel

José Olympio da Veiga Pereira

Pedro Lorenzini

Robert J. van Dijk

Sérgio Cutolo dos Santos

Valdecyr Maciel Gomes

### **Diretores**

Alenir de Oliveira Romanello

Altamir Batista Mateus da Silva

Carlos Augusto Salamonde

Carolina Lacerda

Celso Scaramuzza

Jair Ribeiro da Silva Neto

Luciane Ribeiro

Luiz Sorge

Luiz Fernando Figueiredo

Otávio Romagnolli Mendes

Richard Ziliotto

Saša Markus

Sylvio Araújo Fleury

Vital Meira de Menezes Junior

### **Comitê Executivo**

José Carlos Doherty

André Mello

Ana Claudia Leoni

Guilherme Benaderet

Patrícia Herculano

Valéria Arêas Coelho

Eliana Marino

Marcelo Billi

Soraya Alves

## ► SOBRE A ANBIMA

A ANBIMA é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. A entidade busca representar e defender os interesses das instituições que atuam nesses mercados. Fazem parte de seu quadro associativo cerca de 280 instituições de diversos portes e que atuam em vários segmentos de mercado. Entre elas estão bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimento, gestores e administradores de fundos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio. Todas essas instituições, juntas, permitem que a Associação fale em nome do mercado brasileiro e defenda legitimamente seus interesses.

Na nossa visão, apenas instituições sólidas e fortes são capazes de contribuir para que o mercado de capitais seja um modo de financiar o desenvolvimento econômico do Brasil. Por isso, reunimos esforços para apoiar a evolução dos mercados financeiro e de capitais, ampliando sua participação no financiamento de longo prazo e buscando, ao mesmo tempo, atender às necessidades dos nossos associados, de maneira a conciliá-las com as dos investidores e da sociedade brasileira.

Para fortalecer as instituições e o mercado, nossa atuação é orientada por meio de quatro compromissos: representar os interesses dos associados e articular demandas que estejam de acordo com as necessidades dos segmentos em que eles atuam; autorregular as atividades de seus associados, que voluntariamente criam códigos e aderem a eles, comprometendo-se a seguir as melhores práticas de negócios; contribuir para a qualificação de profissionais que atuam no mercado e dos investidores brasileiros; e prover informações sobre os mercados que representa.

## ► LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figura 1 - Fluxo de Estruturação do CRI .....	14
Figura 2 - CRI - Volume emitido (R\$ milhões).....	36
Figura 3 - Evolução do estoque de CRI em mercado (R\$ milhões).....	37
Figura 4 - Estoque dos ativos financeiros imobiliários (%) .....	38
Figura 5 - Emissões de CRI por Instruções - Volume (R\$ Milhões) .....	39
Figura 6 - Perfil por subscritor.....	40
Figura 7 - Participação de CRIs na carteira de fundos de pensão .....	42
Figura 8 - Evolução de CRIs por volume e tipos de contrato do lastro (%).....	43
Figura 9 - Distribuição de CRIs por volume e categoria de lastro (%) .....	44
Figura 10 - Distribuição de CRIs por volume e segmento (%) .....	45
Figura 11 - CRI - Volume de Emissão por indexador (%) .....	46
Figura 12 - Volume de emissão distribuído pelo prazo médio* .....	47
Figura 13 - Séries emitidas com classificação de risco de crédito (%) .....	48
Figura 14 - Séries de CRI por Rating e tipo de oferta (%) .....	48
Figura 15 - Séries emitidas de CRI com cláusula e prêmio de pré-pagamento (%).....	49
Figura 16 - Volume médio negociado de CRI (R\$ milhões).....	50
Figura 17 - Volume de CRIs na carteira do FGTS (em R\$ bilhões).....	51
Tabela 1 - Emissões de CRIs incentivados no âmbito da Lei nº12.431/11 (art. 1º).....	53
Tabela 2 - Características gerais .....	64
Tabela 3 - Oferta pública de distribuição.....	67
Tabela 4 - Incidência de Imposto .....	72
Tabela 5 - Imposto sobre operações financeiras (IOF).....	72
Tabela 6 - Não residentes.....	73
Tabela 7 - Aplicação em CRIs pelo FGTS.....	74
Tabela 8 - Destinação de poupança para CRIs.....	75
Tabela 9 - Adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas .....	78
Tabela 10 - Ficha Cadastral - CRI.....	79

# ▶ SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>8</b>
<b>2. CARACTERÍSTICAS GERAIS</b> .....	<b>13</b>
2.1. Estruturação do CRI e agentes envolvidos.....	14
2.2. Investidores .....	16
2.3. Composição do lastro e identificação do ativo.....	18
2.3.1. Tipos de contrato.....	19
2.3.2. Concentração .....	21
2.3.3. Segmento.....	22
2.3.4. Natureza .....	22
2.4. Remuneração e correção monetária.....	22
2.5. Eventos extraordinários .....	23
2.6. Garantias e reforço de crédito .....	23
2.7. Tipos de risco.....	25
2.8. Estímulos regulatórios para a aquisição de CRI .....	27
2.8.1. Tributação .....	27
2.8.2. Regras do FGTS .....	27
2.8.3. O “Mapa 4” .....	28
<b>3. OFERTAS PÚBLICAS E INFRAESTRUTURA DE MERCADO</b> .....	<b>30</b>
3.1. Registro de distribuição de oferta pública .....	30
3.2. Depósito centralizado, custódia e escrituração .....	31
3.3. Cetip e BM&FBovespa.....	33
<b>4. MAPEAMENTO DO MERCADO</b> .....	<b>35</b>
4.1. Emissões e estoque .....	36
4.2. Perfil das emissões.....	39
4.3. Mercado secundário.....	50
4.4. O FGTS é um importante detentor de CRIs .....	51
4.5. CRIs emitidos sob amparo da Lei nº 12.431/2011.....	51
<b>5. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO</b> .....	<b>54</b>
5.1. Conceito de crédito imobiliário .....	54
5.2. O funding da poupança e do FGTS .....	55



5.3. CRI e outros ativos imobiliários.....	56
5.4. O papel dos agentes do mercado .....	58
5.5. Fluxo de informações .....	59
5.6. Liquidez no mercado secundário .....	60
5.7. Padronização .....	62
5.8. Perspectivas .....	63
<b>6. BASE LEGAL – ASPECTOS REGULAMENTARES E TRIBUTÁRIOS.....</b>	<b>64</b>
6.1. Legislação do CRI .....	64
6.2. Legislação tributária .....	71
6.3. Aplicações em CRIs com recursos do FGTS e da poupança .....	73
6.4. Autorregulação de CRIs.....	76
<b>7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>82</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>85</b>

## ► 1. INTRODUÇÃO

O CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) foi criado no mercado brasileiro em 1997 e é definido pela legislação como “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro”. Esse ativo é de emissão escritural exclusiva das companhias securitizadoras e resultado direto da securitização de créditos imobiliários.

A evolução do crédito imobiliário no país nos últimos anos criou um ambiente favorável ao aumento das emissões do CRI e ao próprio aprimoramento do aparato regulatório do ativo. Além disso, a isenção tributária às pessoas físicas, no ganho de capital e nos rendimentos, também fomentou o mercado. O estoque de CRI em mercado representa atualmente um montante de R\$ 55,7 bilhões, correspondente a uma parcela de 25,6% dos ativos imobiliários<sup>1</sup> e 3% dos títulos privados domésticos (posição em dez. 2014).

O surgimento do CRI no mercado financeiro doméstico ocorreu em um contexto de reformulação do arcabouço regulatório do financiamento imobiliário no país. A Lei nº 9.514, de 20 nov. 1997, criou o CRI e estabeleceu as diretrizes do novo modelo de financiamento do segmento, o SFI (Sistema Financeiro Imobiliário).

Até então, as regras previstas pelo modelo anterior, o SFH (Sistema Financeiro de Habitação), criado em 1964, mostravam sinais de esgotamento, boa parte em decorrência dos efeitos do período inflacionário, quando houve descolamentos entre as prestações dos mutuários e o valor do principal. Isso exigiu cobertura de recursos públicos e consequente perda gradativa da capacidade de financiamento.

O SFI estabeleceu novas formas de financiamento, permitindo o acesso ao mercado de capitais a construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de crédito por meio de um modelo de operações estruturadas, nas quais os recebíveis imobiliários desses agentes servem como lastro para a emissão de certificados, os CRIs. Além disso, houve a criação de regras no segmento, que disciplinaram a atuação de players como securitizadoras e agentes fiduciários e novos parâmetros para a mitigação de riscos e garantias.

Todas essas inovações estão correlacionadas à securitização, processo que fortaleceu a desintermediação financeira nos Estados Unidos, e que foi fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano e mundial. Securitização – termo derivado da palavra inglesa security, que designa títulos financeiros – é um processo pelo qual os canais de financiamento, antes constituídos

---

1. Certificado de Recebíveis Imobiliários, Letras Hipotecárias e Letras de Crédito Imobiliário.

por crédito bancário, são substituídos pela colocação direta de títulos junto ao público por parte da empresa captadora.

Nos Estados Unidos, esse processo foi resultado dos efeitos das crises de financiamento, ocorridas dentro e fora do país. No caso da crise da dívida externa dos países emergentes nos anos de 1980, os bancos norte-americanos, credores nessas operações, apresentaram uma piora na sua classificação de risco, o que se refletiu em aumentos nos seus custos de captação. Houve, dessa forma, redução do crédito bancário e consequente elevação de custos para o tomador de recursos. Esse ambiente estimulou a criação de uma nova forma de captação no mercado de capitais, em que as empresas, antes tomadoras de recursos, passaram a obter funding por meio da vinculação de suas dívidas a emissões de títulos de valores mobiliários.

A crise no sistema de financiamento imobiliário norte americano estimulou mudanças em seu modelo de captação de crédito. Até então, o financiamento à aquisição da compra de imóveis era realizado por bancos de poupança, que financiavam hipotecas com fundos derivados de depósitos dessa aplicação. O descasamento de maturidades entre as hipotecas, contratos de prazo muito longo, e os depósitos de poupança agravou-se quando as taxas de juros elevaram-se durante a década de 1970, em resposta à piora do quadro inflacionário, o que resultou na inviabilização dos bancos de poupança.

Para suprir financiamentos ao setor habitacional, o governo norte-americano implementou uma série de reformas que resultaram em um sistema em que o agente financeiro deixou de ser um financiador de hipotecas e passou a originar empréstimos e promover a colocação de papéis, fornecendo linhas de liquidez de apoio à realização da colocação. Deste modo, o financiamento à aquisição de imóveis passou também a ser securitizado. A partir de então, o desenvolvimento desse mercado nos Estados Unidos alcançou patamares significativos e resultou em desdobramentos dentro do próprio sistema bancário, com a venda de suas carteiras de crédito. Em 2008, a significativa alavancagem nessas operações e a falta de um sistema de registros adequado resultaram na maior crise financeira do pós-guerra com efeitos que permanecem até hoje.

A despeito desses problemas, é importante ressaltar que foi por meio das emissões de ativos securitizados com lastro em créditos imobiliários que se viabilizou a maior parte dos recursos disponíveis para o financiamento desse setor nos Estados Unidos nas últimas décadas. Os MBS (Mortgage-Backed Securities), títulos com lastro em recebíveis imobiliários, ainda são relevantes no mercado

norte-americano, com um estoque de US\$ 8,7 trilhões, o que corresponde a uma parcela de 23% do mercado de títulos nos Estados Unidos (posição em set. 2014).

No Brasil, as primeiras operações de securitização por empresas brasileiras ocorreram na década de 1990 e foram realizadas no mercado internacional. A Embratel foi pioneira, securitizando um fluxo futuro de créditos no exterior. Logo depois, a Varig, companhia aérea já extinta, realizou operação da mesma natureza. No mercado doméstico, o marco foi a operação da Mesbla Trust, uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) que emitiu debêntures lastreadas em créditos a receber da Mesbla S.A. Embora a empresa tenha entrado em processo de falência logo após a emissão dos títulos, os investidores receberam o montante pactuado, já que os ativos da empresa emissora (Mesbla Trust) estavam segregados da Originadora (Mesbla S.A.), assegurando o fluxo de caixa da operação.

A partir da criação das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (1997) e dos FIDC (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – 2001) pelo Conselho Monetário Nacional, o mercado doméstico adquiriu uma nova dinâmica e apresentou uma trajetória de crescimento expressivo nos últimos anos, sobretudo, nas securitizações de créditos imobiliários.

As primeiras operações foram realizadas por meio de uma linha de crédito do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) para financiar os custos da operação. A atuação do BID foi importante para a consolidação do mercado de securitização imobiliária, pois, além do aporte de recursos, a entidade trouxe padrões de exigibilidade nas operações, seja através de um elevado LTV (que mostra a relação dívida/valor de imóvel) para as condições domésticas, seja através da incorporação de instituições como agência de classificação de riscos e servicer na validação dos processos.

O aparato regulatório do CRI tem sido fundamental para a modernização e estímulo do mercado de securitização imobiliária, ao introduzir conceitos até então inéditos para o segmento. Destaca-se a implementação da alienação fiduciária, pois, ao permitir ao credor reaver o imóvel em menor período de tempo do que a hipoteca, proporcionou maior segurança jurídica e melhor percepção de risco para os agentes envolvidos. Ao longo do tempo, outros aperfeiçoamentos regulatórios serviram como fatores de estímulo ao desenvolvimento do mercado, como a dispensa de certidão de crédito (hoje realizado pela Serasa), a possibilidade de lastro do CRI em CCI (Cédula de Crédito Imobiliário), a isenção de imposto de renda para as pessoas físicas (Lei nº 11.033 de 2004), a criação da estrutura de subordinação nas emissões e, por fim, a permissão para a aquisição de CRI por FIIs (Fundos de Investimentos Imobiliários), introduzida pela ICVM nº 472.

Atualmente, os grandes temas que norteiam o debate sobre o CRI no mercado brasileiro decorrem de mudanças do aparato regulatório, sobretudo as regras que qualificam os investidores à aquisição do ativo e as recentes mudanças na regulamentação dos títulos de crédito imobiliário de emissão bancária – conhecidos como covered bonds, que também serão abordados ao longo desta publicação.

Este livro faz parte da série “Produtos de Captação” e se insere na estratégia da ANBIMA de consolidação, divulgação e transparência de informações dos diferentes segmentos em que atua. No que se refere ao CRI, a ANBIMA desenvolveu, em 2014, outras iniciativas relacionadas ao fortalecimento da disseminação do ativo no mercado. Uma delas foi o desenvolvimento de uma base de dados, de forma que seja possível identificar o perfil das emissões a partir de definições elaboradas por Grupo de Trabalho formado no âmbito do Comitê de Produtos Imobiliários da Associação. Para a construção dessa base de dados, as informações de todas as emissões realizadas a partir de 08 dez. 2014 passaram a ser enviadas para a ANBIMA, seguindo os moldes de identificação do ativo discutidos pelo Comitê. Também está em curso a formação da base de dados histórica contendo as características do estoque dos CRIs que já estavam em mercado.

Outra ação da Associação na mesma direção é a divulgação de uma proposta de metodologia para cálculo dos CRI de menor complexidade, parte de um projeto que prevê também o desenvolvimento de uma calculadora eletrônica que permitirá a montagem automática do fluxo de pagamentos e a aferição de preços e taxas de negociação. A expectativa é de que a conclusão de operações seja facilitada, contribuindo para a padronização dos cálculos e das cláusulas do Termo de Securitização, da mesma forma como ocorreu para os títulos corporativos (debêntures).

No campo da autorregulação, os CRIs vinham sendo regidos, desde 1998, pelo Código ANBIMA de Ofertas Públicas que, entretanto, não tratava especificamente do ativo. Ao longo do tempo, com o crescimento das operações, foi necessária a inclusão, nesse Código, de um capítulo sobre o CRI, que passou a vigorar em fevereiro de 2014.

Este livro consolida as informações referentes ao CRI – características, regulação e estatísticas – e reproduz, em alguma medida, o debate atual do mercado sobre o ativo. As discussões são pautadas em 16 entrevistas com agentes do segmento como securitizadoras, agentes fiduciários, distribuidores, investidores e centrais de registro e custódia de ativos. O livro está dividido em cinco capítulos, além desta introdução e da conclusão. O capítulo 2 trata das características básicas do ativo, tais

como os agentes envolvidos, os lastros passíveis de securitização e as estruturas de garantia e mitigação de riscos. O terceiro capítulo trata sobre os ambientes de registro e infraestrutura do mercado. O quarto capítulo busca identificar e consolidar as principais estatísticas do mercado de CRI disponíveis até o momento. O debate atual do mercado, as principais tendências, entraves e perspectivas são o tema do capítulo 5. E, por fim, o capítulo 6 apresenta um resumo da regulação vigente que trata sobre o CRI.

## ► 2. CARACTERÍSTICAS GERAIS

O CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) foi criado pela Lei nº 9.514, de 20 nov. 1997, e é definido como um “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro”. Sua emissão é escritural e exclusiva de companhias securitizadoras, que são instituições não financeiras constituídas sob a forma de ações, e com registro de companhia aberta junto à CVM.

Regulado pela Instrução CVM nº 414/04, o CRI é o resultado direto da securitização de créditos imobiliários, processo pelo qual tais créditos são vinculados à emissão de títulos, mediante um **Termo de Securitização** lavrado pela própria securitizadora. Em outras palavras, a operação de securitização transforma recebíveis de médio e longo prazos em títulos negociáveis no mercado de capitais, permitindo que incorporadoras, construtoras, imobiliárias e instituições financeiras detentoras de créditos imobiliários possam recompor seu capital de giro para realizar novos investimentos, sem a necessidade de aumentar seu grau de endividamento.

Sobre os créditos que lastreiam a emissão de CRI, pode ser instituído o regime fiduciário, caso mais comum, ou ainda, a garantia flutuante. Neste último caso, assegura-se privilégio geral sobre o ativo da securitizadora aos investidores do CRI, sem que isso impeça a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Já no regime fiduciário, o montante total dos créditos que lastreiam a emissão constitui patrimônio separado na securitizadora e não se confunde com o seu patrimônio geral. Dessa forma, os créditos se destinam exclusivamente à liquidação dos CRIs a que estão vinculados, até o resgate completo desses títulos, e não podem constituir garantia ou sofrer qualquer execução por credores da companhia securitizadora, salvo no caso de ônus de processos de ordem trabalhista. Isso significa que, caso a securitizadora entre em processo de insolvência, o patrimônio separado não será afetado e os investidores dos CRIs terão prioridade sobre a totalidade dos créditos vinculados ao seu ativo, mitigando-se o risco da emissora para o investidor nesse tipo de aplicação.

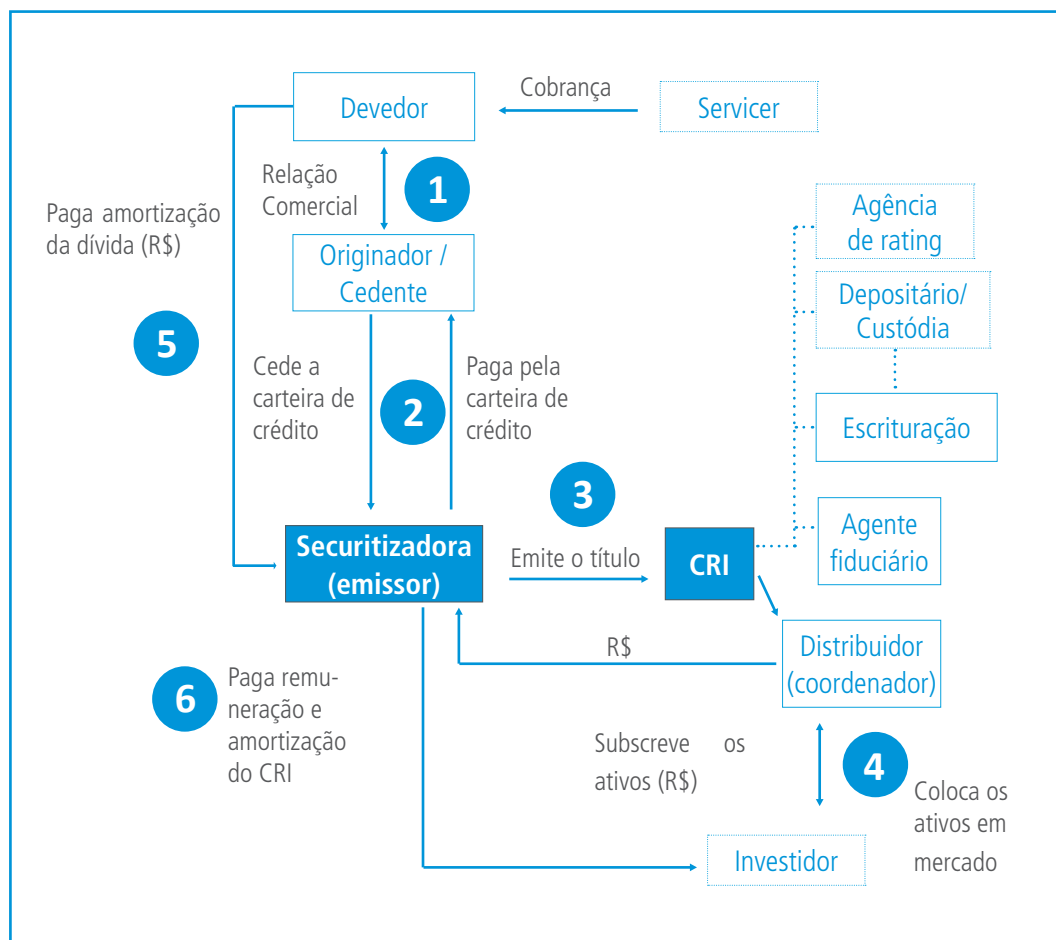
Para que prevaleçam essas condições, é necessária a **atuação do agente fiduciário**, instituição financeira ou companhia autorizada pelo Banco Central com o objetivo de defender os interesses dos investidores do ativo e administrar esse patrimônio separado em caso de insolvência da securitizadora. Outras atribuições do agente fiduciário serão tratadas nas próximas seções.

Este capítulo tem por objetivo apresentar as características gerais do ativo, incluindo seu processo

de estruturação, os tipos de lastro, segmentos de atuação, os agentes participantes da operação, bem como as garantias e os riscos envolvidos. As informações relacionadas ao depósito/custódia e escrituração do CRI serão tratadas de forma detalhada no capítulo três, que aborda aspectos da infraestrutura do mercado.

## 2.1. Estruturação do CRI e agentes envolvidos

### Fluxo de Estruturação do CRI





A estruturação de um CRI depende, fundamentalmente, da **originação de um crédito imobiliário**, que consiste na celebração de contrato entre um credor, que terá créditos a receber, e um devedor, que assume a obrigação de pagamento em contrapartida ao recebimento de serviços e/ou bens imóveis. O contrato deve envolver necessariamente operações com imóveis, como compra e venda, aluguel, e outras modalidades. Originado o crédito, a estruturação do CRI envolve a **cessão desses créditos à securitizadora**, operação realizada também mediante contrato. Nele deve conter a descrição completa dos créditos cedidos e as responsabilidades do cedente junto à securitizadora, tais como a possibilidade de coobrigação assumida pelo credor (cedente) de assumir o fluxo de pagamentos em caso de inadimplência do devedor ou deterioração do lastro.

Após a cessão dos créditos, a securitizadora deve declarar, de forma unilateral, a vinculação dos créditos imobiliários à emissão de CRI através do **Termo de Securitização**. Por meio desse documento pode ser instituído o regime fiduciário sobre os créditos imobiliários que servem de lastro para o título, constituindo-se o patrimônio separado de afetação dos créditos. No Termo deve constar a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a especificação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrada a respectiva matrícula. Outras informações relevantes<sup>2</sup> são o registro do ativo na instituição custodiante (Cetip e/ou BM&FBovespa), a indicação das agências de classificação de risco e a nota atribuída ao CRI, a identificação dos prestadores dos serviços de controle e cobrança dos créditos e, ainda, a indicação e a qualificação do agente fiduciário.

O **agente fiduciário** é a instituição que representa o conjunto de investidores do CRI e deve zelar pela proteção de seus direitos e interesses, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado. Com isso, ele deve verificar e comunicar aos investidores os eventos ocorridos no fluxo de recebíveis, como pagamento de juros e pré-pagamento, e calcular preços unitários do ativo para que o investidor possa acompanhar o ciclo de seu investimento. No regime fiduciário, a sua contratação é obrigatória e é formalizada para cada um dos patrimônios segregados da companhia securitizadora, de modo que ele pode atuar em diversas emissões de uma mesma securitizadora.

---

2. Outras informações contidas no Termo de Securitização: averbação do termo de securitização no serviço de registro de imóveis ou no registro da instituição custodiante; características básicas dos créditos imobiliários vinculados, das assembleias e beneficiários, forma de publicidade dos atos e ou fatos de interesse dos investidores, descrição das despesas de responsabilidade dos detentores dos CRI, declaração da companhia securitizadora, agente fiduciário, e, se houver, da instituição-líder da oferta pública de distribuição do CRI, da legalidade e ausência de vícios da operação e da veracidade, consistência, correção e suficiência das informações.

Nesse modelo também é previsto o trabalho do servicer, cuja contratação é facultativa. Trata-se de uma instituição responsável pelo monitoramento, cobrança e recuperação dos créditos imobiliários vinculados à emissão do CRI. No Brasil, a contratação do servicer pelas securitizadoras ainda não está consolidada, havendo poucas instituições prestadoras desse serviço.

Por fim, outro participante relevante deste segmento é a **agência de classificação de risco de crédito**, ou agência de rating, empresa independente que avalia os ativos financeiros emitidos por empresas corporativas, públicas ou privadas, instituições financeiras e governos. As agências atribuem uma classificação de acordo com o grau de risco de crédito do CRI, isto é, a capacidade de o tomador de recursos gerar fluxo de caixa para pagamento de suas dívidas e obrigações. A regulamentação torna obrigatória a classificação de risco apenas quando a oferta pública é destinada a investidores não qualificados.

Cumpridas as etapas de estruturação de um CRI, a distribuição do ativo no mercado é realizada por uma **instituição financeira coordenadora**, que também deve ser indicada no Termo de Securitização. Esta instituição coordenará a colocação dos títulos junto aos investidores, por meio de ofertas públicas reguladas pela CVM. É importante mencionar que, nas captações de volume inferior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), está dispensada a figura do intermediário, o que possibilita à securitizadora estruturar e distribuir o ativo.

## 2.2. Investidores

As ofertas públicas de CRIs registradas na CVM, nos termos da ICVM nº 400, podem ser destinadas para o público geral. Já os CRIs distribuídos pela ICVM nº 476, que têm dispensa automática de registro<sup>3</sup>, devem ser destinados exclusivamente a investidores qualificados e, com a nova ICVM nº 554, serão destinados para investidores profissionais. Essa nova Instrução foi publicada em dezembro de 2014 e entrará em vigor a partir de 1º de outubro de 2015.

Conforme a ICVM nº 554, são consideradas investidores qualificados as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de

---

3. As exigências para a dispensa de registro serão tratadas no próximo capítulo.

reais)<sup>4</sup>, pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios, e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.

São também considerados como investidores qualificados os investidores profissionais, novo conceito criado pela ICVM nº 554. São eles: as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, e pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)<sup>5</sup>, fundos de investimento, clubes de investimento que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM, e investidores não residentes.

Além de alterar o conceito de investidor qualificado, e criar o conceito de investidor profissional, a ICVM nº 554 eliminou as regras que exigem investimento mínimo para aplicação em valores mobiliários. Na antiga ICVM nº 409, o montante de investimentos financeiros exigidos para que pessoas naturais ou jurídicas se enquadrassem na categoria de investidor qualificado era de R\$ 300.000,00. As alterações trazidas pela ICVM nº 554 buscaram dar lugar a um regime único de proteção, centrado não nos produtos, mas na sofisticação do investidor, e alinhado com o desenvolvimento das práticas de suitability.

Como benefícios, acredita-se que a revisão do valor de investimentos financeiros tornou-se mais adequada à realidade econômica atual e, além disso, que a ausência de um valor mínimo de subscrição em um único ativo tende a proporcionar maior diversificação das carteiras de valores mobiliários pelos investidores e, conseqüentemente, um aumento da liquidez nos mercados secundários. Finalmente, a medida contribui para eliminar a heterogeneidade de conceitos e definições constantes na regulação brasileira, facilitando tanto a supervisão e fiscalização dos mercados, como a observância dos participantes de mercado<sup>6</sup>.

---

4. AÉ que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B da ICVM nº 554.

5. E que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A da ICVM nº 554.

6. Para maiores informações, ver Informe de Legislação ANBIMA nº 25, disponível em: [http://www.anbima.com.br/informe\\_legislacao/2014\\_025.asp](http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2014_025.asp).

As emissões não destinadas exclusivamente a investidores qualificados, isto é, registradas na CVM pela Instrução nº 400 e destinadas ao público em geral, devem atender algumas exigências. Em primeiro lugar, é necessário que seja instituído o regime fiduciário sobre os créditos que compõem o lastro. É também obrigatório que os créditos sejam originados de imóveis providos de “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente da região que autoriza o uso do imóvel pelo proprietário, ou seja, o CRI não pode ter como lastro um crédito advindo de um imóvel não performado. Se o imóvel não contar com este documento, o crédito lastro originado no financiamento da incorporação de unidades imobiliárias deve integrar patrimônio de afetação.

Para os CRIs destinados a investidores que não sejam qualificados também é obrigatória a apresentação, na emissão, de relatório de agência classificadora de risco, com atualização, no mínimo, trimestral. Além disso, o pedido de registro na CVM deve vir obrigatoriamente com a averbação ou registro do Termo de Securitização de Créditos<sup>7</sup>.

Por fim, os CRIs com concentração relevante do risco de crédito em devedor que não disponibiliza informações financeiras completas devem ser destinados exclusivamente a investidores profissionais, e não podem ser subscritos por mais de 50 investidores desta categoria. Enquadram-se nessas situações os casos em que os créditos de uma mesma sociedade empresarial sejam superiores a 20% do lastro total da carteira. Este limite pode ser excedido quando a oferta pública de distribuição tem como alvo exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores, acionistas controladores. Nestes casos, entretanto, é vedada a negociação dos ativos no mercado secundário.

### 2.3. Composição do lastro e identificação do ativo

Os CRIs podem ser lastreados em diversas modalidades de crédito imobiliário, isto é, em recebíveis originados de diversos tipos de contrato, como é o caso dos recebíveis oriundos de contratos de aluguel, contratos de compra e venda de imóveis ou de exploração de superfície. Os empreendimentos, por sua vez, podem ser realizados em diversos segmentos do setor imobiliário, como residencial, corporativo, hoteleiro, logístico, dentre outros. A identificação do CRI, portanto, deve estar vinculada ao lastro principal.

---

7. No caso de CRIs destinados exclusivamente a investidores qualificados, a certidão de averbação do Termo pode ser apresentada em até 90 dias após o início da distribuição.

Tendo em vista os múltiplos aspectos deste ativo, a ANBIMA elaborou uma proposta de identificação, no âmbito do Comitê de Produtos Imobiliários<sup>8</sup>, que levou em conta a classificação internacional (Residential Mortgage-Backed Security – RMBS x Corporate Mortgage-Backed Security – CMBS<sup>9</sup>) e as especificidades do mercado brasileiro. Esta identificação baliza a organização da base de dados ANBIMA e facilita as consultas pelo mercado, permitindo a adequada comparabilidade entre as transações e maior transparência de informações no segmento.

A seguir são descritas as diferentes formas de identificação do CRI, em grande parte associadas aos tipos e à estrutura do lastro deste ativo e que seguem os padrões da ANBIMA em relação ao perfil de informações solicitadas para o ativo.

### 2.3.1. Tipos de contrato

#### **Compra e Venda do Imóvel**

Podem constituir lastro do CRI os créditos originados de contratos que validem operações de compra e venda de um imóvel com pagamento a prazo. Estas operações ocorrem através de uma escritura ou compromisso de compra e venda.

#### **Locação, arrendamento ou superfície**

Neste caso, o lastro é composto por recebíveis oriundos de contratos que tenham como propósito a concessão da posse direta do imóvel ao devedor do crédito imobiliário, seja por meio de um vínculo de obrigação (locação, arrendamento) ou real (concessão de direito real de superfície). Neste último caso, é concedido ao contratante o direito de construção de um imóvel na superfície.

Sobre o contrato de locação, há uma discussão no campo do direito em relação aos impactos, no CRI, do vencimento antecipado do contrato de aluguel, resultante da desistência do locatário em continuar no imóvel. Argumenta-se<sup>10</sup> que a multa e as garantias relacionadas a uma rescisão antecipada de uma operação de aluguel não são suficientes para antecipar a liquidação de um CRI. Outra questão refere-se à revisão do valor do aluguel prevista nos contratos vis-à-vis a correção do título, de forma

---

8. Mais especificamente, no Subcomitê de CRI.

9. Conforme tratado na Introdução, os CMBS são os ativos equivalentes ao CRI nos Estados Unidos, e são classificados entre “residencial” e “corporativo”.

10. NOVO, Bruno. *Notas Práticas para a estruturação de certificados de recebíveis imobiliários*, São Paulo, Ed. Scortecci, 2012.

que se garanta o pagamento do fluxo de caixa do CRI. Nesse sentido, os mecanismos de reforço de crédito, abordados em seção posterior, são importantes para mitigar os riscos desse descasamento.

Como um desdobramento do contrato de locação, pode-se mencionar o contrato build-to-suit, que se refere a um acordo comercial em que o locador se compromete a construir ou reformar um imóvel para atender às necessidades específicas de um locatário, de forma que o imóvel, depois de construído ou reformado, seja alugado por prazo e condições determinadas entre as partes. A renda do aluguel, que vai garantir o retorno e remunerar o capital investido pelo locador, servirá de base para os recebíveis imobiliários constituintes do lastro para a emissão do CRI. Até 2012 esse tipo de locação era considerado atípico no Brasil. Em dezembro daquele ano, a Lei nº 12.744 regulou esse procedimento, e contemplou a renúncia ao direito de revisão do valor do aluguel e de afastamento do risco de rescisão antecipada e imotivada, com pagamento de multa proporcional ao tempo decorrido do contrato (Art. 4º da Lei nº 8.245/91 e Art. 413º do Código Civil). É possível também que o contrato build-to-suit contemple a venda do imóvel a prazo, e não o aluguel, depois de terminada a reforma ou construção. Similarmente, os recebíveis dessa operação de venda é que servirão de lastro para o CRI.

### Financiamento imobiliário

Além dos recebíveis originados dos contratos mencionados, pode constituir lastro do CRI qualquer financiamento imobiliário destinado à aquisição, incorporação, ou reforma (retrofit) de imóveis e empreendimentos imobiliários. No caso de incorporação, diz-se que o CRI envolve um imóvel **não performado**, e seus recebíveis estarão, em alguma medida, sujeitos ao sucesso do empreendimento. Todos os financiamentos mencionados podem ser instrumentalizados por contratos específicos, como cédulas de crédito bancário ou títulos de valor mobiliário.

A emissão dos CRIs lastreados em títulos representativos de crédito é uma realidade no mercado brasileiro, sobretudo utilizando-se a CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) e, em menor medida, a CCB (Cédula de Crédito Bancário). É importante mencionar que a possibilidade de emissão de um CRI lastreado em recebíveis de outro CRI, proposta à CVM, foi vetada pela Procuradoria da Autarquia em razão da interpretação de que pode haver um encadeamento do risco entre as operações.

A **CCI** é um título emitido pelo credor, representativo de direitos de créditos imobiliários. Criada pela Lei nº 10.931/04, sua emissão está vinculada a apenas um contrato de crédito, não sendo permitida a vinculação a mais de um contrato. Quem emite a cédula é o credor, com o objetivo de simplificar

a cessão de crédito, já que a emissão e negociação dos ativos são independentes da autorização do devedor. A CCI poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele. Neste último caso, o somatório das CCI fracionárias não pode ultrapassar o valor total do crédito que serve de lastro.

A consagração da CCI como lastro da emissão do CRI no mercado financeiro decorre da agilidade proporcionada aos emissores no que se refere ao registro do Termo de Securitização nos Cartórios de Imóveis. Quando o crédito imobiliário lastro do CRI instrumentaliza-se em uma CCI, é necessário registrar o Termo apenas junto à instituição custodiante das CCIs, e não nos respectivos Cartórios de Registro de Imóveis associados aos financiamentos, o que demandaria mais tempo e custo para viabilizar a emissão do título.

Já o **CCB** é um título de crédito em favor de uma instituição financeira, baseado na promessa de pagamento decorrente de uma operação de crédito. Para que o CCB possa servir de lastro para a emissão do CRI, é necessário que os recebíveis vinculados ao CCB sejam originados de operações de financiamento a empreendimentos imobiliários.

### 2.3.2. Concentração

Os CRIs também podem ser identificados pela concentração de devedores do crédito lastro, sendo denominados “pulverizados”, quando são múltiplos os devedores, ou “concentrados”, quando os lastros são cedidos por poucos ou um único devedor.

Os **CRIs concentrados**, ou corporativos, possuem mais de 20% dos seus lastros atrelados a um único devedor e geralmente refletem uma operação de crédito de valor elevado. Há diversos casos em que o investidor e o devedor são corporações de um mesmo grupo econômico. É criada uma SPE, que estabelece, por exemplo, um contrato de locação com a corporação, e os recebíveis originados deste acordo servirão de lastro para um CRI emitido por uma securitizadora. Neste tipo de estruturação é bastante comum o acordo build-to-suit.

Já os **CRIs pulverizados** são compostos por um pool de devedores e costumam apresentar valor do crédito individual mais baixo. O ativo deve ter no máximo 20% do seu lastro devido por um único devedor. A principal diferença entre o CRI pulverizado e o concentrado reside na avaliação de risco

desses papéis. Enquanto no CRI concentrado avalia-se o risco do devedor individual, no CRI pulverizado avalia-se a carteira: por exemplo, a existência de imóveis performados, o grau de inadimplência e a possibilidade de descasamentos entre os índices de atualização do CRI e dos diferentes créditos que compõem o lastro.

### 2.3.3. Segmento

Os CRIs também podem ser identificados em função do segmento imobiliário em que se enquadram os imóveis associados ao lastro do ativo. São diversas as possibilidades, como apartamentos ou casas, shopping/lojas, empreendimentos de infraestrutura, ou hotéis. Há ainda o segmento comercial, que inclui as lajes corporativas, o industrial, quando envolve centros de distribuição, armazenamento ou logística, e o segmento de loteamento, em que o lastro é composto por recebíveis oriundos de aluguel ou venda de lotes de terrenos. Por fim, é possível que o segmento do CRI seja identificado como híbrido, tendo em vista o enquadramento dos imóveis em mais de uma dessas categorias.

### 2.3.4. Natureza

A identificação do CRI por sua natureza pode ser considerada um agrupamento dos segmentos acima mencionados e assemelha-se à classificação dos MBS nos Estados Unidos: **residencial** ou **corporativo**. Este último engloba todos os segmentos imobiliários não relacionados a casas e apartamentos destinados à habitação residencial. Trata-se de uma identificação mais agregada visando seguir o padrão internacional.

## 2.4. Remuneração e correção monetária

A remuneração dos CRIs deve obrigatoriamente ser definida por uma taxa prefixada, flutuante (taxa diária do DI-Cetip), ou pelos indexadores TR (Taxa Referencial) e TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), observado o prazo mínimo de um mês para o vencimento ou período de repactuação, e TBF (Taxa Básica Financeira), com prazo mínimo de dois meses para vencimento ou repactuação. Os CRIs não podem ser emitidos com cláusula de variação cambial.



No que se refere à atualização do valor nominal, os CRIs podem ser reajustados por índices de preços setoriais ou gerais ou, ainda, pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança (no caso atual, a TR), devendo neste último caso ter obrigatoriamente prazo de vencimento mínimo de 36 meses (Decisão Conjunta BC/CVM nº 13/2003).

## 2.5. Eventos extraordinários

Os CRIs estão sujeitos a uma série de eventos extraordinários que afetam o fluxo de pagamentos do papel. A possibilidade de que ocorram é prevista no Termo de Securitização, mas não a data de sua ocorrência.

Dentre esses eventos, o mais importante é o pré-pagamento, quando devedores adiantam o pagamento de um montante devido. O pré-pagamento é mais comum entre os CRIs estruturados, já que no CRI pulverizado seria necessário o adiantamento simultâneo do fluxo de todos os múltiplos devedores, ou da maior parte deles, o que é menos provável. Em geral, o pré-pagamento ocorre em momentos de queda de juros, em função da possibilidade de refinanciamento da dívida, a juros mais baixos, pelo devedor.

Além do pré-pagamento, também são eventos extraordinários o vencimento e o resgate antecipado. Nesses dois casos, há um impacto sobre a tributação, já que um investimento a princípio de longo prazo pode transformar-se em um investimento de curto prazo.

## 2.6. Garantias e reforço de crédito

As garantias e os mecanismos de reforço de crédito que envolvem o financiamento imobiliário e toda a estrutura do CRI são determinantes para a avaliação de risco do ativo e sua colocação no mercado de capitais. Nesse contexto, é importante mencionar a alienação fiduciária, a coobrigação e os processos de reforço de crédito, como ajustes de preços, subordinação e sobrecolateralização.

O avanço promovido pela Lei nº 9.514, de 20 nov. 1997, que criou o CRI e instituiu o conceito de **alienação fiduciária**, deu a segurança jurídica necessária para o desenvolvimento do SFI (Sistema

de Financiamento Imobiliário). Até então, o arcabouço jurídico sobre garantias referia-se eminentemente a hipotecas, em que há a vinculação do bem usado na garantia pelo tomador do empréstimo, sem representar a transferência de posse para o credor. O devedor detém a propriedade e a posse do imóvel, que só poderá ser tomado pelo credor por execução de ordem judicial.

Na alienação fiduciária, o devedor ou o fiduciante contrata a transferência do imóvel ao credor ou fiduciário. A propriedade fiduciária é considerada como um direito real, o que acelera a execução da garantia e a retomada do imóvel em caso de não pagamento.

Dessa forma, o financiamento imobiliário pode ser garantido por hipotecas, cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de compra e venda ou de contratos de promessa de venda de imóveis<sup>11</sup>, bem como por alienação fiduciária do próprio imóvel.

Outra estrutura de garantia do CRI é a **coobrigação**, que implica na assunção, pelo cedente, de parte dos riscos da operação, como, por exemplo, a responsabilidade de pagar ou substituir o crédito cedido em caso de inadimplência do tomador ou outras situações previstas no contrato de cessão.

Além das garantias, o CRI apresenta processos de reforço de crédito importantes para a mitigação de riscos em casos de inadimplência de parte da carteira ou eventual descasamento entre os índices de atualização do valor do lastro (por exemplo, o valor de aluguel de um imóvel) e o da correção do valor nominal do CRI. Esses mecanismos, descritos abaixo, mitigam o risco de não pagamento, mas não eliminam a possibilidade de insuficiência de recursos e de situações de default no ativo.

## Ajuste de Preços

O ajuste de preços é um mecanismo estabelecido entre o cedente e a securitizadora para que o preço de cessão dos recebíveis seja periodicamente ajustado de maneira a garantir um fluxo de recursos que possibilite o pleno pagamento aos detentores do CRI. Se as obrigações do CRI forem maiores que o valor nominal dos créditos imobiliários que servem de lastro para o ativo, o cedente deve pagar a diferença para a securitizadora. Ao contrário, se o valor dos créditos do lastro for maior que o valor para pagamento do CRI, a securitizadora deverá pagar ao cedente os créditos que sobraram após a operação com o ativo.

---

11. O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida.

## Subordinação

A subordinação envolve a emissão de duas séries de CRI: uma série subordinada, cujo recebimento de recursos pelo detentor está condicionado ao pagamento de outra série, denominada série sênior. Cria-se, com isso, um colchão de liquidez que visa assegurar a prioridade do pagamento dos recursos aos detentores do CRI sênior. Esse mecanismo é comum nos casos dos CRIs com lastro em carteira pulverizada de crédito. Em geral, todos os CRIs subordinados permanecem na carteira da instituição cedente, devido ao maior risco envolvido neste papel.

## Sobrecolaterização

Mais uma alternativa para evitar problemas decorrentes de inadimplência e descasamento de índices é a sobrecolaterização. Esse mecanismo também busca gerar um colchão de liquidez que seja suficiente para arcar com os compromissos junto aos detentores do título, vinculando apenas uma parte do fluxo de recebíveis oriundos do lastro à emissão do CRI (por exemplo, 80% do lastro), de forma que essa diferença consiga absorver possíveis situações de insuficiência de recursos.

## 2.7. Tipos de risco

O processo de estruturação de um CRI envolve riscos de naturezas diversas. A agência de classificação de risco, em geral, foca em três aspectos principais: a qualidade do crédito, a estrutura do fluxo de caixa e a solidez jurídica.

Na avaliação do **risco de crédito** que lastreia a emissão de um CRI, os aspectos a serem destacados estão relacionados aos processos de garantia e de reforço de crédito e sua diversificação. Nesse ponto, o grau de concentração do crédito por devedor e/ou pelo valor dos contratos da carteira são indicadores relevantes. Quanto menos concentrado, melhor tende a ser a avaliação da carteira por estar menos dependente de apenas um contrato e/ou devedor.

Outro aspecto importante na avaliação da qualidade do crédito que compõe o lastro do CRI é a capacidade de pagamento do devedor do crédito. Além do histórico de pagamentos e inadimplência dos devedores, são consideradas outras medidas de solvência da carteira, tais como a relação da dívida com o valor do imóvel (LTV – Loan to Value) ou o limite de endividamento, medido pela

relação entre o valor da prestação do financiamento e a renda do devedor (DTV – Debt to Income).

Outras questões relacionadas ao fluxo de caixa, como o descasamento dos índices, o monitoramento dos fluxos de pagamentos e a presença de servicer são relevantes para a avaliação do risco de crédito.

Já o **risco jurídico** envolve todo o processo de securitização do CRI, seus contratos e relações entre os participantes, assim como suas responsabilidades. Ele se confunde com o **risco estrutural** que está relacionado à forma como as regras estão previstas no contrato e/ou eventuais lacunas que porventura apareçam, tais como ausência de regra de cálculo de juros e amortização, descasamento parcial dos indexadores da carteira, servicer integrante do mesmo grupo da emissora, entre outras. Neste grupo é possível ainda adicionar o risco regulatório, resultante de mudança de regras e novas exigências que, embora tendam a melhorar o segmento, podem gerar custos no curto prazo. A divergência de interpretação das normas, que eventualmente pode se tornar objeto de disputa jurídica, também é um risco presente.

O **risco de mercado** do CRI é relacionado à variação de juros no mercado e ao consequente risco de pré-pagamento do título, em face da possibilidade de o devedor desejar exercer seu direito de quitar de forma parcial ou total o financiamento do imóvel. A possibilidade desse evento numa emissão de CRI é objeto de análise pelo mercado, uma vez que um eventual pré-pagamento dificulta o estabelecimento do preço justo do CRI pelo investidor, por tornar incerto o fluxo de caixa esperado do título.

Uma das principais métricas de pré-pagamento é a CPR (conditional prepayment rate). Esta convenção assume que, para um dado período (mês/ano), uma fração de principal a vencer em períodos futuros será pré-paga. Neste sentido, além da curva de juros do mercado, algumas variáveis são determinantes, como o fluxo de caixa esperado e o risco específico da carteira de recebíveis que serve de lastro para o ativo (perfil dos devedores, histórico de inadimplência, entre outros).

Além desses riscos, que são foco da agência classificadora do risco do ativo, é possível identificar, sob a óptica do investidor, o **risco de liquidez**. Caso haja a necessidade de reaver os recursos aplicados no CRI, é possível que o investidor encontre dificuldades para vender o ativo no mercado, fazendo com que o preço de venda não reflita o preço justo do papel. Tendo em vista tratar-se de um mercado pouco líquido, sobretudo em função dos altos valores unitários de emissão, este é um risco

que deve ser considerado, sobretudo em momentos de estresse do mercado financeiro.

## 2.8. Estímulos regulatórios para a aquisição de CRI

### 2.8.1. Tributação

Com vistas a estimular a pulverização do mercado, a Lei nº 11.033/2011 isentou do imposto de renda, na fonte e na declaração de ajuste anual, os rendimentos de CRIs auferidos por pessoas físicas. Para os demais tipos de investidores, a remuneração dos CRIs está sujeita à tributação segundo as regras aplicadas aos títulos de renda fixa, com alíquotas decrescentes conforme o prazo de aplicação (veja as regras no Capítulo 6). O benefício tributário concedido às pessoas físicas, que também se aplica às letras hipotecárias e letras de crédito imobiliário, se mostrou um estímulo relevante à aquisição do ativo. Embora reconhecida a necessidade de se incentivar as emissões e o financiamento do setor imobiliário no país, a distinção tributária dos ativos imobiliários acabou suscitando críticas de outros segmentos do mercado de dívida privada, que se tornaram relativamente menos atrativos em função da diferença de tratamento fiscal.

### 2.8.2. Regras do FGTS

A Resolução nº 395, do Conselho Curador do FGTS, de 24 jun. 2002, autoriza a aplicação, em CRIs, de recursos do FGTS com destinação obrigatória para operações de habitação e saneamento, desde que esses ativos sejam lastreados em imóveis ou empreendimentos que visem à redução do déficit habitacional do país e à recuperação urbana, como operações nas modalidades de água e esgoto sanitário. Os ativos devem atender a critérios de prazo, atualização, juros, carência, dentre outros, conforme disposto nas Circulares nº 602 e 603 da CEF, de 2012, e detalhados no Capítulo 6. Dados sobre os desembolsos do FGTS para aplicação em CRI podem ser encontrados no Capítulo 4.

Para o FGTS, o dispositivo contribui para o aumento da rentabilidade e liquidez de seus ativos, o que corrobora a gestão mais eficiente dos recursos e facilita o atendimento dos resgates dos contribuintes. Para o segmento de CRI, a atuação do FGTS fomenta o mercado primário e secundário e, com isso, estimula novos financiamentos habitacionais, favorecendo inclusive a geração de novos empregos.

### 2.8.3. O “Mapa 4”

De acordo com a Resolução do CMN nº 3.932, de 16 dez. 2010, as entidades integrantes do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) devem destinar, no mínimo, 65% dos recursos captados com depósito de poupança para operações de financiamento imobiliário. Desse total, 80%, no mínimo, devem ser destinados a operações no âmbito do SFH (Sistema Financeiro da Habitação), desde que o financiamento siga as regras deste Sistema, enquanto os demais 20% podem ser destinados para operações a taxas de mercado. O direcionamento dos recursos para fins imobiliários deve ser comprovado mediante registro no plano de contas do Cosif, em ambiente eletrônico denominado “mapa 4”.

Um importante incentivo para o segmento de CRI, criado pela mesma Resolução, foi a possibilidade de que tanto as aplicações em CRI como os créditos cedidos para companhias securitizadoras pudessem ser contabilizados no “mapa 4” como operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH. Para tanto, era necessário que o crédito-lastro do ativo fosse destinado a qualquer operação de financiamento imobiliário, o que incluía a produção, compra e venda de imóveis comerciais ou residenciais, e excluía as operações com lastro em rendas de aluguel.

No caso da cessão de crédito para securitizadoras, o enquadramento no “mapa 4” valeu para as carteiras cedidas de 1º mar. 2011 a 31 dez. 2013, e o prazo de cômputo foi de três anos, deduzindo-se, do valor inicial, o equivalente a 1/36 (um trinta e seis avos) a cada mês após a emissão. A partir de 2014, entretanto, apenas as aplicações diretas de CRI poderiam ser enquadradas. Assim, para que os créditos cedidos continuassem sendo contabilizados para efeitos das exigibilidades da Resolução, foi necessário que os CRIs fossem recomprados pelas instituições financeiras.

A vantagem dessa operação residia no fato de que um crédito imobiliário originalmente enquadrado como “operação de financiamento imobiliário contratada a taxa de mercado”, quando securitizado, poderia ser enquadrado como “operação de financiamento habitacional no âmbito do SFH”. Considerando as dificuldades das instituições financeiras para cumprimento das exigibilidades do SFH, dado o limite do valor do imóvel objeto do financiamento e a conseqüente necessidade de reunir diversos contratos para o alcance do volume total necessário, a possibilidade de cumprimento da exigibilidade por meio da securitização – pela cessão de carteiras de crédito e/ou compra de CRIs – se tornou muito atrativa para as instituições financeiras.

Vale lembrar que até 30 set. 2013 o valor máximo do imóvel passível de ser financiado no âmbito das regras do SFH era de R\$ 500 mil, o que, segundo as instituições financeiras, dificultava o enquadramento de uma parte relevante de créditos imobiliários cedidos para o financiamento de imóveis de valor superior. A partir de outubro de 2013, este limite subiu para R\$ 750 mil nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal e, nos demais, para R\$ 650 mil. Mas ainda assim, segundo as instituições, havia dificuldade para o atingimento das metas do SFH em face dos elevados custos do setor imobiliário nessas regiões. Assim, a possibilidade de enquadramento da cessão de créditos imobiliários e das aplicações em CRIs como operações de SFH impulsionou o segmento de CRI e contribuiu para o alcance, pelas instituições financeiras, das metas impostas pela Resolução.

De fato, como será visto no Capítulo 4, grande parte das emissões de 2012 a 2014 foi distribuída para as instituições ligadas à oferta, indicando a prática comum no mercado para cumprimento do “mapa 4”.

A recente Resolução do CMN nº 4.410, de maio de 2015, deve alterar este perfil. O normativo estabeleceu que, para que a aplicação em CRI seja enquadrada como operação de financiamento habitacional no âmbito do SFH, o ativo deve ser lastreado em operações de financiamento habitacional neste Sistema, e não mais em qualquer financiamento imobiliário. Essa mudança deve desestimular as instituições financeiras a comprarem ativos lastreados em créditos cedidos por elas próprias, o que, num primeiro momento, pode resultar em um menor volume de emissões, mas, no médio prazo, tende a tornar as operações de estruturação de CRI mais típicas de mercado de capitais.

A Resolução nº 4.410/2015 manteve algumas restrições da Resolução nº 3.932/2010. Caso o CRI tenha carta de garantia de aquisição<sup>12</sup> concedida por instituição integrante do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo), o cumprimento da exigibilidade está limitado a 65% do valor pelo qual o CRI foi adquirido. Além disso, caso o financiamento imobiliário seja no âmbito do SFH, o valor total dos CRIs adquiridos para fins das exigibilidades não pode exceder 50% do montante total a ser direcionado obrigatoriamente para o SFH.

---

12. A carta de garantia é um documento que estabelece que a aquisição dos CRIs será efetivada caso a sua venda tenha sido ofertada em dois pregões ou em duas sessões consecutivas de negociação, na bolsa ou em ambiente de balcão. Estabelece, ainda, preços e datas de exercício dos CRIs, ressalvado que o primeiro exercício não poderá ocorrer em prazo inferior a 20% do prazo total do ativo.

## ► 3. OFERTAS PÚBLICAS E INFRAESTRUTURA DE MERCADO

### 3.1. Registro de distribuição de oferta pública

A oferta pública de CRIs, primária ou secundária, deve ser registrada na CVM, nos termos da Instrução nº 400, que regula as ofertas de valores mobiliários no mercado de capitais. A oferta pode ser realizada com esforços restritos e contar com dispensa automática de registro, nos termos da ICVM nº 476, desde que destinada exclusivamente a investidores qualificados, conforme definição da entidade reguladora.

Na distribuição pública de CRIs direcionada para o público em geral (ICVM nº 400), é obrigatório o envio, para a CVM, de uma série de informações e documentos, dentre os quais, prospectos (preliminar e definitivo) e o anúncio de início e encerramento de distribuição. O prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, com toda a informação necessária, e em linguagem acessível, para que os investidores possam formar sua decisão de investimento.

Preocupada com a proteção ao investidor, a CVM impõe que o coordenador líder assegure a adequação do perfil de risco de seus clientes e o tratamento justo e equitativo aos investidores. A CVM pode dispensar o registro ou alguns dos requisitos previstos nesta Instrução, conforme as características como valor unitário da oferta, plano de distribuição, divisão da distribuição em mais de uma jurisdição, oferta de permuta e público destinatário da oferta.

Entretanto, o pedido de dispensa de registro (ou requisitos) pela ICVM nº 400 tem sido pouco utilizado, em função da flexibilidade trazida pelas ofertas realizadas com esforços restritos, pela ICVM nº 476. Dispensadas automaticamente de registro de distribuição, essas ofertas devem atender a algumas exigências. Além da obrigatoriedade de que os subscritores sejam exclusivamente investidores profissionais, conforme conceito apresentado no capítulo anterior, a emissão deve ser ofertada para no máximo 75 destes investidores e adquirida por, no máximo 50 (conforme alteração promovida pela ICVM nº 554). O encerramento da oferta pública, embora esteja dispensado de anúncio público, deve ser informado pelo intermediário líder à CVM, até cinco dias após sua ocorrência. Ainda com relação ao emissor, é vedada a realização de outra oferta pública de CRI dentro do prazo de quatro meses, contados da data do encerramento da oferta. Uma nova oferta dentro deste prazo deve ser submetida a registro na CVM. Esta restrição não se aplica aos casos de CRIs de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.



Há um período de vedação à negociação, de 90 dias após a subscrição ou aquisição pelo investidor e, passado este período (lock-up), os negócios devem ocorrer exclusivamente entre investidores qualificados. Decorrido o prazo de lock-up, valores mobiliários ofertados de acordo com a ICVM nº 476 poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado, não organizado, e em mercado de bolsa, desde que a securitizadora possua registro para negociação neste ambiente.

### 3.2. Depósito centralizado, custódia e escrituração

Após a concessão do registro de oferta pública pela CVM, a colocação dos CRIs no mercado, primária ou secundária, depende necessariamente do serviço de central depositária prestado pela BM&FBovespa e pela Cetip e, portanto, de registro em pelo menos uma dessas instituições. A seguir, descreveremos brevemente as regras de infraestrutura de mercado vigentes, que incluem, além do depósito centralizado, os serviços de custódia e escrituração.

A partir de 1º jul. 2014, as entidades prestadoras desses serviços passaram a estar sujeitas a novas regras, estabelecidas, respectivamente, pelas Instruções nº 541, 542 e 543. Esse conjunto de normas modernizou o arcabouço regulatório até então vigente, regido pela antiga ICVM nº 89, de 1988, e incorporou as mais recentes discussões internacionais sobre infraestruturas dos mercados financeiros e de capitais, além dos Princípios para Infraestruturas de Mercado publicados pela dupla CPSS-Iosco<sup>13</sup> em 2012.

O novo arcabouço regulatório define as obrigações e responsabilidades dos depositários centrais, custodiantes e escrituradores de forma articulada. Dos três serviços, apenas o depósito centralizado passou a ser uma pré-condição para a distribuição pública de valores mobiliários e para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados (mercados de bolsa e balcão organizado).

O **depósito centralizado** consiste na transmissão da propriedade fiduciária de um valor mobiliário para um depositário central, com a respectiva identificação de seus investidores titulares. O depositário, neste contexto, é responsável por todos os atos correspondentes aos valores mobiliários, no caso, aos CRIs, nele depositados. Dentre suas atividades estão a guarda e o controle de titularidade dos CRIs em contas de depósito mantidas em nome dos investidores.

---

13. Siglas de "Committee on Payment and Settlement Systems" e "International Organization of Securities Commissions".

O depositário não tem poderes para vender os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas pelos investidores sem a autorização expressa do depositante e, nesse sentido, deve restringir a movimentação dos ativos fora do ambiente do depositário, seja pelo investidor final ou por terceiros. Por fim, a central depositária é também responsável por efetivar as instruções de movimentos e coordenar os eventos incidentes sobre os ativos depositados sob sua guarda. Ou seja, deve atualizar e coordenar o pagamento de todos os eventos (pré-pagamento, amortização etc.), com os correspondentes registros nas contas de depósito.

Diferentemente do depósito centralizado, o **serviço de custódia**, cujas regras estão dispostas na ICVM nº 542, não é uma pré-condição para a distribuição pública ou para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados. Contudo, como os investidores não podem ser participantes das centrais depositárias, na prática, o serviço de custódia acaba se tornando essencial. Assim, os **custodiantes** são responsáveis por abrir as contas de depósito em nome dos investidores que os contrataram, assim como pela conservação, controle e conciliação das posições dos ativos nas contas de custódia mantidas em nome do investidor. O custodiante também deve acompanhar o desdobramento das instruções de movimentação recebidas dos investidores e os eventos incidentes sobre esses ativos.

Estão autorizados a prestar o serviço de custódia os bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, as caixas econômicas, as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários e as entidades prestadoras de serviços de compensação, liquidação e depósito centralizado de valores mobiliários.

De forma articulada com os serviços de depósito e custódia, a **escrituração** consiste no registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia, e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários. O escriturador é a figura responsável por realizar os procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação do regime de depósito centralizado aos valores mobiliários. Somente instituições financeiras autorizadas pela CVM podem prestar serviços de escrituração de valores mobiliários, como, por exemplo, bancos comerciais e de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras e as bolsas de valores.

### 3.3. Cetip e BM&FBovespa

No mercado financeiro brasileiro, a Cetip e a BM&FBovespa são as instituições que oferecem os serviços de registro, depósito, negociação e liquidação de CRIs. É possível registrar o ativo para negociação em uma dessas instituições ou em ambas, mas o depósito é efetivamente realizado em apenas uma delas, já que o ativo não pode “existir” em dois ambientes.

Caso o CRI seja lastreado em outros títulos, como as CCLs, por exemplo, pode ocorrer de o lastro estar registrado em uma instituição, e o CRI em outra. Tendo em vista a vinculação do lastro ao CRI, este procedimento não oferece nenhum tipo de risco para a operação.

Na BM&FBovespa e na Cetip as movimentações são integradas aos sistemas de liquidação financeira, registro e negociação. As operações de compra e venda são realizadas pelo mecanismo de entrega contra pagamento – DVP (Delivery versus Payment), sem a figura de contraparte central. A liquidação financeira é realizada via STR (Sistema de Transferência de Reserva) em contas de liquidação mantidas junto ao Banco Central.

Na Cetip, essas operações podem ser intermediadas por qualquer instituição integrante do sistema financeiro de distribuição de valores imobiliários, ou seja, para se investir em um CRI é necessário acessar corretoras, distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimento. Na BM&FBovespa, a intermediação é realizada exclusivamente por corretoras de valores credenciadas.

As negociações eletrônicas dos CRIs são operadas em módulos centralizados e multilaterais, integrantes de plataforma eletrônica, cujas regras são estabelecidas pela BM&FBovespa e pela Cetip. Para o investidor que adquiriu os CRIs na emissão primária, a transferência para o ambiente de negociação no mercado secundário, quando requerida, é automática. Até a efetivação da liquidação financeira pelo comprador (DVP), é possível consultar saldos em tempo real e bloquear a quantidade negociada na posição de vendedor.

Os negócios são capturados pelas plataformas em tempo real, e já incluem as informações necessárias para a liquidação de forma automatizada. Com isso, não exigem intervenção manual e confirmações adicionais pelos participantes, num processo denominado STP (Straight Through Processing). Na BM&FBovespa, as negociações ocorrem na plataforma Puma, enquanto na Cetip, na plataforma Cetip Net.

Ambas as instituições divulgam informações sobre os ativos registrados, como emissor, número da série e da emissão, volume e quantidade emitida, agente fiduciário e remuneração. São divulgados também documentos da oferta, como termo de securitização, prospecto, regulamento e anúncio de distribuição.

Além dessas informações, a Cetip também divulga o preço unitário (PU) da curva nas datas dos eventos e no vencimento do título. A ferramenta se aplica tanto ao valor nominal unitário atualizado, como também ao preço unitário de juros (juros + spread) e é importante para o evento ser gerado no valor correto e para manter o ativo com a curva atualizada. Quando o valor é calculado pelas partes (VCP), a responsabilidade de atualização é do agente de pagamento<sup>14</sup>. Entretanto, na maior parte dos casos, o valor é calculado pelo próprio emissor (VCE). A atualização pode ser realizada no dia anterior à data do evento, D-1, até o fechamento do sistema, às 20h; ou na data do evento, D0, até as 9h30min. A ausência do lançamento de PU caracteriza um evento de inadimplência, sujeito às penalidades previstas no regulamento da Cetip.

---

14. Participante com as atribuições de efetuar a cobrança das obrigações pecuniárias relativas a um ativo e de repassar o produto dessa cobrança ao participante proprietário ou detentor.

## ► 4. MAPEAMENTO DO MERCADO

Neste capítulo, o perfil do mercado de CRI é identificado a partir do leque de informações disponíveis sobre o ativo, e considera a diversidade das etapas que envolvem o processo da sua estruturação. As análises foram baseadas em informações qualitativas e quantitativas disponibilizadas publicamente pela CVM, Cetip, BM&FBovespa e, principalmente, em estatísticas da própria ANBIMA.

A base ANBIMA de dados sobre o CRI começou a ser construída em dezembro de 2014, quando passou a ser obrigatório o envio, para a Associação, de informações sobre as emissões realizadas pelas securitizadoras. Embora a mesma obrigatoriedade não tenha alcançado as emissões anteriores, várias securitizadoras, que respondem pela emissão de 90% dos CRIs em mercado, disponibilizaram voluntariamente as respectivas informações, o que possibilitou a construção de uma série histórica mais longa e representativa para o segmento. A construção desta base pautou-se em critérios de classificação amplamente discutidos pelo Comitê ANBIMA de Produtos Imobiliários.

A iniciativa fez parte do esforço da ANBIMA de tornar o segmento de securitização de créditos imobiliários mais transparentes, ampliando o leque de informações para balizar as decisões tanto de estruturadores e gestores, quanto de investidores. A base de dados ANBIMA nos permitiu analisar o CRI, abordando suas características e os diferentes aspectos da operação, como a categoria dos ativos (corporativo, residencial ou híbrido), o grau de concentração (concentrado/pulverizado), o segmento de atuação (residencial, shopping, indústria, entre outros), a natureza do contrato que lastreia a emissão (financiamento imobiliário, locação, compra e venda do imóvel), além da existência de rating e de cláusulas de pré-pagamento.

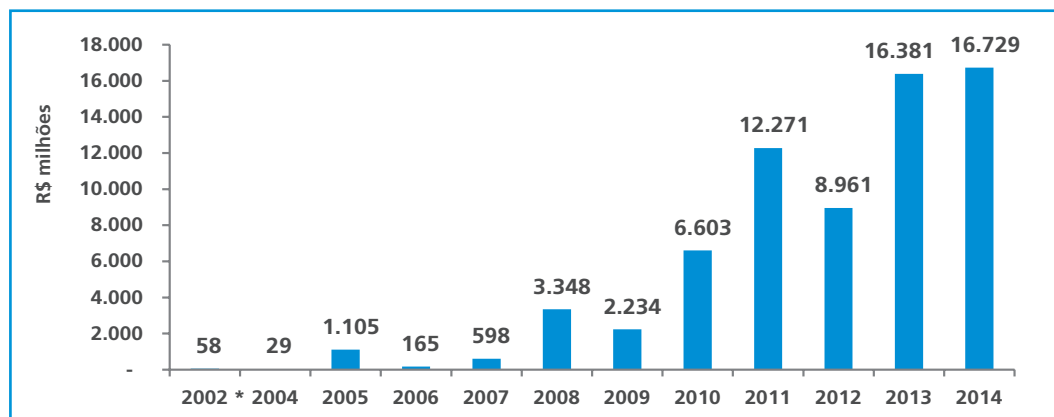
Essas informações foram complementadas com estatísticas divulgadas pela CVM, como o tipo de oferta (distribuição pública por meio das Instruções CVM nº 400 e 476), de emissores e subscritores, assim como da Cetip e da BM&FBovespa, sobre estoques e volumes negociados.

## 4.1. Emissões e estoque

### *Volume das emissões muda de patamar a partir de 2010*

Embora os CRIs tenham sido criados em 1997 pela Lei nº 9.514, os primeiros registros de emissão datam de 1999, totalizando volume ainda reduzido, inferior a um milhão de reais. Alguns fatores mencionados pelos entrevistados como impulsionadores do segmento contribuíram para a trajetória ascendente das emissões nos anos seguintes, em especial a mudança de patamar do volume das emissões a partir de 2010, que alcançou R\$ 16,7 bilhões.

**CRI - Volume emitido (R\$ milhões)**



\*Em 2003 não houve registro de operações. **Fonte:** Cetip.

Um desses fatores foi a possibilidade de cumprimento das exigibilidades de direcionamento dos recursos da poupança para o setor imobiliário (“mapa 4”) por meio da aplicação em CRI ou da cessão de carteiras de crédito imobiliário para fins de securitização (Res. 3.932/2010<sup>15</sup>). O normativo representou um grande estímulo para a emissão de CRIs e para o mercado de securitização a partir de 2011.

Além do “mapa 4”, a isenção tributária criada pela Lei nº 11.033/2011, na fonte e na declaração de ajuste anual, sobre os rendimentos auferidos pelas pessoas físicas, também estimulou o segmento.

15. Conforme discutido no capítulo 2, a Resolução 3.932/2010 permitiu que o valor das carteiras de crédito imobiliário cedidas entre 1º mar. 2011 e 31 dez. 2013 permanecesse computado para efeito do cumprimento da exigibilidade, sendo deduzido, cumulativamente, à razão de 1/36 (um trinta e seis avos) por mês.

De fato, o patamar das emissões elevou-se em 2011 e, a despeito da queda em 2012 em função dos efeitos da crise financeira internacional, continuou crescente em 2013 e 2014.

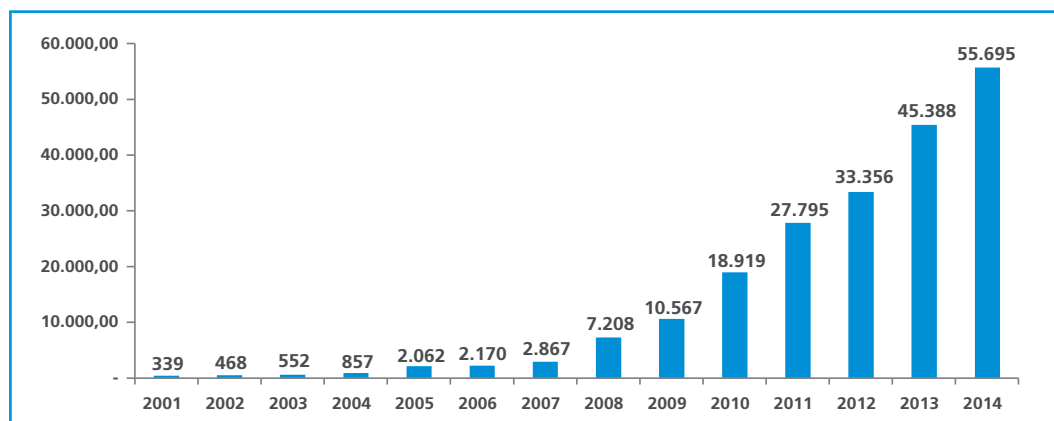
Por fim, a dinâmica do setor de crédito imobiliário também pode ter contribuído para este movimento. Dados do Banco Central indicam que, entre 2007 e 2010, enquanto a taxa acumulada de crescimento do crédito total da economia foi de 81,4%, a de crédito imobiliário com recursos direcionados foi ainda maior, de 214,4%. Além disso, no mesmo período, enquanto o PIB a preços de mercado cresceu acumuladamente 12,3%, o setor de construção civil cresceu 30,2%, conforme dados do IBGE. Esta dinâmica do setor real e de crédito imobiliário pode ter se refletido num estímulo às emissões de CRI nos anos seguintes.

Apesar do volume crescente de emissões, são poucos os emissores nesse segmento. Desde 2009, apenas cinco securitizadoras responderam por quase 90% do volume, refletindo a especialização e a concentração do segmento.

### ***Estoque de CRI em mercado alcança R\$ 55 bilhões em 2014***

Como reflexo das emissões crescentes e do perfil de mais longo prazo dos CRIs, o valor do estoque em mercado também apresentou crescimento expressivo nos últimos anos. O estoque de CRI quase triplicou desde 2010, saltando de R\$ 18,9 bilhões em dezembro desse ano para R\$ 55,7 em dezembro de 2014.

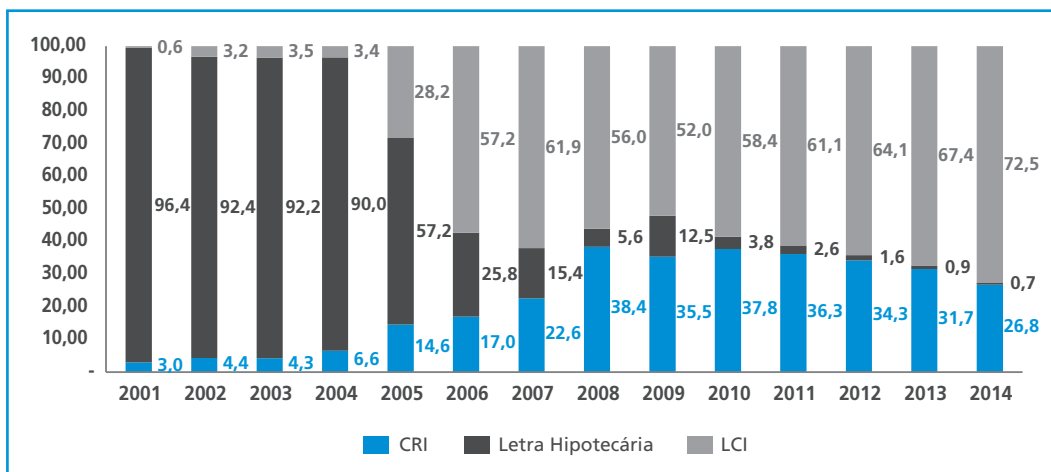
#### **Evolução do estoque de CRI em mercado (R\$ milhões)**



Fonte: Cetip.

Apesar de crescente, o estoque de CRI se reduziu relativamente ao de ativos financeiros do setor imobiliário – que inclui, além dos CRIs, as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) e as LHs (Letras Hipotecárias). Isso se deve ao crescimento acelerado das emissões de LCIs, ativo relativamente mais líquido e menos complexo, como será discutido no capítulo seguinte. A participação das LHs nesse estoque também caiu no período, o que se deve fundamentalmente à extensão do instituto da alienação fiduciária ao setor, resultado da Lei nº 9.514/1997. Nesta modalidade de financiamento, a execução da garantia e recuperação do imóvel, em caso de não pagamento, é muito mais ágil que na hipoteca. Assim, a maior segurança jurídica presente nos financiamentos realizados com alienação fiduciária tornou a hipoteca menos atrativa, impactando negativamente as emissões de LH.

### Estoque dos ativos financeiros imobiliários (%)



Fonte: Cetip.

Como um resultado desses movimentos, a participação dos CRIs reduziu-se de 38,4% em 2008 para 26,8% em 2014, mas ainda pode ser considerada em patamar elevado. Vale mencionar que as CCIs (Cédulas de Crédito Imobiliário) não foram incluídas na comparação porque, conforme discutido no Capítulo 2, representam apenas um “espelho” de créditos imobiliários, além de constituírem, em sua maior parte, lastro dos próprios CRIs, o que geraria dupla contagem.

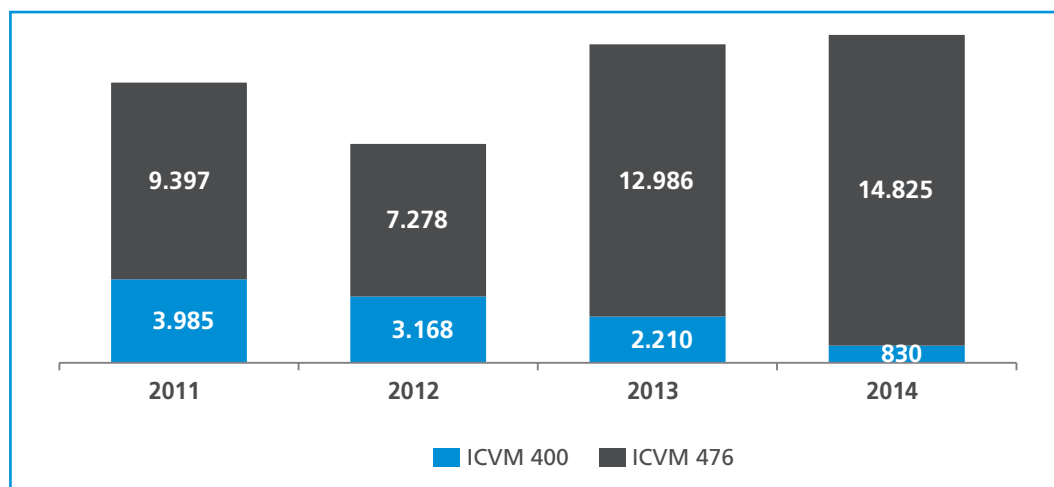


## 4.2. Perfil das emissões

### *Maioria das ofertas públicas de CRIs é realizada com esforços restritos*

Os CRIs são distribuídos principalmente por meio de ofertas públicas com reforços restritos, destinadas exclusivamente para investidores qualificados, nos termos da ICVM nº 476. Em 2014, este tipo de oferta respondeu por 95% do volume financeiro e da quantidade de séries emitidas de CRI. A predominância, observada desde o início da série em 2011, também caracteriza outros segmentos do mercado de capitais e se deve à rapidez e aos menores custos associados a este tipo de distribuição. Essa agilidade resulta, dentre outros, da menor quantidade de informações exigidas para o registro da oferta, o que, em alguma medida, reduz a transparência do segmento.

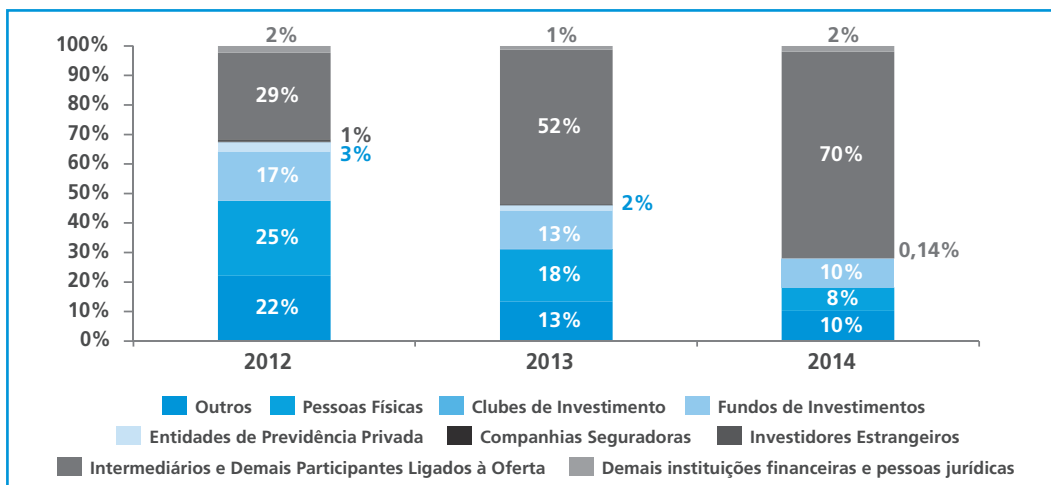
### **Emissões de CRI por Instruções - Volume (R\$ Milhões)**



Fonte: CVM.

Segundo os entrevistados, as recentes mudanças trazidas pela ICVM nº 554 devem contribuir para manter a concentração das ofertas neste tipo de distribuição. A Instrução, conforme discutido em capítulos anteriores, aumentou de 20 para 50 o número de investidores que podem adquirir o ativo na oferta primária, eliminou as regras de investimento mínimo, criou o conceito de investidor profissional e alterou o conceito de investidor qualificado, adequando-o melhor à realidade econômica atual. Com isso, a percepção é de que as condições da oferta por esta modalidade foram aprimoradas e devem continuar predominantes nos próximos anos.

## Perfil por subscritor



Fonte: ANBIMA.

### ***Distribuição é concentrada em intermediários e participantes ligados à oferta***

Os dados da ANBIMA sobre os subscritores do CRI evidenciam a baixa pulverização dos investidores, também mencionada nas entrevistas.

Em função da possibilidade de enquadramento do CRI no “mapa 4”, diversas são as instituições financeiras que compram ativos lastreados em créditos cedidos por elas próprias. O incentivo para este movimento estava relacionado à Resolução 3.932/2010<sup>16</sup>, que, até maio de 2015, enquadrava como operações no âmbito do SFH as aplicações em CRIs lastreados em qualquer financiamento imobiliário. Com isso, uma carteira de crédito imobiliário, originalmente enquadrada como operação de financiamento à taxa de mercado, passaria a ser enquadrada como operação do SFH, caso a instituição financeira cedesse o crédito para uma securitizadora e comprasse o CRI emitido com lastro nesse mesmo crédito. Diante das dificuldades para cumprimento das exigibilidades de operações no âmbito do SFH, tendo em vista os limites de valor do imóvel objeto desse financiamento (R\$ 750.000 para SP, RJ, MG e DF e R\$ 650.000 para os demais estados) e a consequente necessidade

16. A Resolução estabelece que no mínimo 65% dos recursos captados em depósitos de poupança devem ser destinados a operações de financiamento imobiliário, dos quais 80%, no mínimo, devem ser direcionados a operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH e o restante em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado.

de grande número de contratos para alcance do volume exigido, o estímulo foi bastante utilizado pelas instituições financeiras.

Com isso, a participação das instituições intermediárias e demais participantes ligadas à oferta entre os detentores de CRI foi ascendente nos últimos anos, passando de 29% para 70% entre 2012 e 2014.

A recente alteração regulatória trazida pela Resolução 4.410, de 28 de maio de 2015, não mais permite que CRIs lastreados em qualquer crédito imobiliário sejam enquadrados como operações do SFH. Para tanto, é obrigatório que o lastro seja composto por operações de financiamento habitacional no âmbito deste Sistema. A interpretação é que, com a ampliação dos saques de poupança pelos investidores, foram amenizadas as dificuldades para cumprimento das exigibilidades, o que permitiu ao CMN ajustar a regra. Consequentemente, é possível que a participação das instituições ligadas à oferta na distribuição seja reduzida, já que parte do estímulo para aquisição de CRIs lastreados em créditos cedidos pelas próprias instituições financeiras foi retirada.

Em decorrência do crescimento da participação dessas instituições no total subscrito entre 2012 e 2014, a participação das pessoas físicas caiu, de 25% para 8%. Há que se observar que a baixa participação das pessoas físicas concentra-se nas ofertas distribuídas com esforços restritos (ICVM nº 476). Nas ofertas distribuídas por meio da ICVM nº 400, as pessoas físicas responderam por 74,9% do volume subscrito em 2014, e, em 2013 e 2012, por 79,4% e 69,2% respectivamente. Entretanto, como vimos na seção 4.2, esta modalidade de distribuição é minoritária, tendo correspondido a 5,3% das emissões em 2014, 14,5% em 2013 e 30,3% em 2012.

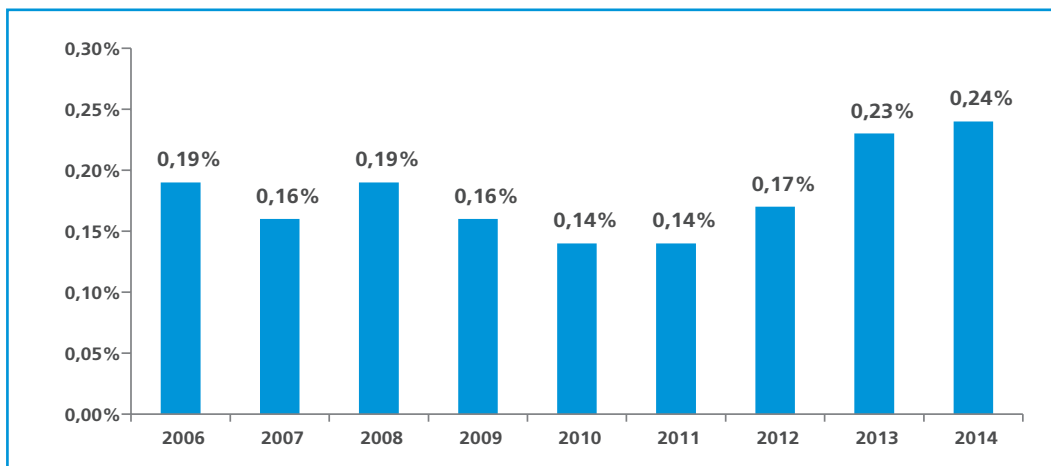
Também é baixa e, nos últimos anos, decrescente a participação dos fundos de investimento e das entidades de previdência privada. Dentre as razões estaria a "perda" da isenção fiscal pelas pessoas físicas no investimento em CRIs por meio desses veículos, o que faz com que a taxa do ativo, formada em um mercado de investidores isentos, potencialmente mais baixa, não se mostre atrativa para os investidores não alcançados pelo benefício fiscal. Além disso, os custos relativamente elevados de avaliação e acompanhamento do ativo não compensariam a alocação pelos fundos, sobretudo considerando o volume de investimento permitido pela regulação.

A Instrução CVM nº 555, que atualiza a ICVM nº 409 e entra em vigor em 1º out. 2015, limita em 20% a aplicação dos fundos de varejo em CRI, percentual que, na verdade, engloba um conjunto de

outros ativos, como cotas de fundos de investimento, de fundos imobiliários e de FIDCs. Nos fundos destinados aos investidores qualificados, esse limite é dobrado, ou seja, o investimento nesse conjunto de ativos pode alcançar 40% do patrimônio do fundo.

No caso das fundações, a Resolução nº 3.792 do CMN, de 24 set. 2009, limita a participação do CRI a 20% do total da carteira de renda fixa, observado o limite máximo de investimentos em títulos privados de até 80% do total do patrimônio líquido dessas instituições.

### Participação de CRIs na carteira de fundos de pensão



Fonte: Previc.

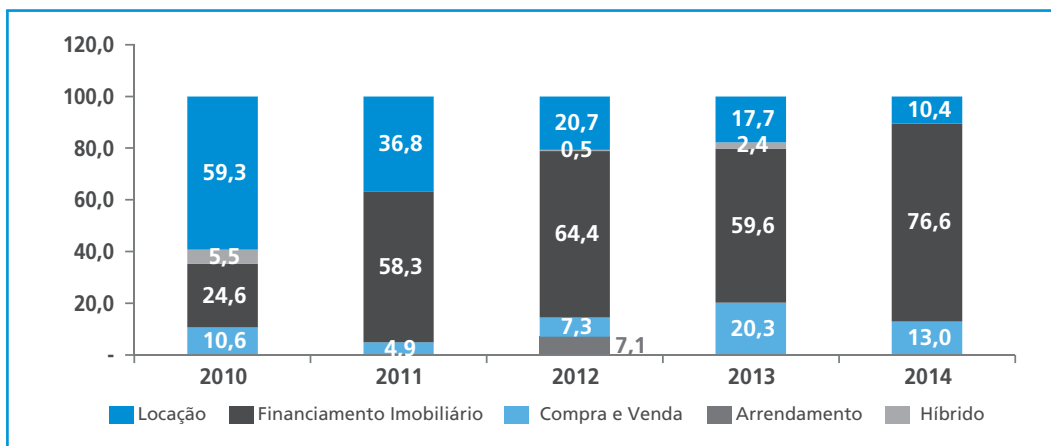
Apesar dos limites impostos pela regulamentação, os dados parecem indicar que tais agentes adquirem valores inferiores, o que reforça os dois argumentos anteriores – da assimetria fiscal e do custo e complexidade de acompanhamento do ativo. Segundos os dados ANBIMA, os fundos de investimento subscreveram 10% do volume emitido em 2014. Já os dados da Previc indicam que a participação de CRIs na carteira das fundações é historicamente pequena, tendo atingido apenas 0,24% em 2014.

Os números corroboram a percepção dos entrevistados de que o segmento de CRI é bastante concentrado e pouco líquido, marcado pelo comportamento hold-to-maturity dos investidores. Os dados sobre o volume negociado, discutidos em seção posterior, reforçam essa percepção.

### **Contratos de financiamento imobiliário constituem principal lastro do CRI**

Os CRIs podem ser lastreados por contratos de compra e venda de imóvel, de financiamento imobiliário, locação, arrendamento, ou, ainda, um mix desses contratos, o que configura um lastro híbrido. Os contratos de financiamento imobiliário constituem o lastro da maior parte do volume emitido, isto é, a cessão de carteiras de crédito é a principal fonte para a estruturação de CRIs.

#### **Evolução de CRIs por volume e tipos de contrato do lastro (%)**



Fonte: ANBIMA.

De 2011 a 2014, a participação desses contratos no estoque de lastro de CRIs manteve-se predominante, o que corrobora a percepção de que o “mapa 4” e a dinâmica do segmento de crédito imobiliário são indutores de emissões do ativo. Entretanto, há que se observar que parte desse conjunto contém operações de financiamento com garantia em contratos de locação, o que acaba por inflar o número final de financiamento imobiliário e, conseqüentemente, subestimar o de locação. De toda forma, os CRIs com lastro em contratos de locação, ainda que tenham perdido espaço nos últimos quatro anos, também apresentam participação significativa – respondendo por 10,4 % dos lastros em 2014.

Também se observou o crescimento do uso de contratos de compra e venda de imóveis como lastro de CRIs, cuja participação saltou de 4,9% em 2011 para 13,0% em 2014, chegando a ultrapassar 20% do total dos ativos emitidos em 2013. Esse movimento também reflete o crescimento do cré-

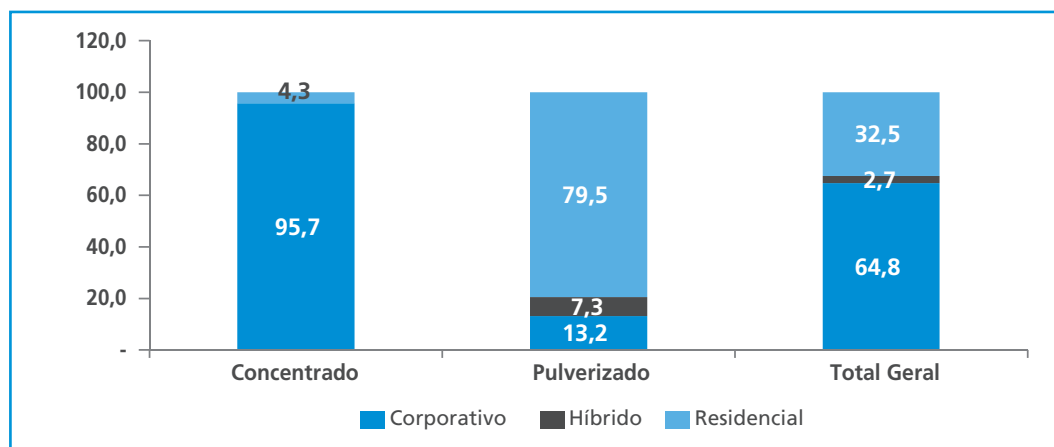
dito imobiliário, em sua maioria de longo prazo, na medida em que potencializa a realização dessas transações comerciais. Embora a partir de 2011 a taxa de crescimento do crédito imobiliário tenha sido menor do que nos anos anteriores, ainda se manteve em patamar elevado (34,6%, 31,1% e 27,3% em 2012, 2013 e 2014, respectivamente).

Os contratos de arrendamento, conforme mencionado nas entrevistas, são pouco representativos, pois são contratos menos usuais no segmento imobiliário.

### ***Categorias de imóveis do lastro dependem de grau de concentração***

A natureza dos imóveis atrelados aos lastros do CRI – corporativo, residencial ou híbrido – guarda forte relação com o grau de concentração dos devedores. Os CRIs pulverizados, com múltiplos devedores, são fortemente vinculados a lastros originados em operações com imóveis residenciais enquanto os concentrados, com mais de 20% do lastro devido por um único devedor, são majoritariamente atrelados a operações com imóveis corporativos. Entre 2002 e 2014, os imóveis corporativos (referentes a empresas) foram responsáveis pela originação do lastro de 95,7% do volume financeiro emitido dos CRIs concentrados. Já os CRIs pulverizados tiveram 79,5% do volume emitido no período lastreado em contratos de imóveis residenciais.

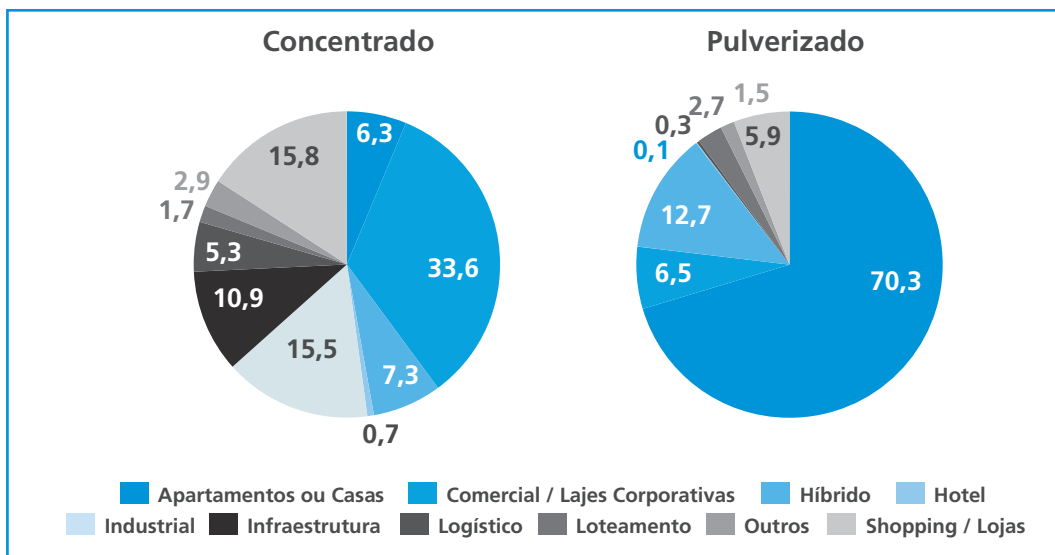
### **Distribuição de CRIs por volume e categoria de lastro (%)**



Fonte: ANBIMA.

Segundo dados da ANBIMA, entre os CRIs concentrados, o segmento Comercial/Lajes Corporativas foi o mais representativo nas emissões entre 2002 e 2014. Já no caso dos títulos pulverizados predominou o segmento de Apartamentos ou Casas (70,3%), já que a estruturação com múltiplos devedores em geral ocorre através de financiamentos imobiliários residenciais.

### Distribuição de CRIs por volume e segmento (%)

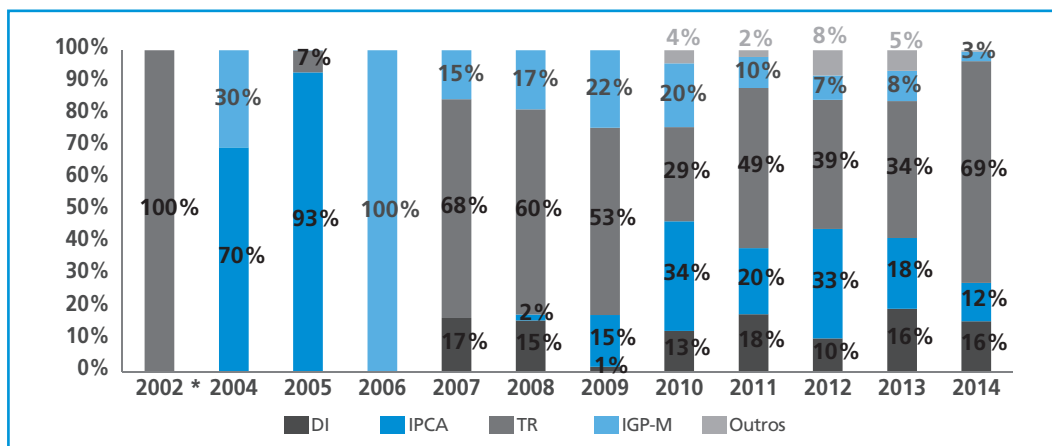


Fonte: ANBIMA.

### CRIs são predominantemente indexados pela TR

O perfil de remuneração do CRI reflete, em grande medida, o tipo de lastro deste ativo. Desde 2007, a maior parte do volume emitido de CRIs é indexada pela Taxa Referencial (TR), que tem como base a taxa média mensal ponderada ajustada dos CDBs prefixados. Esse perfil de indexação é predominante nos financiamentos imobiliários, que, entre 2002 e 2014, lastrearam, em média, 55,4% do volume emitido de CRI.

### CRI - Volume de Emissão por indexador (%)



\*Em 2003 não houve registro de operações. **Fonte:** ANBIMA.

Como reflexo dos CRIs com lastro em contratos de aluguel, que no mesmo período responderam em média por 28,7% do volume financeiro ofertado, o IGP-M também aparece como um indexador relevante desses ativos, embora desde 2010 venha perdendo espaço para o IPCA. Este movimento certamente decorreu do fortalecimento do IPCA como referência de variação de preços e, consequentemente, do crescimento da parcela de títulos públicos atrelada a esse índice, o que amplia o benchmark e favorece a precificação. A utilização crescente do IPCA como indexador é, aliás, um fenômeno característico de outros segmentos de títulos privados no mercado de capitais brasileiro.

O DI também responde pela remuneração de parcela relevante das emissões, observando-se um aumento de sua participação em momentos de maior volatilidade, incerteza e/ou de aumento de juros.

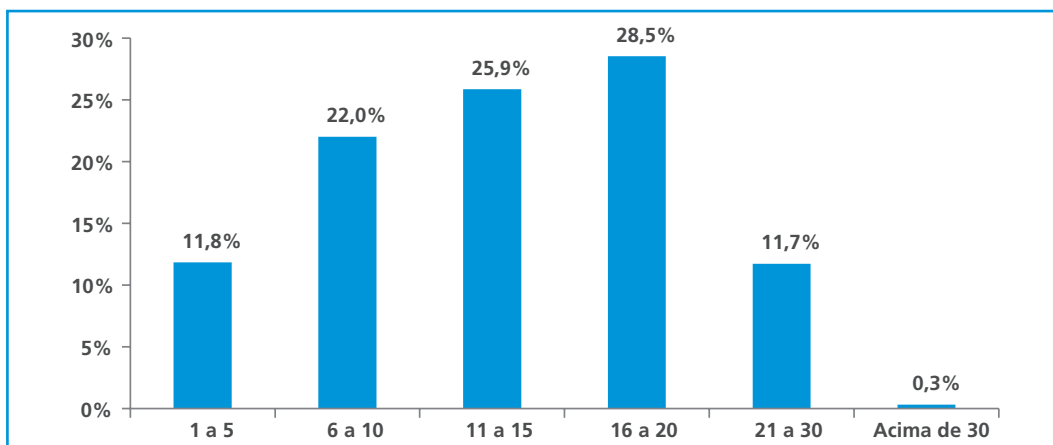
### Quase 90% dos CRIs possuem longa maturidade

A distribuição do volume financeiro emitido por prazo de emissão indica que a maior parte dos CRIs situa-se no intervalo de 11 a 20 anos, o que é compatível com o prazo dos financiamentos imobiliários, que, como visto, compõem a maioria dos contratos que servem de lastro para os CRIs. Do volume total emitido em 2014, 66,4% teve prazo médio superior a 11 anos, e 88,4% superior a 6 anos, o que corrobora a hipótese de que o CRI é um ativo de prazo longo e um instrumento eficaz na originação de funding para projetos imobiliários mais extensos. Vale atentar que as condições



previstas para operações originadas de recursos do FGTS ( veja seção 6.3), e que estão incluídas nesse montante, servem como indutores para as emissões de CRI com maturidades de longo prazo.

### Volume de emissão distribuído pelo prazo médio\*



\* ano de vencimento (-) ano de emissão. **Fonte:** ANBIMA.

### ***Maioria dos ativos não possui classificação de rating***

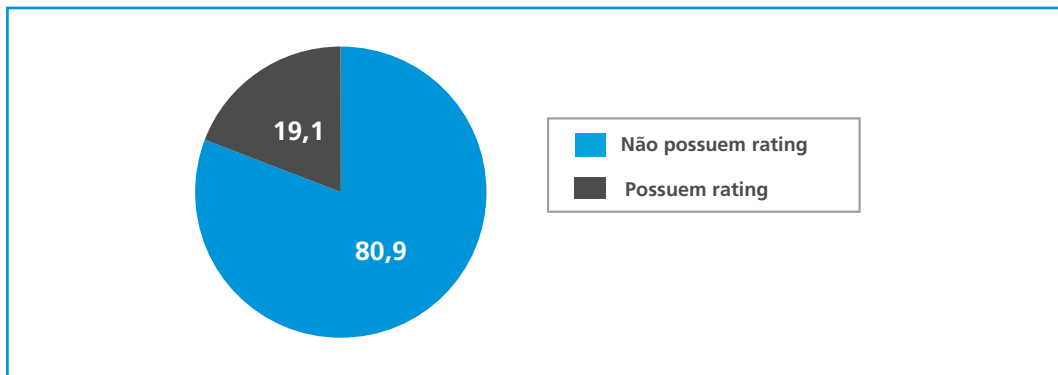
A maioria das emissões de CRI não apresenta classificação de risco por agência de rating, tanto em número de séries como em volume.

Pela amostra da ANBIMA, do total de séries emitidas entre 2002 e 2014, 19,1% apresentaram classificação de rating, o que corresponde a 28,9% do volume financeiro ofertado. Isto parece ser um resultado do perfil de distribuição das ofertas e da própria regulação da CVM. Antes das mudanças que irão entrar em vigor em 1º outubro de 2015 com a implementação da ICVM nº 554, apenas as ofertas públicas de CRIs, nos termos da ICVM nº 400 e com valor unitário inferior a R\$ 300.000,00 devem obrigatoriamente apresentar classificação de rating. Vale observar, no entanto, que as ofertas distribuídas com base em esforços restritos, que representam cerca de 95% do total, devem apresentar ticket mínimo de R\$ 1.000.000,00, estando, portanto, fora do alcance desta obrigatoriedade.

As informações por tipo de oferta e rating corroboram a menor representatividade de classificação de rating entre os ativos distribuídos com esforços restritos (14,1%) em relação aos distribuídos nos termos da ICVM nº 400 (25,3%), considerando o estoque total. Vale notar que nos últimos anos o

percentual de séries distribuídas via ICVM nº 400 com rating foi maior, de 88,0% em 2012, 56,0% em 2013 e 71,0% em 2014.

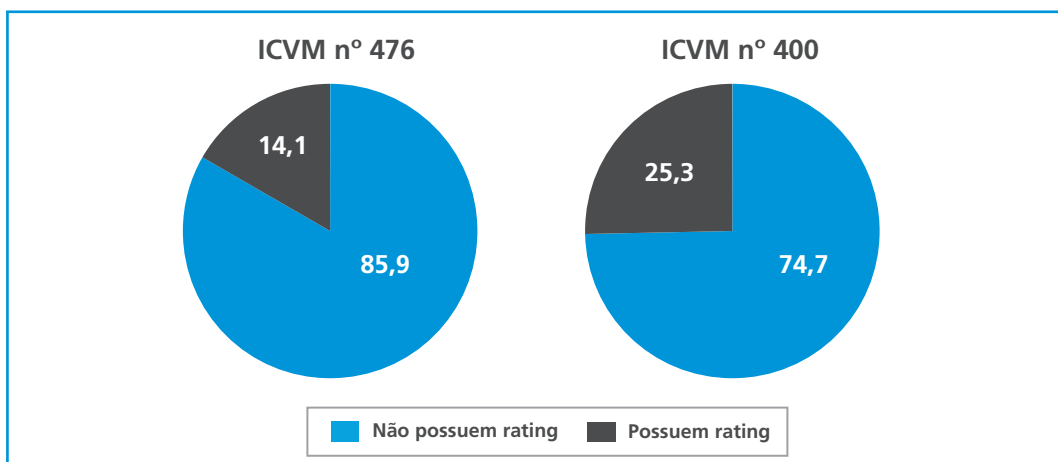
### Séries emitidas com classificação de risco de crédito (%)



Fonte: ANBIMA.

Com a ICVM nº 554 a obrigatoriedade de rating passará a aplicar-se a todos os CRIs não destinados a investidores qualificados, independentemente do valor nominal unitário do ativo.

### Séries de CRI por Rating e tipo de oferta (%)

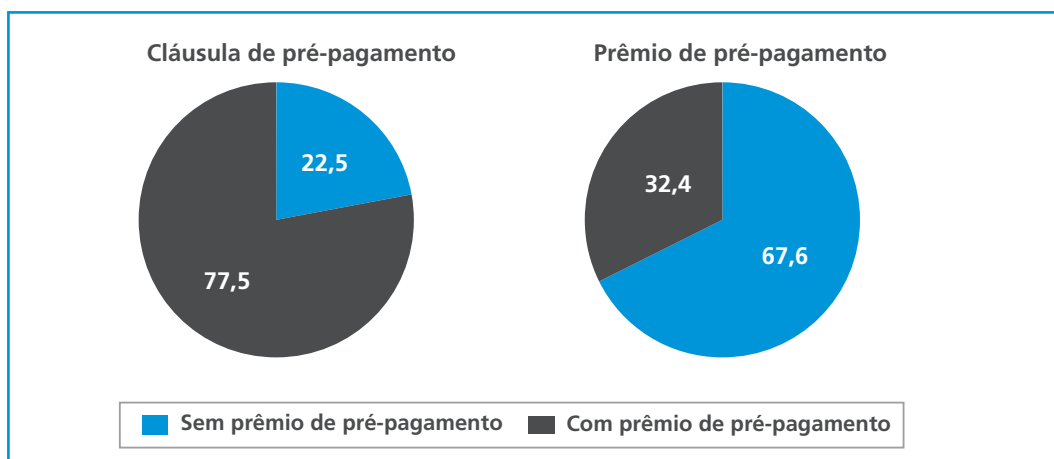


Fonte: ANBIMA.

### **Cláusulas de pré-pagamento são comuns entre os CRIs**

Entre os eventos extraordinários que atingem o fluxo dos CRIs, as cláusulas de pré-pagamento, previstas nos Termos de Securitização, são as mais relevantes e merecem atenção especial dos agentes envolvidos, já que impactam a precificação do ativo e o prazo efetivo da aplicação para o investidor. Segundo a base da ANBIMA, o número de séries com essa cláusula foi predominante no segmento, e corresponde a 77,5% do total de séries emitidas entre 2002 e 2014. Pelo grau de concentração, a maior incidência de cláusulas de pré-pagamento ocorre nos CRIs pulverizados, 83,0%, o que é esperado em função da maior quantidade de devedores e, portanto, da maior probabilidade de ocorrência de liquidação antecipada dos financiamentos, lastros dos CRIs. Entre os ativos que contemplam pré-pagamento, 32% preveem prêmio por esse evento no termo de securitização. Essa participação cresce entre os ativos de emissão mais recente. Em 2014, esse percentual chega a alcançar 53%. Vale atentar que a decisão do pagamento do prêmio pode ocorrer durante a Assembleia Geral, que é convocada sempre que ocorre pré-pagamento, mesmo não havendo previsão dessa cláusula no termo de securitização. Esses prêmios são recorrentes em CRIs indexados a índices de preços, sobretudo IPCA, os quais, por serem vinculados a benchmarks de maior volatilidade no mercado (NTN-Bs), são passíveis de sofrerem renegociação. Na ponta contrária, os atrelados à variação diária da taxa DI geralmente não contemplam cláusula de prêmio de pré-pagamento.

### **Séries emitidas de CRI com cláusula e prêmio de pré-pagamento (%)**



Fonte: ANBIMA.

### 4.3. Mercado secundário

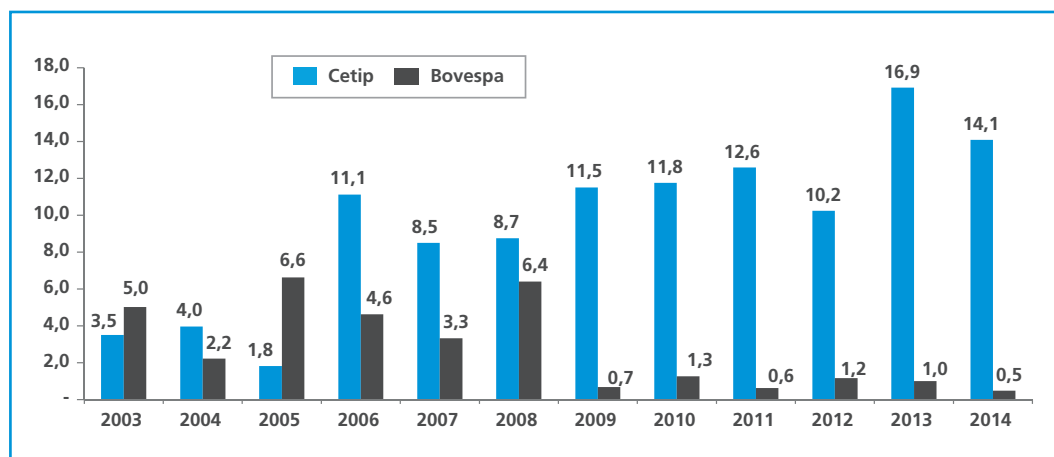
#### ***Comportamento hold-to-maturity leva à baixa liquidez do segmento***

Os dados históricos sobre o volume médio negociado de CRI corroboram o perfil de baixa liquidez do segmento indicado pelos agentes ao longo das entrevistas realizadas. A complexidade do ativo e a elevada rentabilidade levam o investidor a adotar um comportamento hold-to-maturity. Além disso, a possibilidade de enquadramento do ativo nas exigibilidades do SFH também contribui para o encarteiramento desses ativos pelas instituições financeiras, reduzindo a liquidez do segmento.

Algumas considerações reforçam a percepção de que a falta de liquidez indicada pelos números é compatível com a própria natureza do CRI. Deve-se levar em conta a presença de negociações intra-grupo, isto é, entre instituições pertencentes a um mesmo grupo econômico, o que não caracteriza operações típicas de mercado. Além disso, as vendas de CRI por bancos coordenadores a fundos de investimento, por exemplo, são contabilizadas nessas estatísticas de negociação, quando, na verdade, trata-se apenas do repasse da distribuição primária ao detentor final do ativo.

Apesar do aumento do volume de negócios a partir de 2011, o patamar continuou baixo, atingindo apenas R\$ 14,6 milhões em 2014, dos quais R\$ 14,1 milhões na Cetip e R\$ 0,5 milhão na Bovespa. Os menores volumes negociados na Bovespa decorrem do reduzido volume de ativos depositado neste ambiente.

#### **Volume médio negociado de CRI (R\$ milhões)**



Fontes: Bovespa e Cetip.

## 4.4. O FGTS é um importante detentor de CRIs

Conforme mencionado no Capítulo 2, os recursos do FGTS com destinação obrigatória para operações de habitação e saneamento podem ser aplicados em CRIs que atendam a características específicas. Além de contribuir para o aumento da rentabilidade da carteira do FGTS, o dispositivo funciona como um estímulo para o mercado de CRIs.

Em 2013, último dado disponível, o FGTS aplicou R\$ 5,95 bilhões de seus recursos em CRIs, o que correspondeu a 13% do estoque em mercado em dezembro deste ano. A partir de 2011 houve um aumento significativo da posição do CRI – tanto em termos de volume, como de participação na carteira – que saltou do patamar médio de 0,07% entre 2003 e 2010 para 5,03% em 2014.

**Volume de CRIs na carteira do FGTS (em R\$ bilhões)**



Fonte: FGTS.

## 4.5. CRIs emitidos sob amparo da Lei nº 12.431/2011

A Lei nº 12.431, editada em 2011 com o objetivo de incentivar o financiamento de longo prazo via mercado de capitais, reduziu a zero a alíquota de imposto de renda sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos de capital de debêntures e outros títulos privados de

longo prazo emitidos por instituição não financeira, dentre os quais o CRI. Enquanto no Art. 1º da referida Lei o benefício fiscal se aplica aos rendimentos auferidos por investidores não residentes, no Art. 2º aplica-se a pessoas físicas, mas com a exigência adicional de que os CRIs sejam relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários pelo Governo Federal. Nesse caso, a emissão depende de prévia autorização por meio de portarias ministeriais.

Para que o CRI possa ser enquadrado na referida Lei, além de poder ser remunerado apenas à taxa de juros prefixada, vinculada a índice de preço ou TR, também é necessário que sejam observados os seguintes pré-requisitos:

- Prazo médio ponderado superior a quatro anos, na data de sua emissão;
- Vedação a recompra dos certificados de recebíveis imobiliários pelo emissor ou parte a ele relacionada e o cedente ou originador nos dois primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo CMN;
- Inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;
- Prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 dias;
- Comprovação de que os CRIs estejam registrados em sistema de registro, devidamente autorizado pelo Banco Central ou pela CVM, nas respectivas áreas de competência; e
- Procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação (vide quadro anterior).

Até dezembro de 2014, R\$ 4,5 bilhões de CRIs haviam sido emitidos sob amparo do Art. 1º da Lei nº 12.431/2011, não havendo nenhuma emissão nos termos do Art. 2º atrelada a projetos de infraestrutura ou inovação. Essa configuração, ao que tudo indica, se deve ao fato de que a Lei nº 11.033/2011 já estabelece o benefício fiscal para o rendimento auferido por pessoas físicas para CRIs com qualquer tipo de lastro.

A totalidade das emissões realizadas no âmbito da Lei nº 12.431/2011 foi distribuída com es-

forços restritos (ICVM nº 476) e teve como indexador a TR mais spread de 9,5%, com apenas uma série apresentando taxa de 9,60%. Apesar das emissões feitas sob amparo dessa Lei, a posição de investidores estrangeiros, conforme indicado na seção 4.2, é muito baixa, evidenciando o maior apelo deste ativo entre os investidores residentes no país, que são beneficiados pela isenção do imposto de renda nos rendimentos auferidos no ativo.

O quadro abaixo ilustra o panorama das séries de CRIs emitidas sob amparo da Lei nº 12.431/2011.

### **Emissões de CRIs incentivados no âmbito da Lei nº12.431/11 (art. 1º)** Títulos privados longos - não residentes

Titular	Emissões					
	Data de emissão	Distribuição	Volume (R\$ MM)	Data de vencimento	Remuneração	Taxa de emissão
CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização	26/02/2014	ICVM 476	2.349,7	26/02/2031	TR	9,50
CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização	26/03/2014	ICVM 476	1.649,7	26/03/2031	TR	9,50
CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização	12/12/2014	ICVM 476	78,0	12/12/2031	TR	9,50
CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização	12/12/2014	ICVM 476	272,0	12/12/2031	TR	9,50
CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização	26/12/2014	ICVM 476	170,0	26/12/2026	TR	9,60
<b>Total</b>			4.519,4			

Fonte: ANBIMA.

## ► 5. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO

Este capítulo tem por objetivo descrever os principais pontos em debate no segmento de CRIs, e baseia-se em 16 entrevistas com diversos agentes do mercado, dentre eles, estruturadores, distribuidores, securitizadoras, agentes fiduciários e fundos de investimento.

Em geral, a percepção é de que o segmento tem potencial para maior crescimento e tende a superar entraves como a falta de transparência de informações e a restrição de liquidez. A estrutura de financiamento do setor imobiliário brasileiro, baseada fundamentalmente em poupança e com baixo custo de captação, também foi apontada como um entrave à emissão de CRI. No médio e longo prazo, entretanto, a redução do patamar de juros na economia é vista como um processo extremamente favorável à securitização, na medida em que tende a ampliar a concorrência no segmento de crédito imobiliário e reduzir o custo de oportunidade dos CRI frente aos demais ativos do mercado financeiro.

### 5.1. Conceito de crédito imobiliário

A despeito da evolução do mercado de CRI nos últimos anos, ainda existem dúvidas sobre o conceito de crédito imobiliário. A avaliação dos agentes é de que não há uma definição regulatória clara e suficientemente abrangente, dificultando a correta delimitação da operação, o que, no caso da securitização, impacta desde a origem até a destinação dos recursos.

Um exemplo apontado foi a estruturação dos CRIs da Rede D'Or. Esta rede hospitalar pretendia captar recursos para financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, via emissão de debêntures que serviriam de lastro para CRIs. A operação foi considerada não elegível, uma vez que todo o recurso captado seria destinado para a construção e expansão de prédios hospitalares e que os recebíveis não poderiam ser enquadrados como de natureza imobiliária, já que o devedor atuava no setor da saúde.

A maioria dos agentes do segmento considerou a decisão restritiva e alguns defenderam uma definição regulatória objetiva para "crédito imobiliário". O receio, contudo, é de que o portfólio de lastros elegíveis para a estruturação de operações possa se tornar ainda mais restritivo.



## 5.2. O funding da poupança e do FGTS

Segundo agentes do mercado de CRI, a estrutura de financiamento imobiliário brasileira, baseada fundamentalmente em caderneta de poupança e FGTS, acaba se tornando um entrave para o desenvolvimento da securitização no Brasil. Essas fontes de recursos contam com taxas de captação muito baixas e, com isso, originam financiamentos também a taxas reduzidas. Esta configuração compromete a securitização imobiliária em dois aspectos.

O primeiro se refere à dificuldade imposta pela baixa concorrência neste segmento de crédito. Considerando que os recursos oriundos da poupança no âmbito do SFH (Sistema de Financiamento Habitacional) podem financiar até 80% de um empreendimento, a entrada de outras instituições financiadoras fica praticamente inviável. Não fosse este perfil de concorrência, instituições como as incorporadoras, se capitalizadas, poderiam oferecer linhas de crédito adicionais para clientes compradores de unidades habitacionais na planta.

O outro aspecto está relacionado ao fato de que a cessão de crédito com funding em poupança resulta em taxa de remuneração do CRI também baixa, tornando-o pouco atrativo frente a outros ativos, em especial os títulos públicos. A elevada taxa de juros da economia brasileira, neste sentido, aumenta o custo de oportunidade de se investir em CRIs lastreados nessas carteiras, desestimulando o processo de securitização no nosso mercado.

Argumentam alguns analistas que o enorme descasamento entre os prazos de captação e aplicação da poupança deve, no médio e longo prazo, limitá-la como principal funding do segmento imobiliário. A liquidez diária da poupança e o caráter de longo prazo do crédito imobiliário tenderiam a requerer alternativas a este modelo de financiamento, abrindo maior espaço para a securitização. A redução de patamar dos juros da economia também teria um papel relevante neste sentido. E isso sobretudo para os CRIs pulverizados, que tendem a apresentar taxas de remuneração inferiores aos CRIs corporativos. Vale lembrar que, quando a meta da taxa Selic alcançou sua mínima histórica, houve um aumento expressivo das emissões de CRI, estimulado pelo menor custo de oportunidade de colocação desses títulos em face das alternativas tradicionais do mercado<sup>17</sup>.

Por fim, também foi apontado como inibidor do processo de securitização o fato de que os recursos

---

17. Sobre este aspecto, interessante notar que, enquanto no mercado externo a securitização foi estimulada para reduzir riscos através de estruturas pulverizadas, no Brasil, concentrou-se em CRIs corporativos, que, em geral, podem oferecer melhor taxa de remuneração.

da poupança destinados obrigatoriamente ao setor imobiliário ("mapa 4"), quando securitizados, deixam de ser computados para efeito do cumprimento da exigibilidade de direcionamento para o crédito imobiliário. Os recursos contabilizados só podem permanecer no "mapa 4" caso a instituição bancária recompre o ativo, eliminando parte do estímulo para a cessão das carteiras.

### 5.3. CRI e outros ativos imobiliários

Embora destinados ao financiamento do setor imobiliário, os agentes apontaram a existência de diferenças importantes entre a aplicação em CRI e outros ativos do segmento, como as cotas de FII (Fundos de Investimento Imobiliário) ou as LCI (Letras de Crédito Imobiliários). Recentemente, foi autorizada a emissão de LIGs (Letras Imobiliárias Garantidas), que se aproximam do perfil dos covered bonds emitidos em outras jurisdições, como os Estados Unidos.

O CRI é um ativo de renda fixa e conta com um fluxo de caixa garantido, baseado na vigência de um contrato já firmado. Já a cota de FII representa parcela de uma comunhão de recursos, e é considerada por alguns como um ativo híbrido, já que conta com características tanto de renda fixa como de renda variável. Ao aplicar em cotas de FII, o investidor está comprando uma participação direta no projeto de empreendimento imobiliário e está sujeito aos riscos relacionados ao sucesso do empreendimento.

Como o imóvel faz parte do patrimônio do fundo, além do fluxo de caixa de contratos já firmados, o FII baseia-se em um fluxo de caixa expectacional, aproximando-se do conceito de equity. Diferentemente do CRI, existem riscos como o de vacância, caso o contrato de locação não seja renovado e um novo locatário não seja encontrado imediatamente, o que gera custos, para o fundo, associados ao imóvel integrante de seu patrimônio. Como o CRI está relacionado diretamente a um (ou mais) contrato(s), ele está sujeito ao cumprimento desse(s) contrato(s) especificamente, com um fluxo de caixa previamente conhecido, e não expectacional.

Caso o fundo imobiliário seja destinado apenas à aquisição de CRI, a aplicação aproxima-se do conceito de renda fixa, e a diferença residirá na existência da figura de um administrador, que comporá uma carteira de ativos mais diversificada, e com base numa gestão profissional e especializada. Este último aspecto foi considerado bastante relevante, pois implica o monitoramento dos créditos,

eventos, lastros e garantias que compõem a estrutura do ativo que, na maioria das vezes, o investidor não teria condições de realizar. Em geral, o detentor do CRI só fica ciente de algum problema ocorrido com o título quando é convocado para uma assembleia de investidores. O investimento via fundos traz ainda a vantagem da maior liquidez e flexibilidade para o investidor, dada a maior facilidade em vender uma cota do fundo de CRI do que o próprio título.

Já em relação à LCI, uma grande diferença é o tipo de emissor. Embora ambos os ativos estejam lastreados em créditos imobiliários, na LCI o emissor é uma instituição financeira, que também pode ser a originadora do crédito, enquanto no CRI é uma securitizadora, para quem os créditos são cedidos.

Além do emissor, uma diferença bastante importante no CRI refere-se ao patrimônio separado, que segrega o crédito imobiliário da securitizadora, enquanto na LCI o lastro permanece no balanço dos bancos. Essas estruturas, conforme a avaliação dos agentes desse segmento, implicam diferenças na segregação e mitigação do risco do emissor.

Se a securitizadora entrar em falência, o instituto da separação do patrimônio assegura que o lastro do CRI seja destinado exclusivamente à liquidação desses ativos, incluindo o acesso ao imóvel nos casos de default. Embora o lastro do LCI também seja prioritário a seus investidores, o fato de o crédito continuar no balanço do banco faz com que, em caso de falência, seja objeto de disputa de outros credores. Além disso, os investidores da LCI não podem, em última instância, acessar o imóvel objeto do financiamento.

Apesar da ausência de patrimônio separado, a LCI também conta com um mecanismo de segurança, uma vez que, por ser emissor do título, o banco assume a obrigação de pagamento em caso de insuficiência ou default do lastro. Além disso, o papel conta com outra importante estrutura de garantia, o FGC (Fundo Garantidor de Créditos), que permite recuperar o crédito mantido na instituição financeira, até o valor de R\$ 250.000,00, em caso de intervenção, liquidação ou falência do banco.

Em outubro de 2014, a Medida Provisória nº 656 instituiu a LIG (Letra Imobiliária Garantida), cujo desenho é semelhante aos chamados covered bonds emitidos no exterior. A LIG pode ser considerada um ativo híbrido da LCI e do CRI, pois conta com garantia dupla: a cobertura da instituição financeira emissora e a segregação da carteira de crédito imobiliário dos demais ativos do banco. Em caso de falência da emissora, os investidores contam com a segurança do patrimônio separado destinado exclusivamente à liquidação do ativo e, em caso de deterioração do lastro, a instituição

financeira emissora responde pelo adimplemento de todas as obrigações. A junção dessas duas garantias aumenta a segurança jurídica no financiamento de longo prazo, e tende a atrair estrangeiros, já que segue o padrão internacional. A LIG também contará com isenção de imposto para pessoas físicas, tal como os CRIs, desde que o ativo apresente prazo médio acima de dois anos.

A opinião dos agentes de mercado sobre a recente criação das LIGs não é consensual. De um lado, os que acreditam que será um papel mais concorrente da LCI do que do CRI, em função do perfil do lastro e prazo. As LIGs e as LCIs, ambas de emissão bancária, estariam mais concentradas no segmento de curto prazo, enquanto o CRI, no médio e longo prazo, mais característico de operações do mercado de capitais.

Para outro grupo, a colocação das LIGs em mercado permitiria uma melhor separação entre o risco do crédito e do banco, mitigando os riscos da operação. Já um terceiro grupo de agentes acredita que, antes da criação do mercado de covered bonds, seria necessário fortalecer o mercado de securitização. Nos Estados Unidos e na Europa os dois modelos de ativos convivem no mercado, mas a securitização já estava bem desenvolvida antes do surgimento dos covered bonds. Isso é particularmente importante, pois, considerando que o prazo deste papel tende a ser menor que o do lastro, o banco deverá continuamente securitizar novas carteiras para evitar uma eventual posição descoberta.

De qualquer forma, as LIGs ainda não foram regulamentadas pela CVM, e sua adoção e impactos no mercado de capitais brasileiros ainda não podem ser mensurados.

## 5.4. O papel dos agentes do mercado

O papel da securitizadora e do agente fiduciário no segmento de CRI também foi tema de debate nas entrevistas. Algumas securitizadoras argumentaram que seu papel é pouco reconhecido pelo mercado, embora extremamente relevante. Comumente, a securitizadora participa de toda a estruturação da operação, dado seu elevado conhecimento sobre o acompanhamento do fluxo de caixa do ativo em função de seu trabalho de gerenciamento do patrimônio separado. Além disso, as securitizadoras são responsáveis pela diligência do trabalho de estruturação, fundamental para a segurança do segmento.

Além dessas funções, argumentaram alguns analistas que as securitizadoras tiveram papel importantíssimo no processo educacional de funcionários de cartório de registro de imóveis em diversas regiões do país. Em função do baixo conhecimento sobre as CCI e os CRI, muitas vezes o processo nos cartórios atrasava a estruturação do ativo. A disseminação de informações, incluindo a distribuição de material educacional na forma de cartilhas, foi fundamental para resolver este entrave.

Uma das razões da falta de reconhecimento do papel das securitizadoras pelo mercado, segundo alguns analistas, seria o fato de algumas delas atuarem como veículo, e em alguns casos deixando em segundo plano sua função de diligência. Como forma de evitar esses casos, alguns entrevistados sugeriram medidas como a exigência de capital mínimo e a elaboração de códigos e manuais de melhores práticas especificamente para as securitizadoras, o que naturalmente elevaria a governança e reduziria a possibilidade de players pouco capacitados no mercado.

O papel dos agentes fiduciários também foi tema de debate nas entrevistas. Parte dos analistas considera o cumprimento de suas funções insatisfatório, em grande parte, segundo eles, devido à insuficiência de remuneração. Alguns fundos de investimento que aplicam em CRIs procuram elevar a remuneração desses agentes como forma de abrir espaço para maior incentivo ao cumprimento de suas funções.

Na visão de alguns agentes fiduciários entrevistados, grande parte da dificuldade de atuação decorre da interdependência em relação às securitizadoras, sobretudo no que se refere à divulgação de eventos aos investidores. Como são as securitizadoras que gerenciam o patrimônio separado e recebem os pagamentos, o conhecimento, pelo agente fiduciário, sobre a ocorrência de eventos como atrasos ou pré-pagamentos depende de prévia comunicação. A falta de clareza sobre a interdependência dos papéis destas duas instituições, segundo alguns analistas, seria a causadora de uma visão equivocada sobre o papel dos agentes fiduciários pelo mercado, incluindo os investidores, que buscam a proteção de seus investimentos.

## 5.5. Fluxo de informações

Segundo os entrevistados, um dos entraves do segmento de CRI refere-se ao fluxo de informações sobre os eventos que impactam o título ao longo do tempo, tema que remete à discussão da seção anterior. A complexidade da estrutura do CRI exige a manutenção de um conjunto de dados atu-

alizados e disponíveis para o cumprimento das obrigações dos títulos, assim como a atualização contínua do preço do CRI para a efetivação de negócios no mercado secundário.

A avaliação dos agentes é que a troca de informações entre a securitizadora, o agente fiduciário e a Cetip – onde está custodiada a maior parte dos CRIs – pode ser aperfeiçoada, de modo a evitar atrasos na incorporação dos eventos aos preços dos CRIs. Foi apontada a necessidade de buscar maior sintonia na relação entre a Cetip e a securitizadora. Segundo eles, o descasamento de informações entre as duas instituições estaria resultando, frequentemente, em PUs (preços unitários) defasados, que não incorporam tempestivamente os eventos ocorridos.

Como forma de solucionar a defasagem do PU nas negociações de CRI, geralmente a instituição financeira entra em contato com o agente fiduciário e/ou a securitizadora, e imputa o valor no sistema da plataforma eletrônica de negociação, resultando no chamado VCP (Valor Calculado pelo Participante), lançado na tela da Cetip para dar prosseguimento ao negócio. Entretanto, a impossibilidade de conhecer o valor correto do ativo, a qualquer tempo, foi apontada como um gerador de incerteza e um entrave para a transparência de informações e para a liquidez do segmento.

## 5.6. Liquidez no mercado secundário

A constatação de que o mercado secundário do CRI apresenta baixo dinamismo e liquidez reduzida também foi consenso nas entrevistas realizadas. Apesar dos avanços recentes do segmento, esses fatores são considerados um desestímulo à ampliação da base dos investidores.

Na visão de boa parte dos entrevistados, aspectos do mercado primário afetam diretamente a negociação dos CRIs, como, por exemplo, as condições de colocação definidas pela ICVM nº 476, predominantes nesse mercado. Antes das alterações trazidas pela ICVM nº 554, essas ofertas deveriam ser oferecidas para no máximo 20 investidores qualificados, e o investimento deveria ser de no mínimo R\$ 1 milhão. As condições de distribuição pouco pulverizada e a exigência de elevado valor para subscrição faziam com que, em geral, o investidor assumisse a posição de detentor do papel até seu vencimento, desestimulando a liquidez. Como mencionado no capítulo 3, a ICVM nº 554 eliminou as regras de investimento mínimo, alterou o conceito de investidor qualificado e criou o de investidor profissional, e ainda aumentou para 50 o número de subscritores das ofertas destinadas exclusivamente a

investidores qualificados (ofertas ICVM nº 476). A nova instrução foi publicada em dezembro de 2014 e entrará em vigor em 1º de outubro de 2015. A expectativa é de que as mudanças nas regras devam alterar as condições de pulverização do mercado, aumentar a liquidez dos ativos e a possibilidade de diversificação das carteiras dos investidores, mas seus impactos ainda são incertos. Foi mencionado pelos agentes do segmento que não há expectativa de que as ofertas primárias de CRIs migrem para as condições regidas pela Instrução nº 400, em função de seus custos mais elevados e processos de distribuição mais demorados.

Mais um desestímulo à liquidez refere-se à aquisição de parte significativa dos ativos pela própria instituição coordenadora da distribuição, para fins de cumprimento das exigibilidades do "mapa 4", o que reduz a oferta direcionada ao mercado. Como mencionado em capítulos anteriores, a Resolução nº 3.392, de 2010, permitia que CRIs com lastro em operações de financiamento imobiliário em geral fossem enquadrados como operações no âmbito do SFH. Isto representava um grande estímulo para que instituições financeiras comprassem CRIs lastreados em carteiras de crédito cedidas por elas próprias, o que diminuía o volume de ativos em mercado e desestimulava a liquidez. Com a recente Resolução do CMN nº 4.410, de 28 de maio de 2015, apenas os CRIs lastreados em financiamentos do SFH podem ser enquadrados nas exigibilidades no âmbito deste Sistema, o que deve desestimular esse tipo de operação e, em alguma medida, fomentar a liquidez do mercado.

Por fim, foi também mencionada a baixa participação dos fundos regulados pela ICVM nº 409 como investidores no segmento. Entre as justificativas está o fato de que a isenção do imposto de renda para as pessoas físicas torna as taxas do CRI em mercado pouco atrativas para os fundos de investimento, que não contam com o benefício. A Instrução da CVM nº 555, que atualiza a ICVM nº 409 e entra em vigor em 1º jul. 2015, limita em 20% para os fundos de varejo a participação do CRI dentro de um conjunto com outros ativos (cotas de fundos de investimento, de fundos imobiliários e de FIDC). Nos fundos destinados aos investidores qualificados, esse conjunto de ativos no qual o CRI está inserido terá o limite dobrado – no caso, 40% de participação máxima do patrimônio do fundo. Para os investidores profissionais, não há limites estabelecidos. Acredita-se que, na medida em que esta assimetria tributária seja resolvida, os fundos regulados pela ICVM nº 555 tenderão a participar mais ativamente do segmento de CRIs, ampliando sua liquidez.

No caso das fundações, a Resolução nº 3.792 do CMN, de 24 set. 2009, limita em 20% a participação do CRI no total das suas carteiras de renda fixa, observado o limite máximo de investimentos em títulos privados de até 80% do total do patrimônio líquido dessas instituições.

De fato, conforme apresentado no capítulo 4, dados da Previc indicam que a participação de CRIs na carteira de fundos de pensão foi de apenas 0,24%, abaixo do limite previsto pela regulamentação. Segundo os entrevistados, assim como para os fundos de investimento, a isenção fiscal concedida às pessoas físicas acaba se refletindo em taxas de mercado pouco atraentes à participação dos fundos de pensão. Além disso, os custos associados à avaliação e acompanhamento do ativo, dada sua complexidade, não compensariam os rendimentos do investimento, sobretudo considerando o volume permitido pela regulação. O fato de apenas 19% das séries de CRI possuir classificação de agência de rating (correspondente a 29% do volume emitido), também seria um entrave à participação das fundações. Por fim, a falta de liquidez do mercado poderia ainda comprometer sua política de liquidez.

## 5.7. Padronização

Nas entrevistas com os representantes do mercado, uma maior padronização do CRI foi apontada como bastante importante para o aprimoramento do segmento, tendo em vista sua estrutura mais complexa quando comparada com outros produtos de varejo. Foi ressaltado que cada operação é muito específica e definida entre o originador do crédito e a securitizadora, sem necessariamente contemplar as demandas dos investidores. Para os agentes, entraves pontuais ao andamento de uma negociação de CRI – como o descasamento de índices de correção, fluxos medidos em função de dias úteis e dias corridos, entre outros – poderiam ser mitigados caso houvesse maior padronização nos procedimentos de cálculo de fluxos de caixa e de precificação.

Segundo os agentes do mercado, a padronização tende a induzir um processo de simplificação e melhor entendimento do ativo pelos investidores, com consequências positivas tanto para o mercado primário, quanto para a negociação no mercado secundário. Por fim, argumentou-se que, pela sua especificidade, a estruturação de um CRI requer alguma flexibilidade e cautela com o risco de uma padronização excessiva, sob pena de restringir novos negócios.



## 5.8. Perspectivas

A avaliação dos agentes do segmento de CRI é bastante positiva em relação às perspectivas de desenvolvimento deste instrumento de captação, em grande medida pelo seu potencial como gerador de funding para o setor imobiliário. A possibilidade de pulverizar riscos, gerar fluxo de caixa para cedentes de carteiras e desenhar sólidas estruturas de garantia fazem do CRI, segundo os entrevistados, um ativo bastante complexo, porém igualmente interessante e funcional para os setores imobiliário e financeiro do país.

No que se refere à regulamentação, considerando-se que a ICVM nº 414 é, atualmente, mais voltada para a estrutura da oferta, existe a expectativa de que maior foco seja dado no desenho do produto, com maior clareza na definição dos diferentes papéis dos agentes do segmento, suas responsabilidades e melhor definição dos conflitos de interesse. Essas mudanças certamente trarão impactos positivos para o segmento em termos de segurança não apenas para investidores, mas também para os agentes envolvidos na estruturação do ativo.

Já em relação a oportunidades futuras, um grande nicho potencial apontado pelos agentes do mercado é o CRI lastreado em fluxos de caixa de aluguel ou venda de loteamentos, segmento em que poucas instituições atuam e que deve crescer nos próximos anos. Dentre fatores de incerteza estariam diferenças entre estatutos e regulamentos das diversas regiões do país, entretanto, o maior uso desses instrumentos deve mitigar eventuais problemas decorrentes dessas peculiaridades.

O segmento residencial também é apontado como um nicho potencial, ainda pouco explorado. Com o crédito habitacional concentrado majoritariamente no SFH, como já mencionado, haveria, segundo os agentes, bastante espaço para a entrada de instituições financeiras privadas, na medida em que a trajetória de juros da economia apresente tendência decrescente.

## ► 6. BASE LEGAL – ASPECTOS REGULAMENTARES E TRIBUTÁRIOS

Os CRIs foram criados pela Lei nº 9.514/1997 e são regulados pela Instrução CVM nº 414, de 30 dez. 2004, além de disposições complementares trazidas por legislação do Conselho Monetário Nacional.

Segundo os agentes entrevistados, diversos dispositivos impulsionaram o mercado, ao facilitarem o processo de securitização e a emissão dos CRIs. Dentre os principais estariam o instituto do regime fiduciário, por ter fortalecido a garantia de recuperação do imóvel em caso de inadimplência e aumentado a velocidade deste processo e a possibilidade de a CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) ser utilizada como lastro, já que sua utilização dispensa a necessidade de registro ou averbação do termo de securitização em cartório de imóveis. A permissão dada aos Fundos de Investimento Imobiliário e ao FGTS para aplicarem em CRI, trazidas, respectivamente, pela ICVM nº 472 e por regulamentação do Ministério da Ação Social e Caixa Econômica Federal, são outros exemplos de dispositivos legais que estimularam o mercado.

### 6.1. Legislação do CRI

Características gerais	
Conceito	<ul style="list-style-type: none"><li>• O CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários, e constitui promessa de pagamento em dinheiro.</li></ul>
Securitização	<ul style="list-style-type: none"><li>• Operação pela qual os créditos imobiliários são vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma securitizadora.</li></ul>
Emissão	<ul style="list-style-type: none"><li>• Exclusiva das companhias securitizadoras.</li></ul>
Companhias Securitizadoras	<ul style="list-style-type: none"><li>• Instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, com registro de companhia aberta na CVM;</li><li>• Podem emitir CRIs e outros títulos de crédito, adquirir e securitizar créditos imobiliários, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com suas atividades.</li></ul>
Regime fiduciário	<ul style="list-style-type: none"><li>• Poderá ser instituído, pela securitizadora, regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, para lastrear a emissão dos CRI;</li><li>• Refere-se à constituição de patrimônio separado na securitizadora, integrado pela totalidade dos créditos submetidos a este regime que lastreiem a emissão;<ul style="list-style-type: none"><li>• O patrimônio separado não se confunde com o patrimônio geral da securitizadora e assim deverá permanecer até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;</li><li>• Os créditos objeto do regime fiduciário destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem vinculados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;</li><li>• Em caso de insolvência da securitizadora, os créditos integrantes do patrimônio separado estão isentos de qualquer ação ou execução de seus credores;</li></ul></li><li>• A instituição do regime fiduciário deve ser acompanhada de nomeação do agente fiduciário e é realizada por meio do Termo de Securitização de Créditos.</li></ul>

*continua.*

continuação.

<b>Características gerais</b>	
<b>Agente fiduciário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Funções (Lei nº 6.514/97):               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado;</li> <li>• Adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça;</li> <li>• Exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado;</li> <li>• Promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado;</li> <li>• Executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos.</li> </ul> </li> <li>• O agente fiduciário responderá pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária;</li> <li>• A insuficiência dos bens do patrimônio separado da securitizadora não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado;</li> <li>• No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração.</li> </ul>
<b>Valor nominal unitário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O CRI pode apresentar qualquer valor nominal unitário, mas deve atender a algumas exigências caso este valor seja inferior a R\$ 300 mil:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Será admitido apenas no caso de CRIs lastreados em créditos com regime fiduciário originados:                   <ul style="list-style-type: none"> <li>• De imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente;</li> <li>• Da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação;</li> </ul> </li> <li>• Deverão ser acompanhados de ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao ativo, com atualização, pelo menos, trimestral.</li> </ul> </li> <li>• A companhia securitizadora, passados 18 meses da data de encerramento da distribuição, pode propor o desdobramento dos CRIs com valor nominal superior a R\$ 300.000,00, de maneira que passe a ter valor inferior a este, desde que atenda aos dois requisitos acima descritos e:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Não haja inadimplemento financeiro perante seus titulares;</li> <li>• O registro de companhia aberta da securitizadora esteja regular;</li> <li>• Haja aprovação, por maioria simples, em assembleia de titulares dos CRIs em circulação, entendidos como todos os CRIs subscritos, exceto os mantidos em tesouraria pela securitizadora ou por empresas por ela controladas.</li> </ul> </li> </ul>
<b>Tipos de lastro</b>	<p>Os CRIs podem ser lastreados por créditos originados de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Contratos de compra e venda de imóvel;</li> <li>• Contratos de locação, arrendamento ou superfície;</li> <li>• Contratos de financiamento imobiliário;           <ul style="list-style-type: none"> <li>• Os financiamentos podem ser instrumentalizados por contratos específicos, como cédulas de crédito bancário ou títulos de valor mobiliário, como CCI e CCBs.</li> </ul> </li> </ul>

continua.

continuação.

<b>Características gerais</b>	
<b>Legislação da CCI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• As CCIs foram instituídas para representar créditos imobiliários, nos termos da Lei nº 10.931/2004;</li> <li>• A cédula é emitida pelo credor do crédito imobiliário, sob a forma escritural;</li> <li>• A emissão e a negociação da CCI independem de autorização do devedor do crédito imobiliário que ela representa;</li> <li>• A emissão deve ser feita mediante escritura pública ou instrumento particular, que deve permanecer custodiado em instituição financeira e registrado em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central;</li> <li>• Caso o crédito imobiliário seja garantido por direito real, a emissão da CCI será averbada em Registro de Imóveis, na respectiva matrícula, devendo nela constar o número, a série e a instituição custodiante.</li> </ul>
<b>Limites de concentração do crédito lastro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão observar o limite máximo de 20% por devedor ou coobrigado;               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Considera-se como devedor ou coobrigado também o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum;</li> </ul> </li> <li>• Os créditos originados de imóveis sem “habite-se” também devem obedecer ao limite máximo de 20% da carteira total do lastro;</li> <li>• Não há limite para as seguintes situações:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Instituição financeira ou equiparada;</li> <li>• Companhia aberta com registro atualizado na CVM;</li> <li>• Sociedade empresarial com demonstrações financeiras do exercício social em conformidade com a Lei das S.A.s (Lei nº 6.404/76) e auditadas por auditor independente, que devem ser arquivadas na CVM, com parecer do auditor independente, e atualizadas anualmente até a data do vencimento do CRI ou até o exercício em que os créditos deixarem de representar mais que 20% do lastro total;                   <ul style="list-style-type: none"> <li>• Estas demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM até o prazo máximo de 3 meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia em que estiver disponível para os sócios, caso ocorra em data anterior;</li> <li>• O arquivamento das demonstrações financeiras na CVM está dispensado para as ofertas públicas destinadas exclusivamente a sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, e, neste caso, é vedada a negociação no mercado secundário;</li> <li>• Também estão dispensados de arquivamento das demonstrações financeiras os CRIs destinados a investidores qualificados (ICVM nº 476). Neste caso, antes de completados 18 meses do encerramento da distribuição somente titulares do CRI podem negociar o ativo. É dever da instituição intermediária a checagem destas exigências quanto à subscrição e à negociação.</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>
<b>Pagamento e resgate antecipado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Não há regras para pagamento e resgate antecipado, mas a ICVM nº 414 admite esses eventos, desde que suas condições estejam definidas no Termo de Securitização.</li> </ul>
<b>Aplicação por FII em CRI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Com a ICVM nº 472, de 31 out. 2008, foi possibilitado aos Fundos de Investimento Imobiliário aplicar em CRIs registrados na CVM;</li> <li>• Os FIIs também podem ceder seus recebíveis imobiliários para fins de securitização na forma de CRIs, desde que o fundo, na figura do administrador, não estabeleça nenhuma relação de coobrigação para com o adquirente*.</li> </ul>

\* Neste caso em que o FII cede créditos imobiliários, uma interpretação é que, diante da impossibilidade de o Fundo coobrigar-se, os cotistas, ou alguns deles, podem assumir a obrigação de suprir o CRI em caso de falta de recursos do lastro. A justificativa seria o fato de que os cotistas são os beneficiários finais do adiantamento da receita do fundo realizada por meio do CRI (NOVO, B., 2012).

<b>Oferta pública de distribuição</b>	
<b>Ofertas destinadas ao público em geral (ICVM nº 400)</b>	
<b>Documentos e informações exigidos para registro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A oferta pública de distribuição de CRI só pode ser iniciada após a concessão de registro e desde que o registro de companhia aberta da securitizadora esteja atualizado (ICVM nº 414);</li> <li>• O registro depende da apresentação das seguintes informações, constantes do anexo I da ICVM nº 414:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Número do termo de securitização de créditos, número de ordem e valor do crédito, tipo do imóvel, tipo de contrato, espécie de garantia;</li> <li>• Descrição da garantia real: logradouro, complemento, bairro, UF, município e CEP;</li> <li>• Informações sobre o crédito: data de início do crédito, duração original em meses, data de compra e vencimento do crédito;</li> <li>• Informações sobre a cessão: nome, SRI/Cartório, matrícula, averbação do ato de cessão do crédito, nome, CPF ou CNPJ do devedor, área de atuação do cedente, coobrigação, empresa avaliadora, descrição da avaliação, CNPJ do cedente, tipo de pessoa do devedor (física ou jurídica), número e série da CCI, quando for o caso, nome e CNPJ da instituição custodiante e valor de cessão;</li> <li>• Termo de Securitização de Créditos, que formaliza a vinculação dos créditos imobiliários como lastro do CRI;</li> <li>• Certidão de registro ou averbação do Termo em Cartório de Registro Imobiliário, sendo que, caso o CRI seja lastreado por CCI, o Termo de Securitização pode ser averbado apenas na instituição custodiante;</li> </ul> </li> <li>• Pode ser concedido registro provisório para a distribuição pública de CRIs destinada exclusivamente a investidores qualificados, mediante apresentação à CVM, por bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, a requerimento da companhia securitizadora:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Formulário com as seguintes informações:                 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Companhia securitizadora: CNPJ, Código CVM, número de negociação no mercado;</li> <li>• Oferta primária: nome e CNPJ da instituição líder da distribuição e anúncio de distribuição;</li> <li>• Ambiente de negociação secundária: nome e CNPJ da administradora, nome e CNPJ da entidade de liquidação e custódia, data de admissão no sistema de negociação, código do ativo, código ISIN;</li> <li>• Dados da emissão e série: número da emissão e da série, valor nominal unitário, quantidade e montante de CRI, data e local da emissão, data de vencimento e encerramento, remuneração, garantia, classificação de risco e agência de rating, local, periodicidade e data do primeiro pagamento, periodicidade, taxa e data da primeira amortização;</li> <li>• Três vias do prospecto preliminar;</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• O registro provisório será automaticamente cancelado caso o registro definitivo não seja requerido em até 30 dias;</li> </ul>
<b>Indeferimento ou cancelamento do registro pela CVM</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acarreta a suspensão da negociação dos CRI e a necessidade de seu resgate, pelo valor unitário atualizado, independentemente da anuência dos detentores dos CRI;</li> <li>• Deverá ser comunicado às bolsas de valores ou entidades de balcão organizado e às entidades prestadoras de serviços de liquidação e custódia, para que procedam ao bloqueio da negociação dos CRIs;</li> <li>• A securitizadora deve informar à CVM as condições em que se procedeu o resgate dentro de 3 (três) dias úteis, contados da data do indeferimento do registro ou de seu cancelamento;</li> <li>• Os dados referentes ao resgate dos CRI devem constar do formulário ITR (Informações Trimestrais) e das demonstrações financeiras da companhia securitizadora.</li> </ul>
<b>Prazo de encerramento da oferta pública</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O prazo de encerramento da oferta pública de distribuição é de seis meses, contados da data do registro pela CVM;</li> <li>• O prazo é contado a partir da data de publicação do anúncio de início de distribuição.</li> </ul>
<b>Dispensa de instituição intermediária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Captações com volume de até R\$ 30 milhões;</li> <li>• Captações destinadas a sociedades integrantes do mesmo grupo econômico e seus administradores e acionistas controladores.</li> </ul>

*continua.*

continuação.

<b>Ofertas destinadas ao público em geral (ICVM nº 400)</b>	
<b>Investidores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pessoas físicas; clubes de investimentos; fundos de investimento; entidades de previdência privada; companhias seguradoras; investidores estrangeiros; instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição; instituições financeiras ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio; demais instituições financeiras; demais pessoas jurídicas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio; demais pessoas jurídicas; sócios, administradores, empregados, prepostos e demais pessoas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio de instituições financeiras responsáveis pela distribuição e/ou garantia da subscrição dos ativos.</li> </ul>
<b>Ofertas destinadas a investidores qualificados (ICVM nº 476)</b>	
<b>Dispensa de registro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os CRIs distribuídos com esforços restritos estão automaticamente dispensados de registro, nos termos da ICVM nº 476, obedecidas as seguintes condições:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• A emissão deve ser ofertada para no máximo 75 investidores qualificados e adquirida por, no máximo, 50;</li> <li>• O emissor não poderá realizar nova oferta pública de CRIs dispensados de registro dentro do prazo de quatro meses após o encerramento da oferta;</li> <li>• A negociação em mercados regulamentados só poderá ocorrer após 90 dias da subscrição ou aquisição (período de lock-up), e apenas entre investidores qualificados;</li> <li>• Os investidores pessoas físicas e jurídicas qualificados deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de um milhão de reais;</li> <li>• O encerramento de oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, até cinco dias após o encerramento.</li> </ul> </li> </ul>
<b>Investidores qualificados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• São definidos como investidores qualificados*:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;</li> <li>• As pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e</li> <li>• Clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados (NR);</li> <li>• Os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios são considerados investidores profissionais ou investidores qualificados apenas se reconhecidos como tais conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social;</li> </ul> </li> <li>• Investidores profissionais, que são:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;</li> <li>• Companhias seguradoras e sociedades de capitalização;</li> <li>• Entidades abertas e fechadas de previdência complementar;</li> <li>• Pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;</li> <li>• Fundos de investimento;</li> <li>• Clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;</li> <li>• Agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;</li> <li>• Investidores não residentes.</li> </ul> </li> </ul>
<b>Prazo de encerramento da oferta</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seis meses do início da distribuição;</li> <li>• Caso a oferta não seja encerrada nesse prazo, o intermediário líder deverá enviar à CVM os dados até então disponíveis e complementá-los semestralmente até o encerramento da oferta.</li> </ul>

continua.

*continuação.*

<b>Ofertas destinadas a investidores qualificados (ICVM nº 476)</b>	
<b>Dispensas</b>	Os CRIs distribuídos com esforços restritos estão dispensados de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto;</li> <li>• Anúncio de início e encerramento de distribuição.</li> </ul>
<b>Responsáveis pela verificação da qualidade de investidor qualificado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instituição intermediária da oferta e da negociação em mercado secundário.</li> </ul>

\* Esse conceito segue a ICVM nº 554, publicada em dez. 2014 e que entrará em vigor a partir de 1º jul. 2015. O conceito anterior, definido na ICVM nº 409, englobava os seguintes investidores: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; e pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil.

<b>Documentação e Divulgação de Informações</b>	
<b>Termo de securitização (TSC)</b>	
Documento lavrado por companhia securitizadora que formaliza a vinculação dos créditos imobiliários utilizados como lastro dos CRI.	
<b>Informações</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Averbação do Termo de Securitização no serviço de registro de imóveis ou seu registro na instituição custodiante;</li> <li>• Características dos créditos imobiliários vinculados: identificação do devedor; valor nominal; imóvel a que esteja vinculado; indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado; situação do registro, matrícula e número do assentamento do ato pelo qual o crédito foi cedido; se o imóvel objeto do crédito tem "habite-se" e se está sob regime de incorporação, nos moldes da Lei nº 4.591/1964;</li> <li>• Identificação dos CRIs: qualificação da companhia securitizadora; número de ordem (emissão e série), local e data de emissão; valor nominal unitário; discriminação dos valores, da forma, local e das datas de pagamento; condições de remuneração; cláusulas de reajuste; da existência e das condições de resgate antecipado;</li> <li>• Declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários;</li> <li>• Constituição de patrimônio em separado de afetação dos créditos;</li> <li>• Informações sobre as assembleias de beneficiários;</li> <li>• Forma de publicidade dos atos ou fatos de interesse dos investidores;</li> <li>• Existência de garantias e suas espécies, bem como de coobrigação da companhia securitizadora ou de terceiros;</li> <li>• Condições e procedimentos que serão seguidos para a custódia dos créditos e o controle e distribuição dos recursos gerados pelos mesmos;</li> <li>• Descrição das despesas de responsabilidade dos detentores dos CRI, inclusive impostos diretos e indiretos;</li> <li>• Indicação e qualificação do agente fiduciário, com definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação;</li> <li>• Indicação dos prestadores dos serviços de controle e cobrança dos créditos, custodiante, se for o caso, fiscal da obra e banco da conta vinculada;</li> <li>• Existência de classificação de risco do CRI e, se for o caso, dos garantidores, com indicação das agências classificadoras contratadas, explicitando se o serviço pode ser interrompido ou não na vigência do CRI;</li> <li>• No caso de emissão de CRI sênior e subordinado, estabelecer as salvaguardas para os primeiros, de forma clara e objetiva;</li> <li>• Declaração da companhia securitizadora, do agente fiduciário e, se for o caso, da instituição líder da oferta pública de distribuição dos CRIs, quanto ao dever de diligência para a verificação da legalidade e ausência de vícios da operação, além da veracidade, consistência, correção e suficiência das informações prestadas pelo ofertante no Prospecto e no TSC.</li> </ul>

*continua.*

continuação.

<p><b>Registro ou averbação do Termo de Securitização</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O TSC deverá ser registrado ou averbado em cartório de registro de imóveis competente, devendo ser a certidão entregue no ato do registro na CVM;</li> <li>• Caso seja instituído regime fiduciário e o lastro da emissão do CRI seja composto por CCI, o TSC pode ser registrado ou averbado apenas na instituição custodiante, em substituição ao registro no cartório de imóveis (Lei nº 10.931/2004);</li> <li>• Para os CRIs destinados exclusivamente aos investidores qualificados, a entrega da certidão de registro do TSC em cartório ou instituição custodiante, para a CVM, tem o prazo de até 90 dias após o início da distribuição. Durante esse prazo será necessária:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• A integralização dos CRIs condicionada à existência de garantias reais ou fidejussórias de valor, no mínimo, equivalente ao valor unitário atualizado dos CRIs. Essas garantias devem ser registradas junto à instituição autorizada pela CVM para a prestação de liquidação e custódia e devem vigorar, no mínimo, até a averbação ou o registro do Termo de Securitização; ou a permanência dos recursos captados pela securitizadora em conta vinculada até a averbação ou registro do Termo de Securitização. Essa conta deve ser administrada pela securitizadora em conjunto com uma das seguintes instituições:                 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Instituição intermediária líder da distribuição;</li> <li>• Agente fiduciário;</li> <li>• Instituição financeira contratada para este fim;</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• A averbação ou registro do Termo de Securitização deverá ser comunicado pela securitizadora ou pelo agente fiduciário, até no máximo um dia útil, às seguintes instituições:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• CVM;</li> <li>• Bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que o CRI seja admitido à negociação;</li> <li>• Câmara de compensação e liquidação;</li> </ul> </li> </ul> <p>O registro de oferta pública de distribuição será cancelado se a securitizadora não proceder à averbação ou ao registro do Termo de Securitização.</p>
<p><b>Prospecto</b></p>	
<p>Documento que destaca as características da oferta e principais informações relevantes para a tomada de decisão pelo investidor, tais como riscos envolvidos e principais direitos e responsabilidades de cotistas e do administrador.</p>	
<p><b>Informações</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resumo contendo as características da operação;</li> <li>• Identificação de administradores, consultores e auditores;</li> <li>• Informações relativas à oferta;</li> <li>• Composição do capital social;</li> <li>• Características e prazos;</li> <li>• Condições do contrato de distribuição de valores mobiliários;</li> <li>• Destinação de recursos;</li> <li>• Fatores de risco da oferta;</li> <li>• Formulário de referência;</li> <li>• Identificação dos responsáveis pela análise e seleção dos investimentos em empreendimentos imobiliários.</li> </ul>
<p><b>Prospecto preliminar</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Antes da publicação do prospecto definitivo, no caso de pedido de registro provisório à CVM, pode ser publicado um prospecto preliminar, que deve conter as mesmas informações que o prospecto definitivo, mas está ainda sujeito a complementação e correção pela CVM.</li> </ul>
<p><b>Informações periódicas</b></p>	
<p>São informações que a securitizadora deve enviar à CVM, por meio eletrônico disponível no site da CVM.</p>	
<p><b>Informações*</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Formulário cadastral: constam dados sobre emissor, como nome empresarial, endereço, valores mobiliários admitidos à negociação;</li> <li>• Formulário de referência: informações sobre os auditores, informações financeiras selecionadas, fatores de risco, informações sobre assembleias, administradores, recursos humanos, entre outros;</li> <li>• Formulário de DFP (demonstrações financeiras padronizadas): relatório mais consolidado com informações, elaborado com base nas demonstrações financeiras, enviado três meses** após o anúncio do exercício social;</li> <li>• Formulário de ITR (informações trimestrais): Características gerais da emissão; Informações financeiras selecionadas por patrimônio separado; Comportamento da carteira de créditos vinculados à securitização; Eventos que geraram amortização antecipada ou afetaram o fluxo de pagamentos no trimestre.</li> </ul>



<b>Demonstrações Financeiras</b>	
<b>Características Gerais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Levantadas a cada 12 meses, após o exercício social, com encerramento em 30 de junho ou 31 de dezembro de cada ano;</li> <li>• Publicadas até no máximo três meses do encerramento do exercício social<sup>3</sup>;</li> <li>• Devem obedecer às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e a Lei nº 6.404/1976;</li> <li>• Devem ser auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM;</li> <li>• Devem vir acompanhadas de:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Demonstrações financeiras de cada um dos patrimônios separados;</li> <li>• Relatório da administração;</li> <li>• Parecer do auditor independente;</li> <li>• Parecer do conselho fiscal ou órgão equivalente;</li> <li>• Proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver;</li> <li>• Declaração de concordância dos diretores com o parecer dos auditores independentes e com as demonstrações financeiras levantadas;</li> <li>• Relatório anual resumido do comitê de auditoria, se houver.</li> </ul> </li> </ul>

\* As informações completas de cada um dos itens descritos podem ser encontradas nos Anexos 22, 24 e 32-II da ICVM nº 480. \*\* Caso o emissor seja estrangeiro, o prazo é de quatro meses.

## 6.2. Legislação tributária

A identificação da tributação incidente sobre os ganhos do CRI, no resgate ou na negociação, não envolve incerteza, uma vez que se enquadra nas regras dos ativos de renda fixa. O grande destaque da legislação tributária é a isenção de imposto de renda para as pessoas físicas, tanto no ganho de capital quanto nos rendimentos periódicos, trazida pela Lei nº 11.033, de 2004. Argumentam os analistas que a isenção tornou o ativo bastante atrativo para este segmento de investidor, apesar de ainda não constituírem o principal tipo de subscritor do ativo. Conforme Decreto nº 6.306, de 2007 e alterações subsequentes, os IOF-Títulos e IOF-Câmbio possuem alíquotas iguais a zero.

Para os investidores não residentes, a Lei nº 12.431, de 2011, estabeleceu isenção de imposto de renda para ativos que atendam a características compatíveis com longo prazo, como remuneração por taxa prefixada, índice de preços ou TR, prazo médio superior a quatro anos, e prazo de pagamento de rendimentos com intervalo de, no mínimo, 180 dias. Para que os investidores obtenham a isenção, os CRIs devem ser objeto de distribuição pública e registrados em sistema de registro aprovado pela CVM. A alíquota do IOF-Câmbio para investidores estrangeiros, conforme Decreto nº 6.306, também é zero.

Vale mencionar ainda que a Lei nº 9.514, de 1997, faculta ao CMN o estabelecimento de prazos

mínimos e outras condições para emissão e resgate de CRI, que podem ser diferenciadas de acordo com o indexador e o tipo de crédito imobiliário vinculado à emissão. Este dispositivo abre espaço para que os CRIs atendam obrigatoriamente às exigibilidades da Lei nº 12.431, ou seja, o CMN pode passar a exigir características para o papel que incentivem a captação de recursos voltados para o financiamento de investimentos de mais longo prazo.

<b>Incidência de Imposto</b>		
<b>Rendimentos produzidos a partir de 1º jan. 2005</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sobre os rendimentos periódicos e os ganhos de capital incidem IR na fonte a alíquotas decrescentes de acordo com o prazo de aplicação:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Até 180 dias: 22,5%;</li> <li>• De 181 dias a 360 dias: 20%;</li> <li>• De 361 dias a 720 dias: 17,5%;</li> <li>• Acima de 720 dias: 15%.</li> </ul> </li> <li>• Para as pessoas físicas há isenção de IR, na fonte e na declaração de ajuste anual.</li> </ul>	Lei nº 11.033, art. 1º; IN nº 1.022, art. 37
<b>Base de cálculo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para o caso de alienação do ativo, a alíquota é calculada sobre a diferença positiva entre o valor de alienação e o valor da aplicação líquido do IOF;</li> <li>• Em relação aos rendimentos periódicos, as mesmas alíquotas são aplicadas pro rata tempore;</li> <li>• Pode ser deduzida da base de cálculo a parcela dos rendimentos do período anterior à aquisição do ativo. A parcela do rendimento não submetida à incidência do IR na fonte deverá ser deduzida do custo, no momento da aquisição, para fins de apuração da base de cálculo.</li> </ul>	Lei nº 8.668, art. 65, §§ 1º ao 3º; IN nº 1.022, art. 37, § 1.  Lei nº 12.431, art. 5º; IN nº 1022, art. 37, §§ 10º, 11º e 12º.
<b>Responsabilidade pela retenção</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A securitizadora credita os eventos (amortização, pagamentos de juros etc.) na conta do banco liquidante do investidor/beneficiário final.</li> </ul>	Lei nº 8.981, art. 65, § 8º; IN nº 1.022, art. 39, § 1º, I e IV, art. 43, § 1º.
<b>Imposto sobre operações financeiras (IOF)</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• IOF-TVM (Imposto sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários) sobre alienação, resgate e transferência de aplicações: 0%;</li> <li>• IOF-Câmbio (Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros) para aquisição de CRI: 0%.</li> </ul>	Dec. nº 6.306, art. 32, § 2º, VI.  Dec nº 6.306, art. 15-B, II.	

Não residentes	
<p>IR (Imposto de renda):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Sobre ganho de capital e rendimentos periódicos: mesmas regras do investidor residente;</li><li>• IR para ativos incentivados no âmbito da Lei nº 12.431/2011: 0%.</li></ul> <p>Os ativos devem atender às seguintes características:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Emissão entre janeiro de 2011 e dezembro de 2030;</li><li>• Remuneração por taxa de juros prefixada, vinculada a índice de preço ou à TR (taxa referencial), vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada e, cumulativamente:</li><li>• Prazo médio superior a quatro anos, levando em consideração o prazo de cada fluxo integrante do título, conforme fórmula constante do art. 1º da Res. CMN nº 3.947/2011;</li><li>• Vedação à recompra do papel pelo emissor nos dois primeiros anos após a emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento;</li><li>• Inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;</li><li>• Prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existentes, com intervalos de, no mínimo, 180 dias;</li><li>• Comprovação de negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e</li><li>• Procedimento simplificado* que demonstre o objetivo de alocar os recursos captados em projetos de investimento;</li></ul> <p>IOF (Imposto sobre Operações Financeiras):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• IOF-TVM (Imposto sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários) sobre alienação, resgate e transferência de aplicações: 0%;</li><li>• IOF-Câmbio (Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros) para aquisição de CRI: 0%.</li></ul>	<p>Lei nº 11.033, art. 1º; IN nº 1.022, art. 37. Lei nº 12.431, Art. 1º, I.</p> <p>Dec. nº 6.306, art. 32, § 2º, VI.</p> <p>Dec. nº 6.306, art. 15 B, XVI e XVII.</p>

\* As regras deste procedimento simplificado podem ser encontradas no Informe de Legislação ANBIMA nº 06/2011, disponível em: [http://www.anbima.com.br/informe\\_legislacao/2011\\_006.asp](http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2011_006.asp).

### 6.3. Aplicações em CRIs com recursos do FGTS e da poupança

Como mencionado ao longo do livro, a possibilidade de direcionamento de recursos do FGTS para o CRI, além de contribuir para o Fundo na forma de rentabilidade para os investidores, estimula a emissão primária e o mercado secundário deste ativo. A destinação de recursos da poupança para o CRI também foi outro incentivo relevante, conhecido como “mapa 4” em função do ambiente eletrônico em que são registradas essas operações no Cosif. A seguir será apresentada a base legal que sustenta essas aplicações.

<b>Aplicação em CRIs pelo FGTS</b>	
<b>Empreendimentos na área de habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana</b>	
<b>Descrição</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O FGTS pode adquirir CRIs que possuam lastro em operações do setor de habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana (Circulares CEF nº 602, 603 e 604);</li> <li>• Esses CRIs devem ser lançados por empresas públicas ou privadas, SPEs (sociedades de propósito específico) ou entidades afins. As Circulares autorizam também a aplicação em cotas de FII e FIDC, e debêntures, de modo que todas as regras aplicam-se à soma dos quatro tipos de aplicação;</li> <li>• Os agentes financeiros e os demais agentes de mercado devem atuar na estruturação dos fundos e papéis para seu lançamento e posterior aquisição pelo Agente Operador do FGTS.</li> </ul>
<b>Enquadramento dos empreendimentos objeto do lastro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Infraestrutura urbana: operações do setor de transporte para implantação, ampliação, recuperação, modernização e adequação de sistemas de transporte público coletivo urbano de passageiros;</li> <li>• Saneamento básico: empreendimentos que promovam abastecimento de água, esgotamento sanitário, manejo de resíduos sólidos, manejo de águas pluviais, tratamento industrial de água e afluentes líquidos e reuso de água;</li> <li>• Habitação: unidades residenciais que sejam enquadradas na legislação do SFH, que atendam preferencialmente aos objetivos sociais do FGTS na área de Habitação, em especial a redução do déficit habitacional. As unidades habitacionais devem ter valor de avaliação inferior aos limites do SFH, hoje em R\$ 750 mil para São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal, e em R\$ 600 mil para os demais estados.</li> </ul>
<b>Participação do FGTS no empreendimento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Saneamento básico e infraestrutura urbana: limitado a 90% de cada empreendimento/operação novos;</li> <li>• Habitação: no máximo, 80% do valor de cada empreendimento, limitado a 90% dos custos de produção, observada a capacidade de crédito do emissor.</li> </ul>
<b>Limite total de aplicação</b>	<p>Os limites de aplicação valem para a soma de aplicações do FGTS em CRIs, debêntures, FIIs e FIDCs em operações nas respectivas áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Saneamento básico: R\$ 3 bilhões;</li> <li>• Infraestrutura urbana: R\$ 3 bilhões;</li> <li>• Habitação: 80% do valor do empreendimento, limitado a 90% dos custos de produção.</li> </ul>
<b>Distribuição por Região</b>	<p>A soma de recursos do FGTS aplicados em CRIs, e nos demais ativos contemplados na regulamentação (debêntures, FIIs e FIDCs) devem obedecer à seguinte distribuição regional:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Saneamento básico: Norte (10,2%); Nordeste (25,5%); Sudeste (39,9%); Sul (15,6%); Centro-Oeste (8,8%).</li> <li>• Habitação: Norte (10,2%); Nordeste (25,5%); Sudeste (39,9%); Sul (15,6%); Centro-Oeste (8,8%);</li> <li>• Infraestrutura urbana: não há regra para distribuição regional.</li> </ul>
<b>Fluxo operacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os interessados devem enviar as propostas para enquadramento, nos termos das respectivas Circulares, na Superintendência Nacional do FGTS, em Brasília.</li> </ul>

*continua.*

continuação.

<b>Aplicação em CRIs pelo FGTS</b>	
<b>Imóveis em geral</b>	
<b>Descrição</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O FGTS pode adquirir CRIs que possuam lastro em financiamentos imobiliários, observada a seguinte ordem de prioridade para o valor dos imóveis objeto do financiamento (Circular CEF nº 643):               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Imóveis com valor &lt; R\$ 200 mil;</li> <li>• Imóveis com R\$ 200 mil &lt; valor &lt; R\$ 400 mil;</li> <li>• Imóveis com R\$ 400 mil &lt; valor ≤ limite máximo do SFH;</li> </ul> </li> <li>• As companhias securitizadoras e os agentes fiduciários devem estar devidamente cadastrados e habilitados junto ao agente operador do FGTS-CEF.</li> </ul>
<b>Condições</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O crédito lastro pode ser destinado ao financiamento de imóveis performados ou em produção (na planta);</li> <li>• Prazo de amortização/resgate: limitado a 240 meses;</li> <li>• Prazo de carência: limitado a 24 meses; para CRIs com lastro em imóveis performados não é permitido prazo de carência.</li> <li>• Taxa de juros nominais de acordo com o valor dos imóveis:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• valor &lt; R\$ 200 mil: 6% a.a.;</li> <li>• R\$ 200 mil &lt; valor &lt; R\$ 400 mil: 7% a.a.;</li> <li>• R\$ 400 mil &lt; valor ≤ limite máximo do SFH: 8% a.a.;</li> </ul> </li> <li>• Garantia: representada pelos créditos imobiliários utilizados como lastro na série de CRI, bem como pela alienação fiduciária ou hipoteca dos imóveis respectivos;</li> <li>• Taxa de Risco: adicionalmente à taxa de juros nominal, será cobrada uma taxa de risco calculada em conformidade com o rating atribuído à operação:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• AA: 0,2% a.a.;</li> <li>• A: 0,4% a.a.;</li> <li>• B: 0,6% a.a.;</li> <li>• C: 0,8% a.a.;</li> </ul> </li> <li>• Pagamentos: mensais, de acordo com a curva de amortização previamente apresentada, reajustados pelos mesmos índice e periodicidade de atualização dos saldos das contas vinculadas do FGTS. As amortizações extraordinárias nos créditos vinculados devem ser repassadas para o CRI;</li> <li>• Atualização dos CRIs: realizada mensalmente pelo mesmo índice de atualização dos saldos das contas vinculadas ao trabalhador do FGTS.</li> </ul>

<b>Destinação de poupança para CRIs</b>	
<b>Descrição</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No mínimo 65% dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo devem ser aplicados em operações de financiamento imobiliário, dos quais, 80%, no mínimo, devem ser aplicados em operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, e o restante em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado (Resolução nº 3.932/2010, do CMN).</li> </ul>
<b>Enquadramento do CRI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Como operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado enquadram-se os CRIs lastreados em financiamentos imobiliários (Resolução nº 3.932/2010, do CMN);</li> <li>• Como operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH enquadram-se as aplicações em CRIs com lastro em operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH (Resolução nº 4.410/2015, do CMN);</li> </ul>

continua.

continuação.

Destinação de poupança para CRIs	
Limites	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O valor total dos CRIs destinados a atender as exigibilidades no âmbito do SFH não pode exceder 50% do volume total exigido, ou seja, 80% dos 65% de recursos da poupança admitidos em financiamento imobiliário;</li> <li>• Os CRIs com carta e garantia de aquisição concedida por instituição integrante do SBPE só podem ser computados para fins das exigências até o limite de 65% do seu valor de aquisição.</li> </ul>
Alteração regulatória	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteriormente à Resolução nº 4.410, de 28 de maio de 2015, a exigibilidade de direcionamento de recursos imobiliários no âmbito do SFH podia ser atendida com CRIs lastreados em qualquer financiamento imobiliário, não necessariamente em operações habitacionais naquele sistema. A Resolução manteve as condições de cômputo anteriores à vigência da nova norma, até o vencimento desses ativos, exceto em caso de posterior prorrogação do vencimento originalmente pactuado.</li> </ul>

## 6.4. Autorregulação de CRIs

Baseada no compromisso de autorregular o mercado, a ANBIMA busca criar condições para que os agentes estabeleçam regras, parâmetros e princípios de funcionamento que incentivem o constante aprimoramento dos padrões operacionais, além de supervisionar o cumprimento dessas normas.

Para atingir esses objetivos, o modelo ANBIMA de Autorregulação conta com as áreas de Representação, Supervisão e com os Conselhos de Regulação. A área de Representação é formada por Comitês e Subcomitês, cujo objetivo é propor regras ou aperfeiçoamentos da regulamentação existente, ampliar o relacionamento institucional com órgãos do Governo e entidades do mercado, além de aprimorar as informações disponíveis ao mercado, órgãos reguladores e investidores. Já a área de Supervisão é responsável pelo monitoramento do cumprimento das regras e pela criação de ferramentas de supervisão, enquanto os Conselhos de Regulação são responsáveis pela imposição de penalidades às instituições que descumpram as regras estabelecidas.

A autorregulação é baseada nos Códigos ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, que estabelecem princípios e regras para promover a concorrência leal, a padronização de procedimentos, a maior disponibilidade e qualidade de informações, a elevação de padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas. A observância de seus princípios e regras é obrigatória para as Instituições filiadas à ANBIMA e instituições que, embora não associadas, assinam termo de adesão.

A adesão ao Código ANBIMA expressa o entendimento das Instituições Participantes de que o de-

sempenho de suas atividades excede o limite da observância das normas legais e regulamentares que lhes são aplicáveis pelas entidades reguladoras e fiscalizadoras e, por isso, é necessário submeter-se voluntariamente aos procedimentos estabelecidos pelo Código de Autorregulação<sup>18</sup>. Isso significa, para o investidor, maior transparência de informações e segurança em relação aos padrões de diligência, além da garantia de que seu investimento segue as melhores práticas de negócios para o segmento em que atua.

Cada segmento conta com um Código específico, como, por exemplo, o Código de Fundos de Investimentos, Código de Varejo, Código de Certificação, dentre outros<sup>19</sup>. No caso dos CRIs, as instituições participantes podem aderir ao Código ANBIMA de Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, que conta com um capítulo específico para o ativo (Capítulo III), vigente desde 03 de fevereiro de 2014. O capítulo é um dos resultados dos trabalhos do Subcomitê de CRI, criado no âmbito do Comitê de Produtos Imobiliários, que concluiu por sua elaboração diante do crescimento do volume de emissão do ativo e da necessidade de regras que atendessem às suas especificidades.

Conforme o Código, as ofertas de CRIs registradas na ANBIMA são supervisionadas de forma direta (in loco) e indireta, com mandado para aplicação de multas objetivas e abertura de Procedimentos para Apuração de Irregularidades. As instituições participantes devem conduzir processo de diligência do lastro da emissão, com vistas à preparação do prospecto e demais documentos disponibilizados aos investidores. São consideradas como instituições participantes as securitizadoras, nos casos em que está dispensada a participação de instituição intermediária.

Além disso, as instituições participantes devem enviar informações para a Base de Dados ANBIMA, o que possibilita a elaboração de estudos, estatísticas e relatórios que conferem ao investidor e aos demais agentes do mercado mais uma fonte segura de informações para orientar a tomada de decisões. O conteúdo das informações enviadas pelo mercado baseia-se em proposta de identificação do ativo elaborada pelo Subcomitê de CRI da ANBIMA. A identificação aborda as características do lastro, como tipo de contrato, número de devedores, segmento do empreendimento imobiliário,

---

18. O Código ANBIMA não se sobrepõe à legislação e regulamentação vigentes. Caso haja contradição entre regras estabelecidas e normas legais ou regulamentares que venham a ser editadas posteriormente ao início de vigência do Código, a respectiva disposição é desconsiderada, sem prejuízo das demais regras nele contidas.

19. A listagem completa dos Códigos ANBIMA e seus conteúdos podem ser acessados em: <http://portal.anbima.com.br/autorregulacao/codigos/Pages/default.aspx>.

dentre outros. A base facilitará as consultas e permitirá a comparação entre os ativos, inclusive internacionais. Em outubro de 2014 foi divulgada a diretriz dessa base de dados, com dispositivos sobre os procedimentos e prazos de envio das informações. A divulgação da base para o mercado deve ocorrer a partir do segundo semestre de 2015.

O quadro abaixo traz um resumo das regras e procedimentos estabelecidos para o CRI no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas.

<b>Adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas</b>	
<b>Registro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os CRIs emitidos a partir de 08 dez. 2014 devem ser registrados na ANBIMA no prazo máximo de 15 (quinze) dias corridos após data de encerramento da oferta, mediante envio dos seguintes documentos*, na forma física e eletrônica:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto preliminar e definitivo;</li> <li>• Contrato de distribuição de valores mobiliários ou contrato de intermediação**;</li> <li>• Comprovante de pagamento da taxa de registro;</li> <li>• Cópia dos documentos da Oferta Pública, tais como: avisos ao mercado, comunicados ao mercado, anúncio de início de distribuição, anúncio de encerramento de distribuição;</li> <li>• Materiais de Suporte à Venda, se houver;</li> <li>• Cópia da carta de conforto e/ou manifestação escrita acerca das informações financeiras constantes do prospecto e do formulário de referência, emitida por auditor independente, se houver;</li> <li>• Informação sobre a existência ou não de parecer legal emitido pelos assessores legais da Oferta acerca da realização do procedimento de diligência legal;</li> <li>• Cópia do relatório de classificação de risco (rating), se houver;</li> <li>• Cópia do modelo de boletim de subscrição, ou documento equivalente;</li> <li>• Cópia de prospecto definitivo utilizado no exterior para a Oferta Pública, no caso de ter sido realizada simultaneamente em outra jurisdição além do Brasil;</li> <li>• Comprovante de existência ou de recomendação de contratação pela emissora e/ou ofertantes de instituição para desenvolver atividade de formador de mercado;</li> <li>• Nas ofertas com dispensa de prospecto, comprovante do bloqueio na instituição administradora onde os valores mobiliários estão registrados, bem como cópia da escritura de emissão;</li> <li>• Termo de Securitização;</li> <li>• Cópia da manifestação escrita acerca das informações financeiras constantes do prospecto e do formulário de referência, emitida por auditor independente, quando for realizada análise dos devedores com mais de 20% de concentração da Oferta;</li> <li>• Carta da Instituição Participante, informando a ausência de qualquer dos documentos solicitados para registro da oferta com sua respectiva justificativa;</li> <li>• Todos os documentos deverão ser entregues na forma física e por meio eletrônico;</li> <li>• Nos casos de Programas de Distribuição de Valores Mobiliários, o registro na ANBIMA somente será obrigatório após a primeira emissão de Oferta Pública realizada com base no Programa.</li> </ul> </li> </ul>

*continua.*



continuação.

Adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas	
Base de Dados ANBIMA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O registro da oferta pública de CRI na ANBIMA implica a necessidade de envio das informações que comporão a Base de Dados ANBIMA de CRIs, que estará disponível a partir de 2015;</li> <li>• As informações enviadas devem seguir a "Ficha cadastral", apresentada em quadro abaixo;</li> <li>• Os CRIs objeto de ofertas públicas com esforços restritos, com dispensa de registro na CVM ou que já estejam em funcionamento na data da entrada em vigor do Código, deverão ser registrados na ANBIMA apenas para fins do envio dessas informações.</li> </ul>
Selo ANBIMA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O compromisso das instituições com o cumprimento e observância das disposições do Código é expresso através do Selo ANBIMA nos seguintes documentos da oferta pública:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto;</li> <li>• Avisos e comunicados ao mercado;</li> <li>• Anúncio de início e encerramento de distribuição.</li> </ul> </li> </ul>
Prospecto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Além das informações exigidas para os demais valores mobiliários, são exigidas as seguintes informações*** especificamente para os CRIs:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Informações sobre as principais características do CRI, como série e classe da emissão, indicação sobre a existência ou não de regime fiduciário;</li> <li>• Indicação, por fluxograma, das etapas da estruturação da operação, com identificação das partes envolvidas, desde o originador do crédito até o investidor, além do fluxo financeiro;</li> <li>• Informação de características básicas em relação ao lastro;</li> <li>• Para lastro pulverizado, informações relevantes como LTV (loan-to-value), análise do histórico da carteira e critérios de elegibilidade do lastro;</li> <li>• Detalhamento de informações sobre coobrigação;</li> <li>• Informações sobre o devedor que, individualmente, represente mais de 20% de concentração na oferta;</li> <li>• Fatores de risco (crédito, mercado, liquidez, tributário, pré-pagamento e outros, quando aplicável);</li> <li>• Breve histórico das operações realizadas anteriormente pela securitizadora; e</li> <li>• Informação sobre quórum mínimo estabelecido para as deliberações das assembleias gerais de credores.</li> </ul> </li> </ul>

\* Podem ser enviados demais documentos que, a critério da Instituição Participante, sejam considerados necessários ao registro da Oferta Pública.  
 \*\* Acompanhado, se for o caso, dos termos de adesão e/ou instrumento(s) de subcontratação de colocação de valores mobiliários. \*\*\* Para a lista completa de informações, ver página 18 do capítulo II do Código ANBIMA para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, disponível em: [http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/codigo-de-ofertas-publicas/Documents/codigo\\_ofertas-publicas.pdf](http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/codigo-de-ofertas-publicas/Documents/codigo_ofertas-publicas.pdf).

## Ficha Cadastral - CRI

Características da Oferta		
1	Companhia Emissora	
2	Nº de Emissão	
3	Data de Registro Provisório na CVM	
4	Data de Registro Definitivo na CVM	
5	Coordenador Líder	

Continua.

continuação.

Adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas			
6	Coordenadores		
7	Valor Total da Oferta		
8	Tipo de Série		
9	Quantidade de Séries		
Características do CRI			
	Tipo	Sênior	Júnior/ Subordinada
10	Número de Registro CVM		
11	Tipo		
12	Data de Emissão do CRI		
13	Número do Processo na CVM		
14	Nº de Série		
15	% da Carteira		
16	Mercado de Distribuição		
17	Nº Isin		
18	Código Cetip		
19,1	Agência Classificadora de Rating		
19,2	Nota de Rating		
20	Quantidade		
21	Valor Total (R\$ mil) por tipo		
22	Preço Unitário de Emissão		
23	Lastros		
24	Previsão de conclusão de obra (não performedo)		
25	Cedente		
26	Originador dos Créditos		
27	Devedor		
28	Devedor Corporativo		
29	Regime Fiduciário		
30	Agente Fiduciário		
31	Custodiante		
32	Servicer		
33	Taxa da Emissão	Curva do Papel / Efetiva Colocação	
34	Taxa de Colocação	(taxa Final) Ágio / Deságio	
35	Indexador	Índice de Correção e Juros Mensais	

continua.

continuação.

Características do CRI			
36	Duration	Número de meses (Conforme fórmula a ser definida)	
37	Vencimento do CRI	Número de meses	
38	Data da 1ª amortização		
39,1	Forma de Amortização	Variável ou Fixo	
39,2	Periodicidade da Amortização	mensal / bimestral / trimestral / semestral / anual / variável (campo texto)	
	<b>Tipo</b>	<b>Sênior</b>	<b>Júnior/ Subordinada</b>
40	Carência no Pagamento Juros	Número de meses	
41	Carência no Pagamento Principal	Número de meses	
42	Forma de Pagamento	Pró-Rata / Sequencial / ambos	
43	Possibilidade de Pré pagamento	Sim ou Não	
44	Existe prêmio para o pré pagamento	Sim ou Não	
45	Garantias	(%) Real imobiliária (alienação fiduciária; hipoteca) / (%) fidejussoria / (%) cessão fiduciária de recebíveis / (%) coobrigação / (%) nota promissória / (%) alienação de cotas da SPE / outros (campo texto).	
46	Mitigação de Risco	Conta reserva / Fundo de liquidez / Fundo de despesa / Recompra compulsório / outros	

Lastro do CRI (a critério do coordenador)			
47	LTV Médio Ponderado da Carteira (pelo saldo devedor)		Sim
48,1	LTV máximo		Sim
48,2	LTV mínimo		Sim
49	Quantidade de Contratos na Emissão		Sim
50	Saldo Devedor Total dos Contratos		Sim
51,1	Saldo Devedor Máximo dos contratos		Sim
51,2	Saldo Devedor Mínimo dos contratos		Sim
52	Prazo Médio dos Contratos	ponderado pelo saldo devedor	Sim
53,1	Prazo Máximo dos Contratos		Sim
53,2	Prazo Mínimo dos Contratos		Sim
54	Taxa Máxima do(s) Contrato(s)		Sim
55,1	Taxa Mínima do(s) Contrato(s)		Sim
55,2	Taxa Ponderada do(s) Contrato(s) (TIR)		Sim

56	Tipo de Contrato	campo texto	Sim
57	Os lastros são registrados?	S/N	Sim
58	Onde são registrados?	RGI / RTD / outros (campo texto)	Sim

## 7. CONCLUSÃO

A criação do Certificado de Recebíveis Imobiliários, com a Lei nº 9.514, de 1997, representou um passo importante para o processo de securitização de recebíveis imobiliários no Brasil, ampliando as formas de financiamento de incorporadoras, construtoras e instituições financeiras. Ao mesmo tempo, estabeleceu as diretrizes do novo modelo de financiamento imobiliário no país, o SFI (Sistema de Financiamento Imobiliário), que representou um avanço em termos de criação de funding, já que o antigo modelo apresentava sinais de esgotamento, em grande parte devido à dinâmica inflacionária do início dos anos de 1990.

A complexidade e a pluralidade envolvidas na estruturação de um CRI oferecem vantagens para o financiamento do segmento imobiliário. As operações build-to-suit, por exemplo, permitem o atendimento a demandas específicas de projetos de investimento. A possibilidade de securitização da carteira de crédito de uma instituição financeira, por sua vez, permite a liberação de recursos para a realização de novos empréstimos ou, no caso de uma incorporadora, para o investimento em novos empreendimentos imobiliários. A diversidade dos segmentos que podem contar com o benefício da securitização por meio do CRI – residencial, corporativo, logístico, hoteleiro, dentre outros – também torna o ativo um instrumento plural de financiamento. Por fim, a gama de possibilidades em termos de fluxo de pagamento, como periodicidades de amortização, indexadores e cláusulas de pré-pagamento, fazem do CRI um eficaz instrumento de funding para o setor imobiliário, inclusive para projetos com prazos mais extensos – em 2014, 66% do volume emitido teve prazo médio superior a 11 anos, o que o destaca, em termos de maturidade, em relação a outros títulos privados do mercado de capitais brasileiro, inclusive a debênture.

Por outro lado, essas características trazem complexidade, como a dificuldade para a avaliação de crédito e o acompanhamento dos eventos extraordinários que impactam o fluxo de pagamento do ativo, sobretudo no caso dos CRIs pulverizados. Isso tenderia a afastar investidores com potencial gerador de liquidez, como alguns fundos de investimento e as fundações, haja vista os elevados custos de acompanhamento e avaliação. No caso das pessoas físicas, essa configuração do ativo, somada às atrativas taxas de retorno do papel, ampliadas pela isenção fiscal do imposto de renda,

resulta em estratégias hold-to-maturity, especialmente nas ofertas distribuídas com esforços restritos (ICVM nº 476), destinadas a investidor qualificado.

As recentes mudanças promovidas pela ICVM nº 554, que eliminaram as regras de investimento mínimo das ofertas com esforços restritos e alteraram os critérios de enquadramento do investidor nas categorias qualificado e profissional, podem melhorar as condições de distribuição e liquidez do segmento. Mas, até 2014, o perfil de distribuição foi concentrado. A participação de instituições intermediárias e participantes ligados à oferta foi crescente, partindo de 29% em 2012 para 70% em 2014. Neste ano, apenas 8% foram destinados a pessoas físicas, enquanto em 2012 essa participação foi de 25%.

As causas dessa concentração residem, em grande parte, na possibilidade de atendimento das exigências de direcionamento de depósitos da poupança para operações no âmbito do SFH através da aquisição de CRIs com lastro em financiamentos imobiliários em geral, conforme a Resolução nº 3.932/2010. As recentes mudanças trazidas pela Resolução nº 4.410, de 28 de maio de 2015, que restringem o enquadramento aos CRIs lastreados em operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, devem diminuir o estímulo à aquisição, pelos bancos, de CRIs lastreados em créditos cedidos por eles próprios, o que tende a mudar o perfil de distribuição e, em alguma medida, estimular a liquidez.

Mais um fator que contribui para a falta de liquidez do segmento é a dificuldade de precificação do ativo, causada, sobretudo, pela defasagem na incorporação dos eventos extraordinários no preço registrado nos sistemas de ambientes eletrônicos. Essa dificuldade impacta também os agentes fiduciários, que ocasionalmente não são comunicados sobre a ocorrência desses eventos.

Apesar da baixa liquidez, as emissões cresceram significativamente nos últimos anos, sobretudo após 2010, levando o estoque em mercado ao patamar de R\$ 55,7 bilhões em 2014. Este valor correspondeu a 26,8% do total de ativos financeiros imobiliários – CRIs, Letras Hipotecárias e LCIs –, o que denota a boa representatividade dos CRIs no segmento. As emissões foram impulsionadas, em grande medida, pela isenção tributária às pessoas físicas, no ganho de capital e no rendimento, promovida pela Lei nº 11.033, em 2011. Ao mesmo tempo, a redução dos juros a partir de agosto de 2011, ao diminuir o custo de oportunidade dos títulos privados em relação aos públicos e fomentar o setor real imobiliário, também contribuiu para o crescimento das emissões. Pelo lado do investidor, o caráter de renda fixa do ativo, com um fluxo de caixa previamente conhecido e com elevadas taxas

de retorno, faz do CRI um investimento bastante atrativo.

Com potencial de crescimento, os agentes entrevistados indicaram, principalmente, os segmentos residencial e de loteamento. O primeiro porque, à medida que os juros se reduzam e que os recursos da poupança deixem de representar um obstáculo à maior concorrência no segmento de crédito habitacional, haverá maior espaço para atuação de novos atores e, conseqüentemente, para o processo de securitização com lastro nesses créditos. Quanto aos CRIs lastreados em contratos de loteamento, a percepção é de que esse mercado, ainda incipiente, tende a se desenvolver com a superação de entraves como as diferenças entre estatutos e regulamentos das diversas regiões do país.

No campo regulatório, há a expectativa de aperfeiçoamento no desenho do produto, por meio de maior clareza na definição dos diferentes papéis dos agentes do segmento, suas responsabilidades e conflitos de interesse, o que tende a gerar impactos bastante positivos tanto para emissores, quanto para investidores. Adicionalmente, a iniciativa da ANBIMA em promover maior transparência de informações e reforçar a autorregulação do segmento também deve contribuir para o fortalecimento desse ativo nos próximos anos, incluindo a ampliação da liquidez.

Em suma, a possibilidade de pulverizar riscos, gerar fluxo de caixa para cedentes de carteiras e desenhar sólidas estruturas de garantia fazem do CRI um ativo funcional para os setores imobiliário e financeiro do país. A percepção é de que existe espaço para o desenvolvimento de determinados nichos e para o crescimento futuro das emissões, que poderá ser ainda impulsionado com a melhora das condições macroeconômicas do país, em especial a redução dos juros.

## ► REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

**GUIA TRIBUTÁRIO ANBIMA.** Rio de Janeiro: ANBIMA, 1997-. Periodicidade irregular. Publicação eletrônica disponível somente para assinantes e associados. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoestecnicas/regulacao/guia-tributario/Pages/default.aspx>>. Foram utilizados as informações referentes ao ano de 2015.

NOVO, Bruno. **NOTAS PRÁTICAS PARA A ESTRUTURAÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.** São Paulo: Scortecci, 2012.

**SÚMULAS ANBIMA.** Rio de Janeiro: ANBIMA, 1990-. Periodicidade irregular. Publicação eletrônica disponível somente para assinantes e associados. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/sumulas/Pages/default.aspx>>. Foram utilizados as informações referentes ao ano de 2015.

### SITES CONSULTADOS:

#### **ANBIMA**

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

#### **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

#### **BM&FBOVESPA**

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

#### **CETIP**

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

#### **MOODY'S**

[www.moody.com/pages/default\\_br.aspx](http://www.moody.com/pages/default_br.aspx)

#### **STANDARD&POORS**

[www.standardandpoors.com/pt\\_LA/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/home)

#### **UQBAR**

<http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/Publicacoes.jsp> – Foram consultadas as informações disponíveis no ANUÁRIO FINANÇAS ESTRUTURADAS

#### **TLON (UQBAR)**

[www.tlon.com.br](http://www.tlon.com.br) – Foram consultadas as informações disponíveis nos ARTIGOS

## **Estudos Especiais:** Produtos de Captação

Confira os números da série:

01. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (2006)
02. Debêntures (2008)
03. Títulos do Agronegócio - Cédula de Produto Rural (2008)
04. Títulos do Agronegócio - Certificados de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário (2009)
05. Fundos de Investimento Imobiliário (2014)
06. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (2015)