

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

Tomaz Reis de Azevedo

**PERSPECTIVAS E TENDÊNCIAS DO MERCADO DE
SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA NO BRASIL**

**São Paulo
2010**

Tomaz Reis de Azevedo

**Perspectivas e Tendências do Mercado de Securitização
Imobiliária no Brasil**

Projeto apresentado ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof. Dr. Ricardo Humberto Rocha – Insper

**São Paulo
2010**

Azevedo, Tomaz Reis de

Perspectivas e tendências do mercado de securitização imobiliária no Brasil / Tomaz Reis de Azevedo. – São Paulo: Insper, 2010.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Ph.D Ricardo Humberto Rocha

Tomaz Reis de Azevedo

Perspectivas e Tendências do Mercado de Securitização Imobiliária no Brasil

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, do Insper como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

EXAMINADORES

Prof. Ph. D Ricardo Humberto Rocha
Orientador

Prof. Ph. D Jose Carlos Luxo
Examinador

Prof. Dr. Flavio Malaga
Examinador

Agradecimentos

Quero agradecer a paciência do professor Ricardo Humberto Rocha na condução da orientação desse trabalho. Ele se mostrou sempre vivamente interessado e atento às minhas preocupações e dúvidas, sem esquecer a sua disponibilidade para discutir o trabalho nos horários mais improváveis. Gostaria de agradecer ainda a participação dos professores José Carlos Luxo e Flávio Malaga, membros da banca examinadora.

Minha gratidão se estende aos entrevistados Pedro Klumb, Fernando Diederichsen e Bruno Amadei pelo tempo dedicado aos encontros, que representaram uma experiência bastante esclarecedora.

Não posso deixar de incluir nos meus agradecimentos os amigos Caio Conca, Pedro Carvalheira e Roberto Rusu pela atenção, ajuda e interlocução em momentos decisivos para a reflexão e entendimento dos vários aspectos do trabalho.

Resumo

O tema principal abordado neste trabalho é a securitização imobiliária, com especial foco nos CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários, prática que está emergindo no Brasil dado os benefícios que sua estrutura apresenta.

Ao longo do estudo, é abordado a origem da securitização (*securitization* em inglês) e suas mais variadas formas. Através de uma revisão bibliográfica, um estudo empírico (montagem de um banco de dados de CRIs com *rating*) e entrevistas com profissionais do mercado, será explicado didaticamente o funcionamento e peculiaridades da securitização imobiliária, tendo como ponto principal os CRIs. Cabe lembrar que a legislação (Leis, Instruções, etc) é também item contemplado pelo trabalho, dado sua grande importância para o entendimento do instrumento.

Abstract

The main theme discussed in this paper is the real estate securitization, with a special focus on CRIs – “Real Estate Receivables Certificates”, a practice that is emerging in Brazil given the benefits its structure provides.

Throughout the study, it is addressed the origin of securitization and its various forms. Through a bibliographic review, an empirical study (assembling a database of rated CRIs) and interviews with industry professionals, the paper will explain the working process (structure) and peculiarities of the real estate securitization, using the CRIs as its base. It is important to note that the legislation (laws, instructions, etc.) is also covered by the paper, given its great importance for the understanding of the instrument (CRI).

Sumário

1 Introdução	1
1.1 CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliário.	5
2 Metodologia e Dados.	16
3 Banco de dados	17
4 Perspectivas e Tendências.	22
4.1 Histórico.	23
4.2 Cenário	26
4.3 Influência Macroeconômica.	30
4.4 Perspectivas e Desafios	34
Apêndice: Entrevistas.	42
Referência	53
Obras Consultadas	56

1. Introdução

A securitização, do inglês *securitization*, é uma inovação financeira criada na década de 1970, visando mitigar o risco de crédito e/ou ser uma forma alternativa de financiamento: “Nessa época, o mercado de *bonds* de empresas corporativas nos EUA presenciou a introdução de operações estruturadas, nas quais o risco de crédito da emissão desses títulos não era mais baseado no risco de crédito do emissor, ou seja, da empresa responsável pela emissão” (Luxo, 2007, p.19).

A idéia por traz da securitização é separar em uma “nova empresa” ou “securitizadora” (SPE – sociedade de propósito específico, ou, nos EUA, *trust*) o fluxo de caixa futuro (recebíveis) proveniente de alguma operação, como, por exemplo, um financiamento ou empréstimo, da empresa originadora de tal operação. Dessa forma, a securitizadora compraria esses recebíveis da empresa originadora e os revenderia sob forma de algum veículo financeiro (título ou valor mobiliário), como uma emissão de debêntures a investidores, por exemplo. Assim, a securitizadora estaria oferecendo aos investidores um ativo lastreado em um recebível, e, dada a transferência total dos recebíveis (direitos creditórios) da empresa originadora para a securitizadora, o risco envolvido na operação se reduz ao apresentado somente pelo risco de crédito da securitizadora, *eliminando o risco da empresa originadora*.

O termo “recebíveis”, neste contexto, está ligado à idéia de ativos securitizáveis, e segundo Pinheiro (2008, p. 24): “qualquer ativo que gera um fluxo de caixa, conhecido ou estimado, é passível de securitização”. O autor (2008) ainda propõe uma lista de possíveis recebíveis, baseado também em Kendall (1996), Kothari (2006) e Mattes e Lima Neto (2007):

- Hipotecas comerciais e residenciais
- Financiamentos de veículos
- Recebíveis de cartão de crédito
- Títulos mercantis

- Fluxo de caixa proveniente de serviços públicos, como: fornecimento de energia, serviços de telefonia e comunicação, e outros
- Fluxo de caixa proveniente de outros serviços: venda futura de passagens aéreas, aluguéis de automóveis, diária futura de redes hoteleiras, e outros
- Leasing de equipamentos
- Créditos não performados
- Contratos futuros
- Crédito pessoal
- Empréstimos e financiamentos em geral
- Títulos de dívida
- Inventários físicos
- *Royalties* da propriedade intelectual: patentes do mercado farmacêutico, direitos autorais de produção artística, marcas

Pinheiro (2008) apud Kendall (1996), Kothari (2006) e Mattes e Lima Neto (2007)

A genialidade dessa operação, como exemplificado por Gaggini (2003, p.33), é a possível melhora na classificação de risco (*rating*) do título ou valor mobiliário (debênture) obtido pela securitizadora quando comparada à classificação obtida pela empresa originadora em operação análoga. Tal diferença se deve ao fato, entre outros, de o risco da originadora englobar suas demais operações e, em caso de falência desta, os detentores dos títulos ou valores mobiliários (investidores) “concorrerão com os demais credores da empresa, habilitando seus créditos conforme a sua qualidade e aceitando a ordem de preferência de créditos de acordo com a lei de falência” (Luxo, 2007, p. 43). No caso em questão, a securitizadora e os

recebíveis estão diretamente ligados, e os títulos ou valores mobiliários emitidos por essa estão lastreados (garantidos) nos recebíveis.

Um valor mobiliário, segundo Brasil Lei 10.303 de 31 de Outubro de 2001:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Dada a complexidade da definição de título de crédito, vale estabelecer a que melhor se aplica ao objetivo deste trabalho, segundo Pinto (1948, p. 3):

O título de crédito visa justamente a transformação do crédito e coisa móvel, mercadoria, para o fim de circulação. Daí a preponderância do elemento real, que não deve, no entanto, ser exagerada a ponto de sacrificar a declaração de vontade que o título consubstancia. Este contraste

entre o direito real e a declaração de vontade é justamente o que empresta ao direito cambiário um caráter específico a requerer disciplina original.

Existem diversos objetivos em se fazer uma securitização. Segundo Borges (1999, p. 126), entre eles se destacam:

- Necessidade de financiamento (capital de giro, por exemplo)
- Liberdade de liquidação antecipada de um determinado empréstimo
- Melhoria da apresentação de demonstrações financeiras (em especial de instituições financeiras, buscando enquadrar-se nos requisitos de patrimônio exigidos no Acordo da Basileia)
- Transformação de um crédito ilíquido em um título ou valor mobiliário que possua liquidez

O Quadro 1 exemplifica algumas estruturas de securitização e suas características:

Emissor	Emissão	Lastro	Originadores
FIDC	Cotas	Direitos creditórios originários de operações dos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços	Instituições financeiras, Factories, etc
SPE	Debêntures e CCB	Dividendos, recebíveis comerciais, recebíveis imobiliários, mensalidades escolares, etc	Empresas financeiras e não financeiras
Cia. Securitizadora de Créditos Financeiros	Debêntures	Quaisquer créditos oriundos de operações praticadas por instituições financeiras	Instituições financeiras
Cia. Securitizadora de Recebíveis Imobiliários	CRI - Certificado de Recebível Imobiliário	Recebíveis imobiliários (contratos de compra e venda e de locação), uso do solo e subsolo	Incorporadoras, construtoras, proprietários de imóveis, proprietário de terra, etc
Cia. Securitizadora de Recebíveis do Agronegócio	CRA - Certificado de Recebível do Agronegócio	Recebíveis do agronegócio: Letras de Crédito Agronegócio, Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio, Cédula do Produto Rural	Cooperativas, Empresas agrícolas e empresas agroindustriais

Quadro 1 – Estruturas de Securitização

Fonte: Pinheiro apud Mantovani; Santos *in* Lima Neto (2007)

1.1 CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários

Esse trabalho pretende estudar a estrutura dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, uma forma de securitização em franca expansão no Brasil. Os dados aqui reunidos mostram como se trata de uma relação risco/retorno atraente, uma forma “indireta” de se investir no mercado imobiliário, num tipo de negócio ainda pouco explorado no país, quando comparado ao que acontece no resto do mundo. O gráfico, a seguir, revela o forte crescimento do setor desde sua criação em 1998 -- em 2010, já atingiu um estoque de mais de R\$12 bilhões:

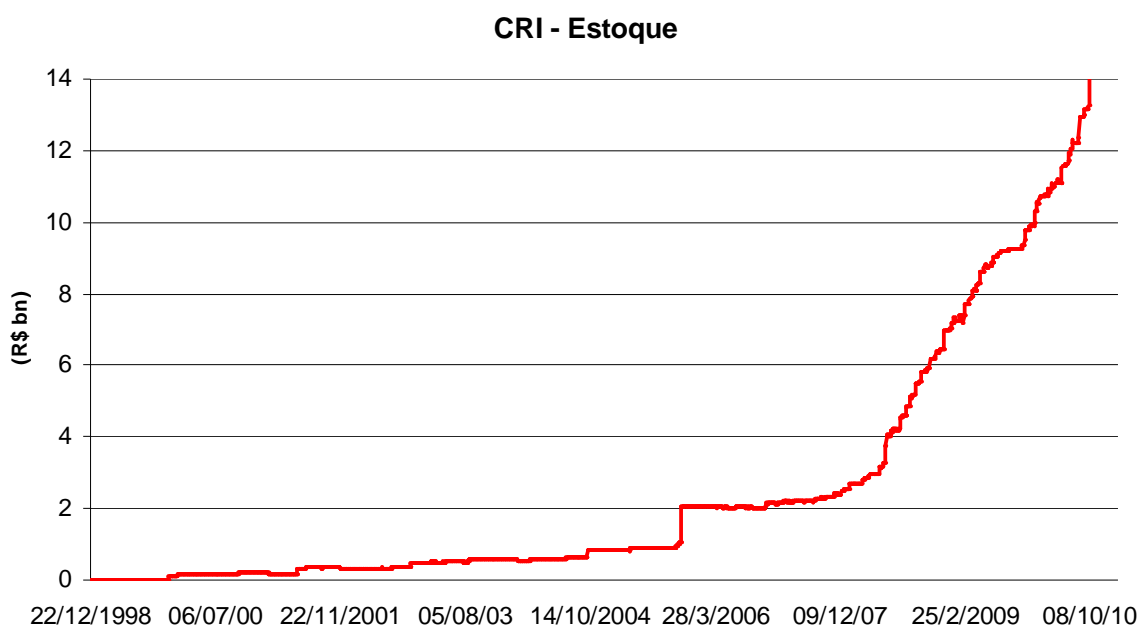


Figura 1 – Crescimento do estoque de CRI

Fonte: CETIP Adaptado pelo autor

O CRI, em linhas gerais, é uma securitização de um ativo imobiliário. Ou seja, dado a venda financiada de um imóvel, por exemplo, os recebíveis dessa operação seriam a base para a criação de um instrumento (CRI), que representa esse fluxo de caixa futuro. Assim, num processo que inclui várias etapas (descritas e comentadas ao longo deste trabalho), os recebíveis seriam desvinculados do originador (que pode não ter interesse em financiar o comprador) e esse direito creditório revendido a investidores, por via de uma SPE. Nesse estágio, como já foi mencionado, o risco de crédito do instrumento reflete apenas o risco dos créditos selecionados para

compor esse *portfolio*, esse instrumento, e não mais o risco de crédito do originador e todas as suas operações.

O gráfico a seguir, resume a evolução anual do número de emissões de CRIs e seus respectivos volumes:

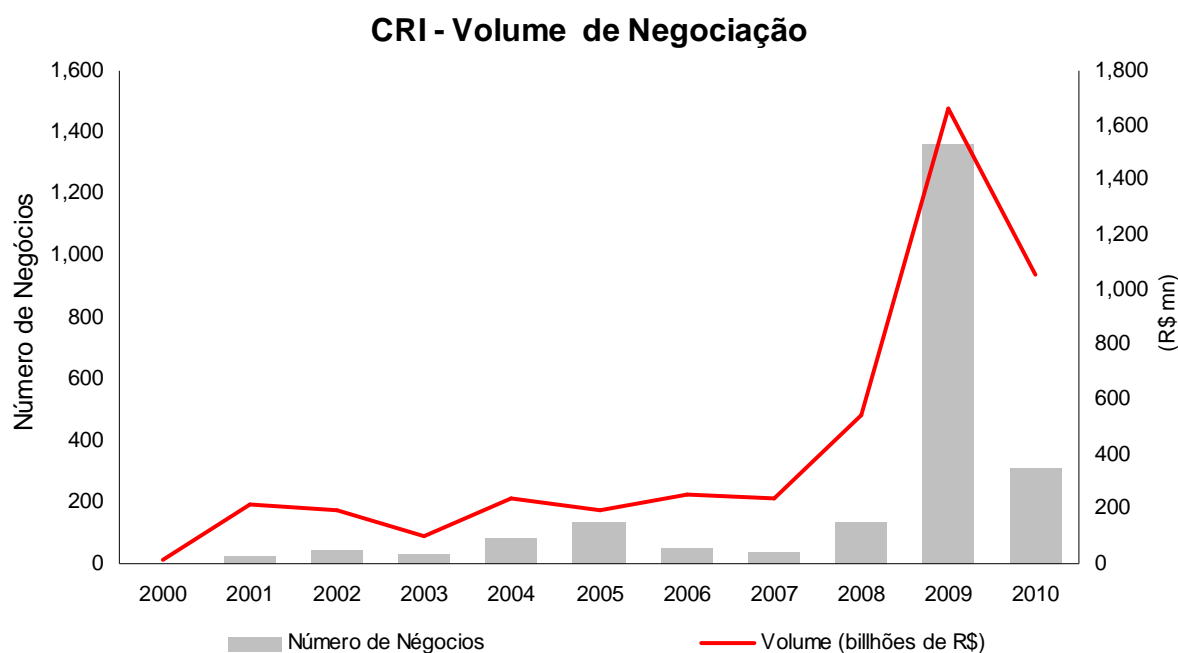


Figura 2 – Volume anual de negociação

Fonte: CETIP Adaptado pelo autor

Outra característica interessante é estratégica para empresas do setor imobiliário, levantada por Kothari (1999) apud Vedrossi (2002), é que o CRI “permite aos originadores a liberação de seu capital de giro, facilitando o investimento no foco de desenvolvimento de seus negócios”. Isso permite que os originadores se concentrem no seu *core business*, que é o desenvolvimento de novos empreendimentos. Ademais, o CRI oferece uma vantagem fiscal, uma vez que o aluguel em questão (dado uma operação) pode ser abatido do imposto de renda da empresa.

Os principais CRI são criados segundo três modelos básicos: o *built-to-suit*, *sale lease back* e a partir da concessão de direitos reais do uso de superfície e do uso do solo e subsolo, segundo Menos (2008).

O modelo *built-to-suit* tem como objetivo criar um empreendimento que atenda à necessidade de uma empresa, como por exemplo, investir em uma nova sede, sem, no entanto, envolver investimento em imobilizado, já que esse não é o seu *core business*. Dessa forma, a empresa contrataria um imóvel a uma securitizadora, nos moldes desejados, que seria lastreado no fluxo futuro de alugueis, sendo esse acordo definido por um período determinado. Por meio da emissão dos CRIs, a securitizadora levantaria fundos para a construção do empreendimento, garantindo uma remuneração proveniente do contrato de aluguel.

Outra forma usual de operação é o *sale lease back*, no qual a empresa detentora de um ativo imobiliário, como por exemplo um prédio, vende esse ativo pela emissão de CRI, ou seja, por meio de uma securitizadora. De um lado estará a empresa vendendo seu ativo, de outro investidores comprando os CRI, e na intermediação a securitizadora coordenando o processo. O contrato de crédito de aluguel firmado entre a empresa e a securitizadora é o lastro para a criação de um CRI. Mais uma vez, a empresa pode captar recursos no mercado e investi-los em seu foco de atuação, deixando a administração de seus imóveis para investidores especializados.

Um terceiro modelo de securitização imobiliária se dá pela concessão do direito real de superfície e do uso do solo e subsolo, na qual o fluxo proveniente dessa concessão representa o crédito a ser securitizado.

A ilustração a seguir, extraído de uma apresentação do Banco Central, demonstra os diversos participantes do mercado imobiliário e suas interações:

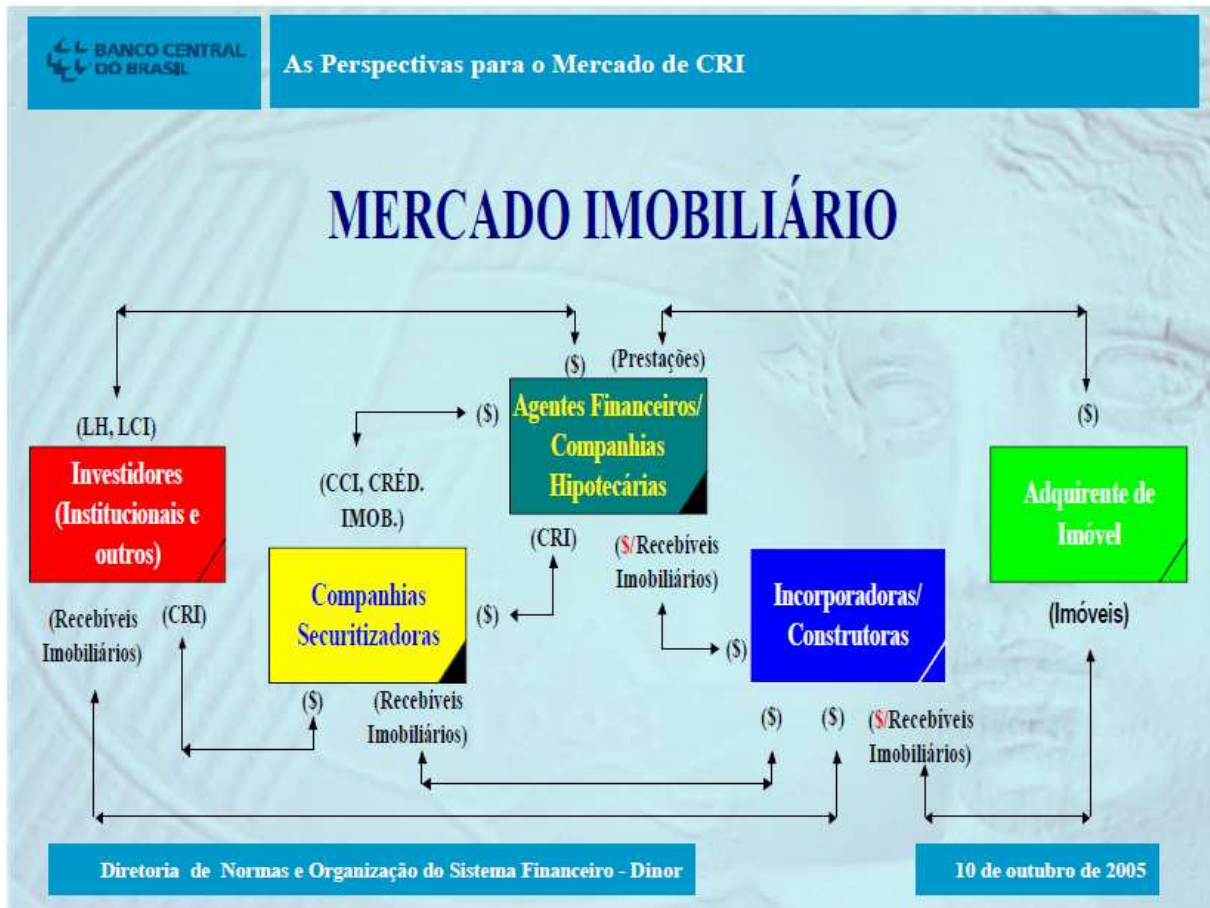


Figura 3 – As perspectivas para o mercado de CRI

Fonte: ALVES, S. (2005)

A seguir, os dados de um dos modelos de CRI de distribuição equivalente, baseado em BARBOUR; NORTON; SLOVER (1997) e citado por Vedrossi (2002), mostram como o fluxo de caixa do CRI é muito similar ao modelo fluxo de caixa dos recebíveis. Segundo Vedrossi (2002), esse modelo conhecido nos “Estados Unidos como *passthrough structure*, é o mais comum e pode ser definido como a estrutura básica de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários, já que todas as outras alternativas são variações desse modelo.”

- Créditos imobiliários originados através de transações de aquisição de um imóvel. O ORIGINADOR passa a ter um crédito contra o ADQUIRENTE caracterizado por recebíveis;

- O ORIGINADOR cede/transfere seus créditos/recebíveis para uma SPE que será o ambiente de emissão dos títulos. O ORIGINADOR recebe os recursos da venda;
- A SPE emite uma única série de títulos de investimento lastreados nos recebíveis de sua propriedade cujas características em termos de prazo e pagamento são equivalentes às dos recebíveis [HENDERSON; SCOTT, 1988]. A SPE contrata um COLOCADOR para que este distribua estes títulos junto ao mercado investidor;
- O COLOCADOR distribui os títulos junto aos INVESTIDORES e remete os recursos provenientes da venda à SPE;
- Periodicamente os ADQUIRENTES pagam os juros e parte do principal referentes à obrigação original. O serviço de gestão e cobrança destes recebíveis é de responsabilidade do GESTOR da carteira;
- O GESTOR remete os recursos recebidos dos ADQUIRENTES aos INVESTIDORES, além de relatórios de controle da operação;
- O AGENTE FIDUCIÁRIO verifica o fluxo dos recursos, além de todos os relatórios de controle junto ao GESTOR, preservando os interesses dos INVESTIDORES.

BARBOUR; NORTON; SLOVER (1997) apud Vedrossi (2002)

Existem outros modelos, como o CMO (*Collateralized Mortgage Obligations*), IO (*Interest Only Strips*) e ainda o PO (*Principal Only Strips*). Tais modalidades de CRI serão discutidas mais adiante no projeto.

Cabe ressaltar que a principal regulação sobre o funcionamento dos CRIs no país está contida na Brasil Lei 9.514 de 20 de Novembro de 1997, que defini em sua Seção IV:

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I - nome da companhia emitente;

II - número de ordem, local e data de emissão;

III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

IV - forma escritural;

V - nome do titular;

VI - valor nominal;

VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação os valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;

VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;

IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X - lugar de pagamento;

XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.

§ 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.

§ 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o

ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo

É importante lembrar que um dos principais objetivos do SFI foi criar “um sistema de financiamento mais ágil e flexível do que o SFH (Sistema Financeiro da Habitação). “As operações, no âmbito do SFI, são livremente pactuadas pelas partes, segundo condições de mercado”, segundo Moraes (2008, p. 55). Nesse novo sistema, os créditos provenientes de operações imobiliárias não ficam presos às carteiras das instituições financeiras, como ocorre no SFH, sendo securitizados por meio de diversos instrumentos, entre os quais o CRIs. Em seu trabalho, Moraes (2008) procura mostrar como a criação do SFI impulsionou o mercado imobiliário e as emissões de CRI, apesar desse mercado ainda estar em processo de desenvolvimento se comparado ao que acontece nos EUA e portanto, apresentar um potencial de crescimento elevado.

Outra importante regulamentação relativa aos CRIs é a Instrução CVM 414 de 30 de Dezembro de 2004, que “dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.” Esse dispositivo explica o procedimento para a execução de uma oferta pública, além das exigências quanto ao registro da companhia, incluindo ainda outras leis.

Também importante para o setor é a Brasil Lei 11.033 de 21, de Dezembro de 2004, que isenta, em seu artigo terceiro, os investidores pessoas físicas do imposto de renda sobre os rendimentos dos CRIs, fomentando assim essa opção de investimento:

Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:

I - os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente;

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

III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)

IV - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário - CDA, Warrant Agropecuário - WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio - LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei no 11.076, de 30 de dezembro de 2004; (Incluído pela Lei nº 11.311 de 2006)

V - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida pela Cédula de Produto Rural - CPR, com liquidação financeira, instituída pela Lei no 8.929, de 22 de agosto de 1994, alterada pela Lei no 10.200, de 14 de fevereiro de 2001, desde que negociada no mercado financeiro. (Incluído pela Lei nº 11.311 de 2006)

Parágrafo único. O benefício disposto no inciso III do caput deste artigo: (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)

I - será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas; (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)

II - não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo. (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)

O quadro abaixo apresenta as principais regulamentações que se referem ao CRIs e seus respectivos impactos:

Número da Lei/ Resolução	Mudanças de mais Impacto
Lei 9.514/97	Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui alienação fiduciária de coisa imóvel
Resolução BC 2.686/00	Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objetivo exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários
Lei 10.303/01	Dispõe sobre valores mobiliários e sua formas.
Resolução BC 2.836/01	Altera e consolida normas sobre cessão de créditos
Resolução CMN 3.155/03	Permite que agentes do SBPE concedam carta de garantia de recompra de investidores de CRI
Resolução ICVM 400/03	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários
Lei 10.033/04	Isenta os investidores pessoas físicas do imposto de renda sobre os rendimentos de alguns ativos, entre eles, os CRIs
Lei 10.931/04	Dispõe sobre o patriônio de afetação de incorporações imobiliário, células de crédito imobiliários e celular de crédito bancário
Resolução ICVM 414/04	Dispõe sobre o registro de companhias abertas para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs)
Resolução ICVM 442/06	Altera ICVM 400/03
Resolução ICVM 443/06	Altera ICM 414/04

Quadro 2 – Panorama da Regulamentação

Fonte: Adaptado de Moraes (2008) *apud* Ibrafi (2008) e Banco Central

Com o objetivo de dimensionar esse mercado no Brasil, o gráfico a seguir apresenta de maneira sucinta a título de curiosidade, os *players* do setor, revelando o reduzido número de emissões:

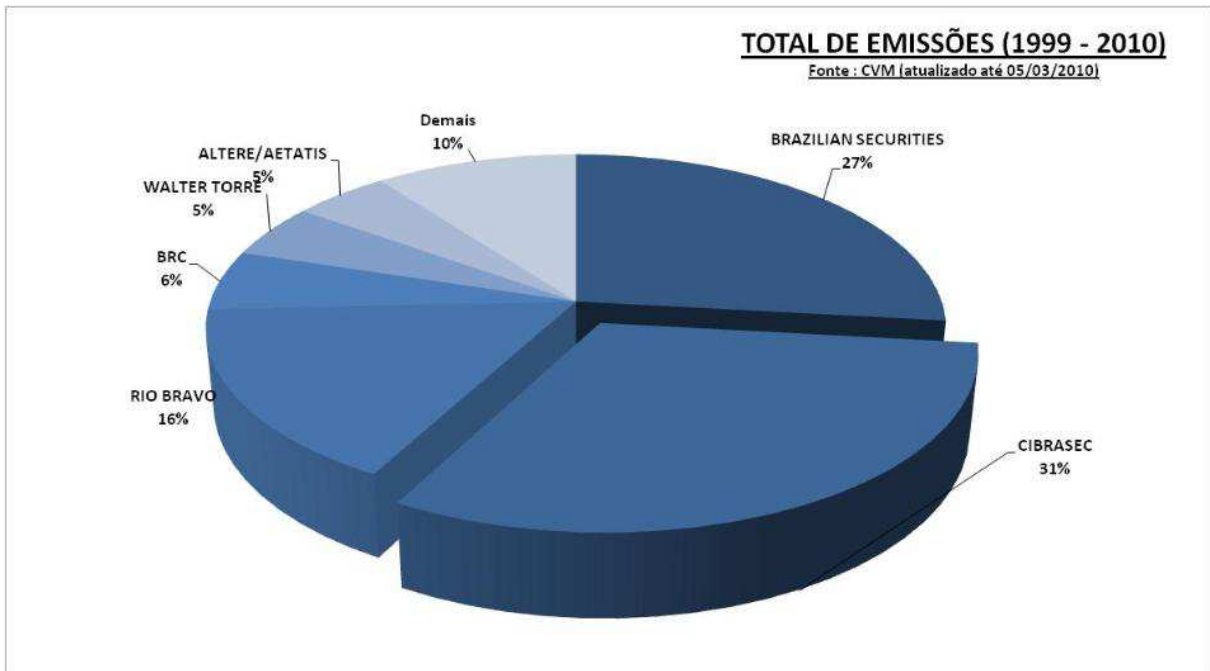


Figura 3 – Emissões por *player*

Fonte: COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO (2010)

No universo de possibilidades dos CRIs, é importante atentar para a avaliação da qualidade da carteira de crédito que o compõe. Em seus estudos, Mafrá (2006, p.) apresenta um “processo de classificação de risco dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, quanto à expectativa de perda presente na carteira de créditos imobiliários, objeto da securitização”, focado no mercado de CRIs lastreados em créditos imobiliários residenciais.

Em sua análise, o autor levanta alguns critérios para essa avaliação, incluindo a classificação de outro autor, Vedrossi (2002):

Qualidade da Formação/Estrutura do Crédito	
Tipo de Crédito originado	Quais as características do crédito original, tipo de relação adquirente x originador
Garantia Imobiliária	Como está configurada a garantia sobre o imóvel
Tipo do Imóvel/Ocupação	Residencial, apartamento, ocupação como moradia, residências de lazer, etc
Seguros	Seguros existentes na relação original como seguro de via, seguro de incêndio e outros
Capacidade de Pagamento do Adquirente	
Relação LTV	Faixas de LTV, máximo LTV
Limite de Endividamento	Endividamento do adquirente, análise da relação DTI - prestação/renda, análise do comportamento histórico do portfólio em relação a atrasos de pagamento
Histórico de Pagamentos	Análise do comportamento histórico do portfólio em relação a atrasos de pagamentos
Diversificação da Carteira	
Volume Individual	Valores máximos de valor de dívida por crédito
Número de Créditos	Quanto maior o número de créditos, maior a dispersão de riscos dentro do portfólio
Originador	Evitando a concentração de créditos originados por apenas um incorporador

Quadro 3 – Critérios de avaliação da qualidade da carteira de crédito

Fonte: Adaptado de Mafra (2006) *apud* Vedrossi (2002)

2. Metodologia e dados

Esse trabalho apresenta uma revisão bibliográfica das principais formas de securitização e suas características.

Na segunda parte, trata dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), buscando, seu funcionamento e características, suas mais variadas aplicações, principais transações e histórico. Traz ainda um resumo didático de sua regulamentação, através de leis e instruções (CVM).

A terceira parte compreende um estudo empírico. E se inicia com a montagem em primeira mão de um banco de dados de CRI, documento inédito até hoje. A partir desses dados, será possível comparar o retorno dos CRIs com algum outro ativo, usando como instrumento um pacote estatístico.

Na última parte, o trabalho traz uma série de entrevistas com profissionais do mercado, reunindo informações que contextualizam experiências brasileiras no mercado de CRI. Esse material ainda está em fase de apuração.

3. Banco de Dados

O banco de dados com as emissões dos CRIs que possuem *rating* no Brasil foi organizado para ilustrar a performance desses certificados e suas principais informações como: securitizadora, código, classe, série, data da 1ª subscrição, ativo lastro, indexação, taxa de juros, prazo, *rating*, agência de *rating* e montante.

A decisão de selecionar somente os CRIs que possuem *rating* foi baseada na atual tendência do mercado de “beneficiar” ativos que têm classificação de risco. Essa seleção está diretamente ligada ao perfil dos investidores compradores desses ativos, em grande parte fundos de investimento, investidores qualificados, clientes de private banking, fundos de pensão, etc. Tais investidores, dado o seu veículo específico, são obrigados a seguir estatutos, que descrevem quais ativos e operações o veículo está autorizado a fazer. Eles priorizam o baixo risco em contrapartida a uma alta remuneração e como garantia exigem que os ativos comprados pelos respectivos veículos tenham determinado *rating*, em geral, acima de A. Dessa forma, ao se classificar um CRI, cresce consideravelmente o número potencial de investidores, aumentando sua atratividade.

A esse respeito, afirma Eduardo Herszkowicz (Souza, Cezcon, Barrieu & Flesch), em sua apresentação em Abril de 2010:

“Embora o investimento em CRIs não seja restrito a Investidores Qualificados, a grande maioria dos investidores em CRIs se enquadra em tal perfil, em especial grandes clientes de *Private Banking* e Fundos de Pensão.”

Nesse contexto, cabe lembrar a definição de Investidor Qualificado, segundo a Instrução 409 da CVM de 18 de Agosto de 2004, com o objetivo de elucidar características práticas de um importante participante do mercado:

Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

§1º Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

§2º É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos incisos deste artigo, desde que tais cotistas tenham ingressado até a data de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

§3º Os requisitos a que se refere o caput deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista, sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.

Nos últimos anos, com a tendência mundial de queda das taxas de juros, os fundos de pensão foram obrigados a buscar ativos alternativos para investimento, que tivessem uma remuneração compatível com suas metas (não muito agressivas) mas que apresentassem baixo grau de risco. Tal demanda tem alavancado bastante diversos novos ativos de renda fixa, entre eles o CRIs.

A regulamentação da relação inquilino/proprietário (Lei do Inquilinato e sua atualização nº 12.112, de 9 Dezembro de 2009), assim como a instituição da alienação fiduciária (lei nº 9.514, de 20 de Novembro de 1997), trouxe maior segurança jurídica quanto à liquidez e propriedade de imóveis, somando outro fator decisivo na atratividade dos CRIs.

Dessa forma, a seguir é apresentado a versão final do banco de dados construído:

#	Securitizadora	Código	Classe	Serie	Primeira Subscrição	Ativo Lastro	Indexação	Taxa de Juros	Prazo (meses)	Rating	Agência	Montante (R\$)
1.	Brazilian Securities	2010-7	Sênior	145	14/1/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	41	A	Austin	9,428,462
2.	Brazilian Securities	2010/8	Sênior	147	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	37	A	Austin	10,281,617
3.	Brazilian Securities	2010-8	Subordinada	148	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	37	A-	Austin	1,142,402
4.	Brazilian Securities	2006-7	Única	55	10/10/2010	Aluguel	IGP-M	12.45%	120	A-	Austin	8,223,934
5.	Brazilian Securities	2008-20	Única	112	12/01/2008	Aluguel	IGP-M	12.61%	59	A-	Austin	24,693,579
6.	Brazilian Securities	2010-6	Sênior	143	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	65	A-	Austin	9,404,831
7.	Brazilian Securities	2010-6	Subordinada	144	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	65	A-	Austin	1,044,981
8.	Brazilian Securities	2010-9	Sênior	149	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	47	A-	Austin	9,421,830
9.	Brazilian Securities	2010-9	Subordinada	150	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	47	A-	Austin	1,046,870
10.	Brazilian Securities	2010-10	Sênior	151	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	54	A-	Austin	9,767,004
11.	Brazilian Securities	2010-10	Subordinada	152	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	54	A-	Austin	1,085,223
12.	RB Capital	2010-5	única	45	30/3/2010	Crédito Imobiliário	IPCA	12.68%	-	A-	Austin	19,460,379
13.	Focus	2004-1	Subordinada	2	11/05/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	144	A	LF	494,701
14.	AcruX	2006-1	única	1	20/12/2006	Aluguel	INPC	11.00%	96	A	LF	10,627,200
15.	Altere	2004-4	Sênior	6	30/09/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.10%	99	A	Fitch	58,677,652
16.	Altere	2006-1	única	12	04/11/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.10%	36	A	Fitch	9,454,634
17.	Brazilian Securities	2008-10	Sênior	98	13/06/2008	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.61%	101	A	Fitch	17,344,193
18.	Brazilian Securities	2008-16	única	104	13/08/2008	Crédito Imobiliário	TR	10.52%	120	A	Fitch	36,750,000
19.	Cibrasec	2008-15	única	85	15/08/2008	Aluguel	-	13.88%	84	A	Fitch	31,241,761
20.	Cibrasec	2008-16	única	86	28/11/2008	Aluguel	-	16.32%	81	A	Fitch	20,000,000
21.	WT TSSP	2006-1	única	1	02/10/2006	Aluguel	IGP-M	12.50%	120	A	Fitch	14,400,000
22.	Brazilian Securities	2009-8	única	123	20/06/2009	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.81%	192	A	Fitch	13,833,757
23.	Brazilian Securities	2009-11	única	126	-	Aluguel	-	-	120	A	Fitch	-
24.	WT PIC	2002-1	única	1	17/09/2002	Aluguel	IGP-M	12.50%	145	A	Fitch	97,208,359
25.	Brazilian Securities	2010-5	Sênior	141	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	53	A+	Austin	12,364,742
26.	Brazilian Securities	2010-5	Subordinada	142	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	53	A+	Austin	1,373,860
27.	Brazilian Securities	2010-25	Sênior	169	-	-	-	-	359	A+	Austin	-
28.	Brazilian Securities	2010-26	Sênior	171	-	-	-	-	359	A+	Austin	-
29.	RB Capital Residencial	2005-1	única	20	21/03/2005	Crédito Imobiliário	IPCA	12.00%	84	A+	Austin	5,152,195
30.	Focus	2004-1	Sênior	1	05/07/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	144	A+	LF	8,202,967
31.	RB Capital	2008-13	Única	22	11/06/2008	Aluguel	IGP-M	10.00%	121	A+	LF	15,781,796
32.	RB Capital Residencial	2004-3	Única	15	22/06/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	120	A+	LF	12,942,198
33.	RB Capital Residencial	2003-3	Única	12	19/3/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	120	A+	LF	7,324,913
34.	RB Capital Residencial	2004-4	Única	16	06/09/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	42	A+	LF	8,692,056
35.	RB Capital Residencial	2004-6	Única	18	11/09/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	36	A+	LF	5,587,568
36.	Altere	2003-1	Única	1	30/7/2003	Aluguel	IGP-M	12.00%	120	A+	Fitch	9,795,043
37.	Altere	2004-3	Única	5	09/05/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.10%	-	A+	Fitch	6,763,453
38.	Brazilian Securities	2006-4	Sênior	49	29/8/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.76%	115	A+	Fitch	28,291,427
39.	Brazilian Securities	2006-10	Sênior	58	22/12/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.88%	120	A+	Fitch	22,958,584
40.	Brazilian Securities	2007-1	Sênior	60	27/02/2007	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.89%	95	A+	Fitch	20,266,554
41.	Brazilian Securities	2007-9	Sênior	74	13/09/2007	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.85%	176	A+	Fitch	23,397,724
42.	Matone	2008-1	Sênior	1	22/07/2008	Crédito Imobiliário	IGP-M	8.20%	240	A+	Fitch	26,425,960
43.	WT Créditos Imobiliários	2005-2	Única	4	11/10/2005	Aluguel	IGP-M	9.50%	108	A+	Fitch	25,200,000
44.	Brazilian Securities	2006-1	Sênior	44	24/05/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.89%	117	a1	Moody's	5,993,983
45.	Brazilian Securities	2005-3	Sênior	36	13/10/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.59%	118	a1	Moody's	6,590,836
46.	Brazilian Securities	2005-6	Sênior	40	15/12/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.37%	117	a1	Moody's	9,498,375
47.	RB Capital	2010-3	Única	39	18/01/2010	Crédito Imobiliário	IPCA	9.03%	121	a1	Moody's	65,253,235
48.	Brazilian Securities	2004-1	Sênior	24	08/12/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	59	AA	Austin	5,605,013
49.	Brazilian Securities	2004-2	Sênior	26	08/12/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	116	AA	Austin	8,703,682
50.	Brazilian Securities	2004-3	Sênior	28	23/09/2009	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.00%	119	AA	Austin	9,137,257

#	Securitizadora	Código	Classe	Serie	Primeira Subscrição	Ativo Lastro	Indexação	Taxa de Juros	Prazo (meses)	Rating	Agência	Montante (R\$)
51.	Brazilian Securities	2005-1	Sênior	30	26/11/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.50%	117	AA	Austin	14,416,615
52.	Brazilian Securities	2008-5	Sênior	92	13/05/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	8.81%	239	AA	Austin	18,297,224
53.	Brazilian Securities	2010-3	Sênior	137	13/04/2008	Aluguel	IGP-M	8.25%	36	AA	Austin	12,297,680
54.	Brazilian Securities	2010-3	Subordinada	138	14/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	36	AA	Austin	1,366,409
55.	Brazilian Securities	2010-4	Sênior	139	19/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	36	AA	Austin	12,729,891
56.	Brazilian Securities	2010-4	Subordinada	140	19/01/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	36	AA	Austin	1,414,432
57.	Fides	2005-1	Única	1	10/10/2005	Aluguel	IGP-M	7.59%	144	AA	Austin	40,214,965
58.	RB Capital	2006-1	Única	1	07/06/2006	Aluguel	IGP-M	9.50%	126	AA	Austin	7,583,909
59.	Beta	2006-1	Única	2	11/06/2006	Aluguel	IGP-M	10.50%	144	AA-	Austin	2,424,000
60.	Beta	2006-1	Única	2	11/06/2006	Aluguel	IGP-M	10.50%	144	AA-	Austin	2,424,000
61.	Brazilian Securities	2010-2	Sênior	135	01/05/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	68	AA-	Austin	17,669,911
62.	Brazilian Securities	2010-2	Subordinada	136	01/05/2010	Aluguel	IGP-M	8.25%	68	AA-	Austin	1,963,323
63.	Imigrantes	2003-1	Única	1	30/12/2003	Aluguel	IGP-M	9.00%	108	AA-	Austin	40,792,262
64.	WT CRJ	2005-1	única	1	06/10/2005	Aluguel	INPC	11.25%	132	AA-	Austin	51,000,000
65.	Bravo	2005-2	Subordinada	2	28/11/2005	Aluguel	IGP-M	16.67%	146	AA	LF	1,800,000
66.	CSA	2006-1	Subordinada	3	15/06/2005	Aluguel	IGP-M	11.00%	120	AA	LF	1,401,543
67.	RB Capital	2008-7	Única	12	21/09/2006	Aluguel	tr	10.25%	221	AA	LF	24,901,250
68.	RB Capital Residencial	2005-9	Única	28	15/6/2005	Aluguel	IGP-M	10.50%	88	AA	LF	5,033,616
69.	RB Capital Residencial	2006-10	Única	46	21/09/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	7	AA	LF	7,784,729
70.	RB Capital Residencial	2005-6	Única	25	16/5/2005	Aluguel	IGP-M	9.50%	120	AA-	LF	42,752,697
71.	RB Capital Residencial	2006-9	Única	45	14/09/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	63	AA-	LF	11,707,656
72.	BI	2005-1	Sênior	1	19/7/2005	Aluguel	IGP-M	10.50%	120	AA-	LF	49,575,717
73.	RB Capital	2007-3	Única	5	30/6/2007	Crédito Imobiliário	IPCA	9.00%	132	AA	LF	40,000,000
74.	Bravo	2005-2	Sênior	1	28/11/2005	Aluguel	IGP-M	11.00%	146	AA	LF	9,355,000
75.	Altere	2003-2	Única	2	19/12/2003	Aluguel	-	-	-	AA	Fitch	32,257,309
76.	Brazilian Securities	2006-5	Sênior	51	15/9/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.53%	102	AA	Fitch	50,035,828
77.	Brazilian Securities	2007-7	Sênior	69	13/5/2007	Crédito Imobiliário	TR	10.33%	178	AA	Fitch	86,440,476
78.	Cibrasec	2008-21	única	93	15/9/2008	Crédito Imobiliário	IPCA	11.00%	78	AA	Fitch	16,050,000
79.	RB Capital	2009-17	Única	34	16/12/2009	Crédito Imobiliário	IPCA	8.80%	120	AA	Fitch	72,637,216
80.	Vision	2008-1	Sênior	1	31/3/2008	Crédito Imobiliário	TR	6.17%	225	AA	Fitch	248,270,269
81.	Altere	2004-1	Única	3	01/04/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	15.25%	-	AA-	Fitch	6,400,562
82.	Brazilian Securities	2010-14	Sênior	156	13/04/2010	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.32%	356	AA-	Fitch	41,962,855
83.	Cibrasec	2008-21	Única	92	15/9/2008	Crédito Imobiliário	IPCA	10.90%	78	AA-	Fitch	30,637,782
84.	Gaia	2010-5	Sênior	9	05/11/2010	Crédito Imobiliário	IGP-M	7.70%	59	AA-	Fitch	116,975,023
85.	RB Capital Residencial	2006-6	Única	41	10/07/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	105	AA-	Fitch	18,906,016
86.	RB Capital Residencial	2009-4	Sênior	57	08/10/2009	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.50%	95	AA-	Fitch	15,067,249
87.	Altere	2004-2	Única	4	01/04/2004	Crédito Imobiliário	IGP-M	13.00%	52	AA	Fitch	53,366,980
88.	WT Créditos Imobiliários	2005-1	Única	3	07/10/2005	Aluguel	IGP-M	12.50%	120	AA	Fitch	20,700,000
89.	WT NSBC	2003-1	Única	1	11/03/2002	Aluguel	IGP-M	12.50%	150	AA	Fitch	45,000,000
90.	Brazilian Securities	2001-1	Sênior	1	23/4/2001	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	116	AA+	Austin	3,358,450
91.	Brazilian Securities	2001-3	Sênior	5	20/9/2001	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	116	AA+	Austin	4,138,554
92.	Brazilian Securities	2006-3	Sênior	47	13/6/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.04%	117	AA+	Austin	8,662,630
93.	Imigrantes	2004-1	Única	1	10/09/2004	Aluguel	IGP-M	10.40%	120	AA+	Austin	30,493,169
94.	Gaia	2009-2	Sênior	1	09/09/2009	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.15%	139	AA+	Austin	71,766,681
95.	Brazilian Securities	2002-3	Sênior	11	02/11/2003	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.00%	110	Aa1	Moody's	8,276,273
96.	Beta	2005-1	Única	1	06/06/2005	Aluguel	IGP-M	11.00%	144	Aa2	Moody's	7,130,000
97.	Brazilian Securities	2005-2	Sênior	32	13/9/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.50%	117	Aa2	Moody's	10,408,738
98.	RB Capital Residencial	2005-8	Única	27	06/10/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	11.00%	61	AAA	LF	30,002,170
99.	Brazilian Securities	2005-5	Sênior	38	15/12/2005	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.67%	118	Aaa	Moody's	7,054,287
100.	RB Capital	2009-18	Única	42	12/10/2009	Aluguel	TR	9.60%	96	Aaa	Moody's	250,000,000
101.	BRC	2008-5	Única	7	10/12/2008	Aluguel	IGP-M	10.55%	132	AAA	Fitch	200,100,000
102.	BRC	2009-2	Única	10	22/04/2009	Aluguel	IGP-M	8.05%	153	AAA	Fitch	120,000,000
103.	BRC	2009-3	Única	11	07/07/2009	Aluguel	IPCA	8.30%	160	AAA	Fitch	21,318,381
104.	BRC	2009-4	Única	12	07/07/2009	Aluguel	IPCA	8.30%	236	AAA	Fitch	24,383,975
105.	Gaia	2009-1	Sênior	1	08/10/2009	Crédito Imobiliário	TR	11.00%	349	AAA	Fitch	20,334,500
106.	RB Capital Residencial	2001-2	Única	4	21/5/2001	Aluguel	IGP-M	11.20%	120	AAA	Fitch	135,639,997
107.	Patria	2006-1	Única	1	29/9/2006	Aluguel	IGP-M	10.60%	124	AAA	Fitch	26,649,248
108.	RB Capital	2007-1	Única	3	17/3/2007	Aluguel	CDI	94.00%	132	AAA	Fitch	100,200,000
109.	RB Capital	2007-2	Única	4	17/3/2007	Aluguel	CDI	94.50%	132	AAA	Fitch	99,600,000
110.	RB Capital Residencial	2009-8	Única	31	08/05/2005	Aluguel	IGP-M	8.45%	119	AAA	Fitch	200,000,000
111.	RB Capital	2009-8	Única	25	15/7/2009	Crédito Imobiliário	IPCA	6.85%	120	AAA	Fitch	110,100,000
112.	RB Capital Residencial	2006-11	Única	44	08/08/2006	Aluguel	IGP-M	9.30%	120	AAA	Fitch	73,608,109
113.	Brazilian Securities	2002-2	Sênior	9	22/8/2002	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	119	Ba1	Moody's	5,224,941
114.	Brazilian Securities	2006-6	Sênior	53	29/9/2006	Crédito Imobiliário	IGP-M	9.94%	118	BB	Fitch	6,435,697
115.	Brazilian Securities	2007-3	Sênior	64	03/09/2007	Aluguel	IPCA	11.00%	177	BBB	Fitch	45,570,076
116.	Brazilian Securities	2007-13	Única	79	20/12/2007	Crédito Imobiliário	TR	9.95%	120	BBB	Fitch	101,759,762
117.	Brazilian Securities	2003-5	Sênior	22	12/10/2003	Crédito Imobiliário	IGP-M	12.00%	119	BBB+	Fitch	1,500,000
118.	Brazilian Securities	2007-6	Sênior	71	13/6/2007	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.38%	180	BBB+	Fitch	15,661,068
119.	Brazilian Securities	2007-6	Sênior	71	13/06/2007	Crédito Imobiliário	IGP-M	10.38%	180	BBB+	Fitch	15,661,068
120.	Brazilian Securities	2007-8	Única	73	08/05/2007	Aluguel	TR	10.15%	117	BBB+	Fitch	87,866,718
121.	WT PIC	2008-1	Única	1	03/03/2008	Aluguel	IGP-M	8.50%	193	AAA	S&P	90,000,000
122.	BI	2006-1	Única	3	23/06/2006	Aluguel	IGP-M	10.00%	144	AAA	S&P	73,463,000
123.	CSA	2008-1	Sênior	1	08/12/2008	Aluguel	IGP-M	9.00%	120	AAA	SR	8,000,000
124.	WT Créditos Imobiliários	2004-2	Única	2	20/02/2004	Aluguel	IGP-M	13.00%	120	A-	SR	14,463,850
125.	Beta	2003-2	Única	2	12/10/2003	Aluguel	INPC	13.80%	132	A-	SR	26,700,000
126.	CSA	2009-1	Única	1	15/07/2009	Crédito Imobiliário	IPCA	8.50%	38	A+	S&P	44,400,000
127.	WT Créditos Imobiliários	2006-1	Sênior	4	05/08/2006	Aluguel	IGP-M	11.00%	120	A+	SR	14,015,431
128.	Bravo	2003-1	Única	1	12/09/2003	Aluguel	IGP-M	13.00%	132	AA	SR	67,800,000
129.	Bravo	2005-1	Sênior	1	27/9/2005	Aluguel	IGP-M	9.00%	64	AA	SR	7,877,886
130.	Bravo	2005-1	Mezanino	2	16/09/2009	Aluguel	IGP-M	13.37%	64	AA	SR	1,400,000

#	Securizadora	Código	Classe	Serie	Primeira Subscrição	Ativo Lastro	Indexação	Taxa de Juros	Prazo (meses)	Rating	Agência	Montante (R\$)
131.	Gaia	2006-1	Única	1	03/10/2006	Aluguel	IGP-M	10.50%	86	AA-	S&P	10,605,000
132.	WTP VPA	2010-6	Sênior	7	07/10/2010	Crédito Imobiliário	IGP-M	8.40%	178	AA+	S&P	85,149,889
133.	WT VRJ	2005-1	Única	1	11/03/2005	Aluguel	IGP-M	10.30%	180	AAA	S&P	18,000,000
134.	WT TC	2006-1	Única	1	03/07/2006	Aluguel	IGP-M	9.50%	180	AAA	S&P	126,900,000
135.	Brazilian Securities	2003-1	Única	1	07/03/2003	Aluguel	IGP-M	13.00%	144	AAA	S&P	94,800,000
136.	RB Capital Residencial	2008-8	Única	94	05/09/2008	Crédito Imobiliário	TR	12.05%	37	BBB+	S&P	22,733,948
137.	RB Capital Residencial	2002-3	Única	9	11/06/2002	Aluguel	GI	12.68%	120	CCC	Austin	24,424,105
138.	Acrux	2004-5	Única	17	12/10/2004	Aluguel	IPCA	12.00%	120	CCC	Austin	20,735,980

Quadro 5: Banco de dados CRI

Apesar do banco de dados, o trabalho não inclui testes estatísticos devido principalmente à falta de um número razoável de operações o que reduz a amostra e inviabiliza uma análise mais completa.

4. Perspectivas e Tendências

Nessa última parte desse trabalho, o objetivo é levantar os atuais desafios do mercado de securitização imobiliária, assim como seu histórico, através de entrevistas com profissionais de mercado.

Para guiar tais entrevistas, foi elaborado pelo autor um questionário básico:

1. Quais serão as principais fontes de recurso para investimento em Real Estate no Brasil? Os recursos da Caderneta de Poupança e FGTS são suficientes para as necessidades de longo prazo?
2. Qual é a sua avaliação dos veículos voltados a operações estruturadas: FII, FIP e CRI, CCI etc?
3. O atual ambiente regulatório brasileiro é satisfatório? O que seria necessário aprimorar sob o ponto de vista dos tomadores e doadores de recursos?
4. Quais são os principais *players* do mercado de securitização imobiliária?
5. Os mecanismos de governança corporativa das operações de securitização imobiliária, através de CRIs, são satisfatórios?
6. Como as construtoras e incorporadoras de médio porte enxergam a alternativa de securitizar as carteiras de recebíveis?
7. Qual é o perfil do investidor desse mercado? Qual a importância do investidor internacional e do investidor local?
8. Quais são os principais riscos do mercado de securitização? Quais os riscos que potencialmente surgirão com o crescimento desse mercado? Existe alguma possibilidade do Brasil cometer os mesmos erros que levaram à bolha imobiliária nos EUA? Como evitá-los?

Esse questionário foi aplicado formal ou informalmente em entrevistas com alguns profissionais que atuam no mercado de CRI. A seguir, os principais pontos discutidos nessa etapa. O valor dos dados apresentados aqui se apóia na seleção de fontes de peso nesse mercado, que trazem opiniões baseados em suas vivências profissionais. A decisão por essa tipo de coleta de dados se deve ao fato de tal mercado não estar ainda sistematizado nem contar com estatísticas, associações e, até mesmo, um número significativo de operações.

4.1 Histórico

Nos últimos cinco ano, é possível perceber no Brasil uma enorme alta de investimento no setor imobiliário, e um conseqüente aumento da produção e demanda por unidades. A média de produção habitacional dos últimos 10 anos gira em torno de 1 milhão de unidades por ano, enquanto a produção atual já chega a 1,5 milhões de unidades.

O *funding* para tais investimentos vem basicamente de recursos repassados pela caderneta de poupança. Essa conta soma hoje cerca de R\$ 300 bilhões, dos quais 65%, ou R\$195 bilhões, estão direcionados para o mercado imobiliário. Esse montante, no entanto, não estava disponível para esse fim até meados de 2005, quando a exigência oficial era que se utilizasse apenas 25% desses recursos para o financiamento imobiliário.

Não é objetivo desse trabalho explicar em profundidade tal diferença -- de 25% até meados de 2005 a 65% após esse período. Basta saber que o fato remonta da década de 1980. Nesse período, houve um descasamento entre a correção das prestações e o saldo devedor. As prestações não eram corrigidas por algum período e quando isso finalmente ocorria, por conta da inflação, o saldo devedor crescia substancialmente, fazendo com que muitas vezes o ativo (a casa) tivesse um valor menor do que o saldo devedor. Dessa forma as dívidas se tornaram "impagáveis", abrindo um grande espaço para *default* com os bancos. No entanto, existia um fundo que garantia tais financiamentos, o Fundo de Compensações de Variações Salariais (FCVS), que era de administração e responsabilidade do governo. Usando tal

instrumento, o governo entrou em ação e re-escalou o pagamento do FCVS, criando um crédito com prazo de mais 30 anos e carência de 8 anos. Essa estratégia, apesar de garantir o pagamento das dívidas aos bancos, assim como o retorno dos recursos para novos financiamentos, comprometeu os prazos e a rentabilidade das operações.

Em 1995, com a implementação do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), o Banco Central usou o crédito perante o FCVS como lastro garantidor do programa. Operacionalmente o que ocorreu foi a venda desses créditos para os bancos que estavam sobre intervenção, a um preço de 35% do valor de face. Logo, os bancos que realizaram tal operação (vendendo), teriam de admitir um prejuízo de 65% em seus resultados. Para evitar tal evento, o Banco Central permitiu que os bancos vendedores de créditos mantivessem esse prejuízo de 65% em seus ativos, como “ativos virtuais”, captando recurso a taxas subsidiadas (TR) e aplicando apenas 25% desse montante em financiamento imobiliários. O restante poderia ser aplicado em outras atividades mais rentáveis que o financiamento imobiliário, amortizando assim tal perda ao longo de um período de, aproximadamente, 5 anos.

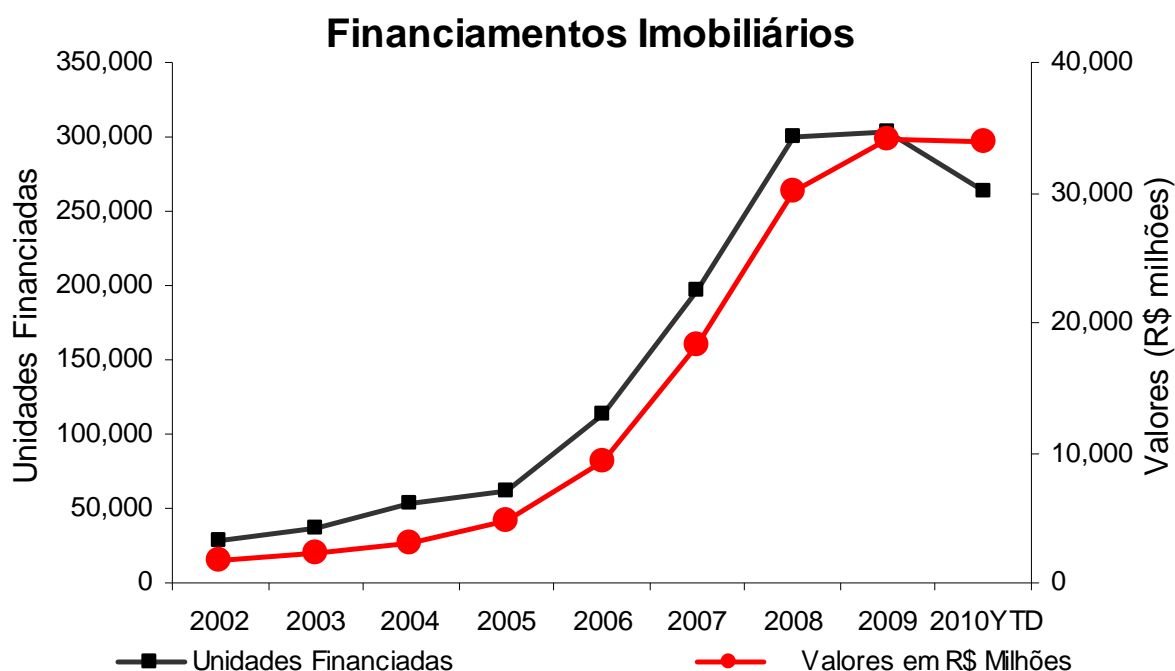


Figura 4 – Volume de Financiamentos Imobiliários

Fonte: ABECIP (2010)

A Figura 4 mostra o expressivo crescimento dos financiamentos imobiliários no Brasil nos últimos anos. Segundo Luiz Antônio França, presidente da ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança) e diretor de crédito Imobiliário do Itaú Unibanco, com a retomada do crescimento da economia a expectativa é que em 2010 haja uma expansão de 50% na aplicação de recursos para financiamento imobiliário, proveniente da caderneta de poupança, atingindo um montante de R\$ 50 bilhões:

“A tendência para 2010 é de fortalecimento do setor. No final de 2008 e início de 2009, quando a crise financeira global esteve no auge, houve a redução do número de lançamentos imobiliários no Brasil. Passado o susto, a demanda aumentará”

Valor Econômico (2010)

O que de fato ocorreu foi que tal subsídio perdurou até meados de 2000, quando consultores e incorporadores (entre outros profissionais do mercado) descobriram que existia um enorme montante de recursos, que deveria ser direcionado ao mercado imobiliário. Por conta da pressão exercida por tais profissionais (via Secovi, etc), o Banco Central decidiu que tal “ativo virtual” deveria

ser liquidado e os recursos deveriam voltar a ser utilizados para financiamentos imobiliários. Logo, os 25% de recursos provenientes da Caderneta de Poupança que eram direcionados para o financiamento imobiliário, deveriam atingir, em um curto espaço de tempo, o patamar normal de 65%.

4.2 Cenário

A volta desses recursos ao mercado imobiliário fomentou um enorme aumento no volume dos financiamentos, que cresceram de cerca de 30 mil por ano para cerca de 300 mil em 2010, dado projetado para esse ano. Para obter maior rentabilidade, os bancos concentraram grande parte das aplicações imobiliárias em um produto bancário chamado “plano empresário”:

“Diferentemente do crédito ao consumidor, é uma operação, como sugere o nome, em que o dinheiro é liberado, sem intermediários, para a empresa. O banco torna-se uma espécie de sócio capitalista do empreendimento. A exigência é que ele seja aplicado exclusivamente na obra. Vai sendo creditado passo a passo, com fundamento em um cronograma físico-financeiro (peça que cruza o andamento das tarefas com a necessidade de fundos) pré-agendado pelas partes. O incorporador e/ou construtor faz o serviço que estava programado; o banco confere, mede e repassa a parcela devida. Ao final, o comprador pode pagar seu saldo devedor – o que é o ideal - assumindo um pedaço do empréstimo, pelo prazo que lhe aprouver.”

Quintans (2008)

Essa modalidade não é uma inovação, já existe há algum tempo. No entanto, seu uso aumentou consideravelmente com o aumento de crédito e por conta da implementação da Brasil Lei 10.931 de 02 de Agosto de 2004:

“(…) patrimônio de afetação, a alienação fiduciária e o princípio do valor incontroverso: garantiram à banca que o recurso emprestado teria destinação específica (o primeiro); asseguraram um rito de retomada mais célere do que a velha hipoteca no caso de inadimplência (o segundo); e

coibiram a litigância de má-fé no questionamento das prestações (o último).”

Quintans (2008)

Essa modalidade de financiamento, dadas as mudanças na legislação acima citadas, permitiram o financiamento de móveis prontos de maneira mais simples e segura. Na medida em que tais financiamentos, com prazos médios de 24 a 36 meses, vão maturando e as unidades vão sendo entregues, começa uma segunda etapa com o financiamento (do comprador do imóvel, o que não faz parte direta do “plano empresarial”. Nesse caso, a um prazo muito mais extenso, de 360 meses por exemplo. Com essa pulverização e alongamento dos prazos, a velocidade de retorno desse investimento cai bastante, “engessando” esse capital.

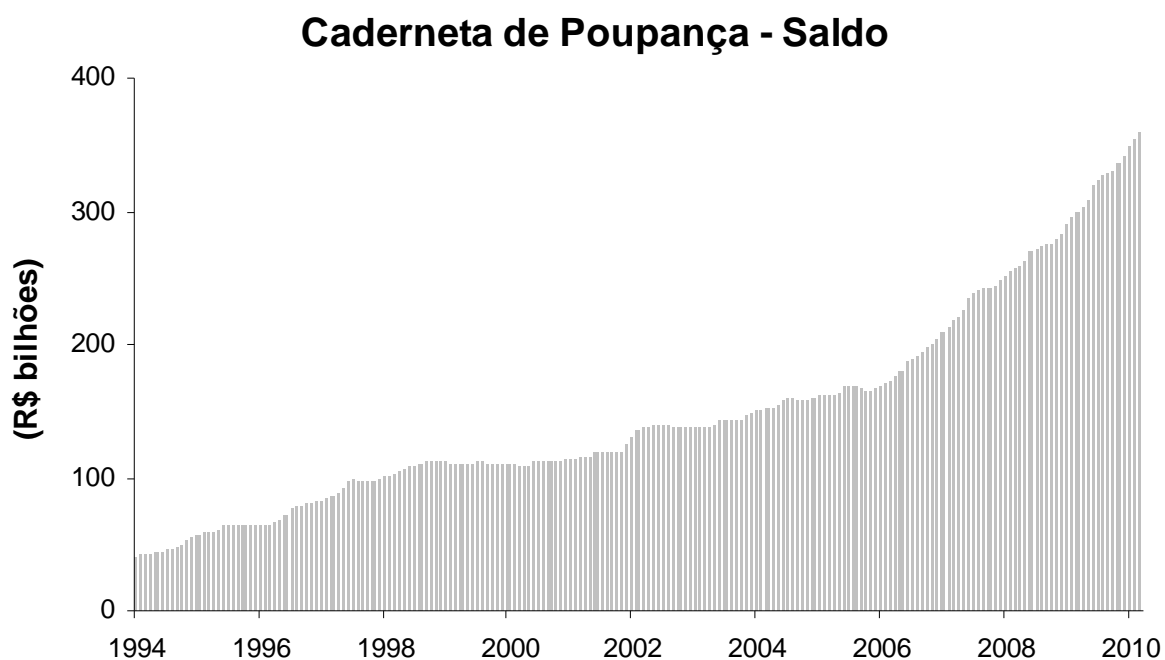


Figura 5: Saldo da Caderneta de Poupança

Fonte: Banco Central do Brasil: 7836 - Caderneta de poupança (total) – Saldos

O prazo de financiamento aos compradores finais do imóvel acaba levando todo o sistema a uma desaceleração, uma vez que grande parte dos recursos (lembrando: R\$195 bilhões) é comprometidos e o *funding* fica restrito ao crescimento da Caderneta de Poupança. A caderneta, por sua vez,, cresce como uma *proxy* do

crescimento vegetativo da poupança, sempre a uma taxa muito aquém daquela imprimida pela demanda por esse financiamento.

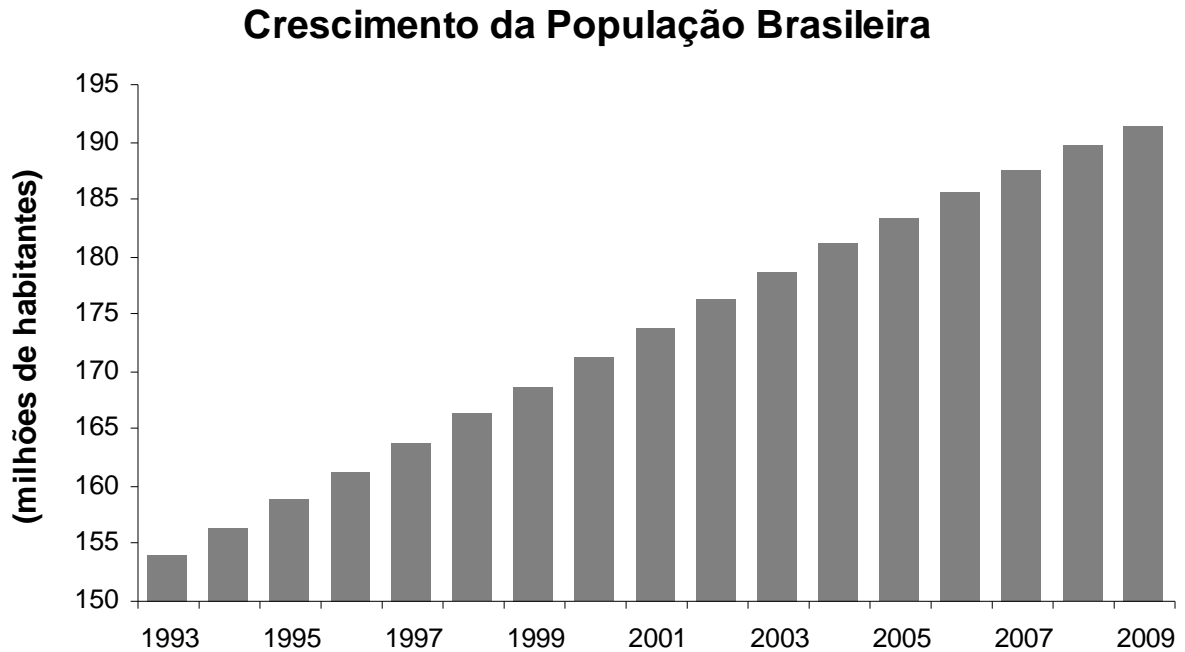


Figura 6: Crescimento da População Brasileira

Fonte: Banco Central do Brasil: 7330 - População

Como mostra o quadro acima, o crescimento populacional nos últimos anos (Figura 6) é modesto. No entanto, esse dado deve ser analisado conjuntamente com a expectativa para o crescimento vegetativo que é declinante, como demonstrado na Figura 7:

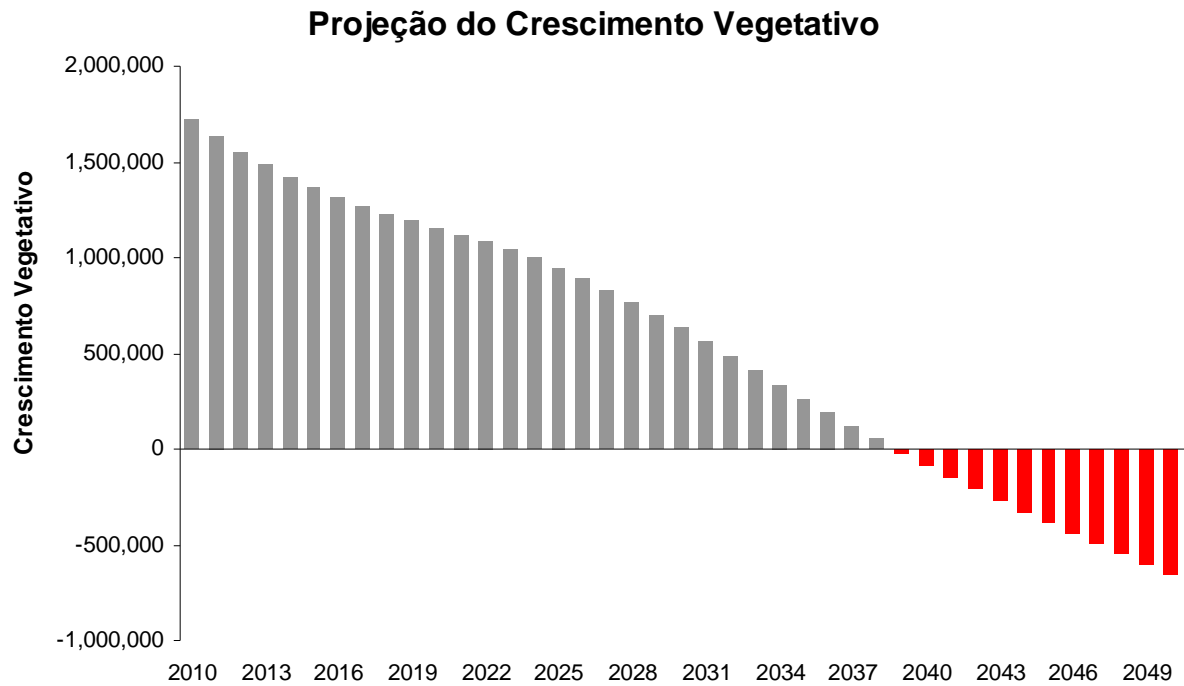


Figura 7: Projeção do Crescimento Vegetativo

Fonte: IBGE (2010)

Diante desses dados, o que se pode concluir é que num futuro próximo (alguns indicam 2011/12) esses financiamentos estarão ainda mais escassos, sendo necessário buscar outras formas de *funding* para equalizar a oferta e demanda imobiliária.

4.3 Influência Macroeconômica

Nesse tópico, será demonstrado o que está influenciando a grande demanda por imóveis e, por consequência, a demanda por financiamentos imobiliários. Um fator preponderante é o crescimento da economia, a tendência declinante das taxas de juros, o aumento da mobilidade social, a queda do desemprego, entre outros.

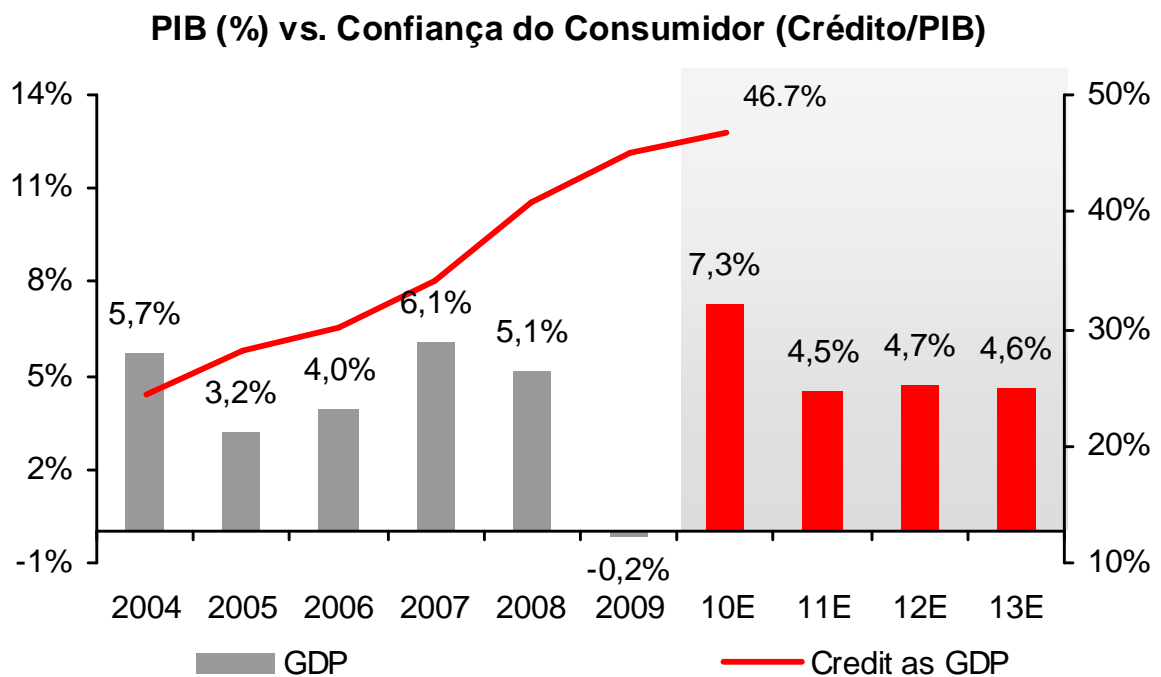
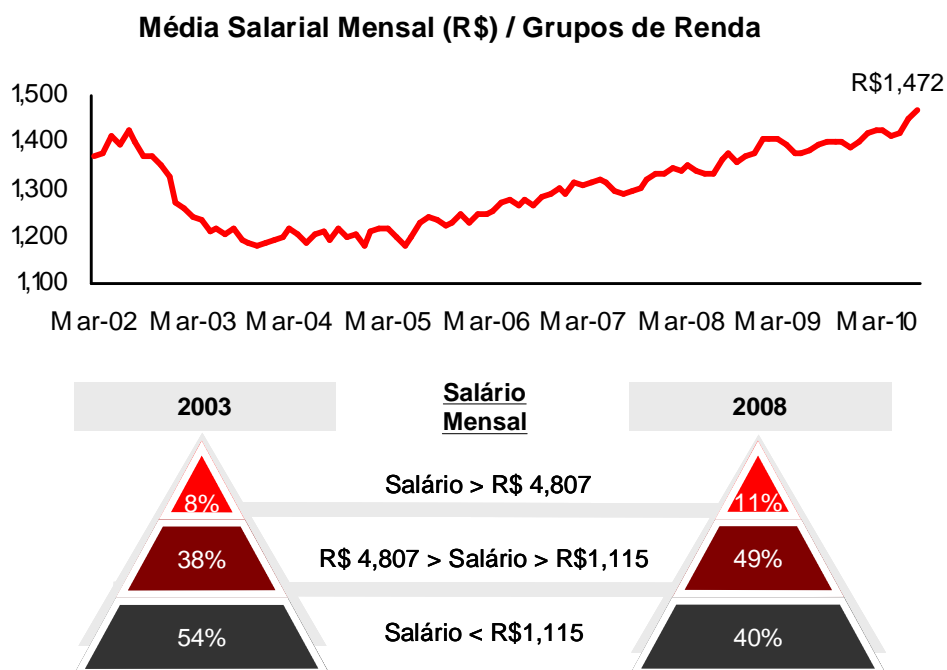


Figura 8: PIB vs. Confiança do Consumidor

Fonte: Banco Central do Brasil (2010) e MCM Consultoria

O gráfico acima mostra como é positiva a expectativa para o crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) para os próximos anos e, mais importante, revela a estabilidade desse crescimento em patamares acima de 4 % ao ano. Além disso, é possível observar a crescente confiança do consumidor, vista aqui como uma porcentagem do crédito total sobre o PIB. Esses indicadores já demonstram uma forte tendência de crescimento, sem qualquer quebra, nem mesmo no período crítico da recente crise de 2008.

O próximo quadro contém dois importantes indicadores da qualidade do crescimento supracitado: a média salarial mensal e os respectivos grupos de renda. O que se pode observar é uma forte alta na média salarial mensal da população brasileira, com destaque para o recente pico em março de 2010. Isso traduz uma mudança estrutural, sintetizada nas pirâmides dos grupos sociais, que registram forte mudança de 2003 para 2008. Houve uma significativa melhora na distribuição de renda e a migração de parte da população para grupos de renda maior, sendo notável a transferência de 14% da base da pirâmide, salário mensal menor do que



R\$1.115, para o meio da pirâmide, que apresenta um salário entre R\$4.807 e R\$1.115.

Figura 9: Média salarial e Grupos de Renda

Fonte: IBGE, Ipeadata e Goldman Sachs

Os gráficos a seguir apontam outro fator expressivo na mudança do cenário: o aumento no número de trabalhadores formais, com máxima no ano de 2009, com 33 milhões de pessoas empregadas. O fato ganha ainda mais importância quando associado ao crescimento significativo do PIB per capita desde 2004.

Empregos Formais vs. PIB per capita (ano base 2008)

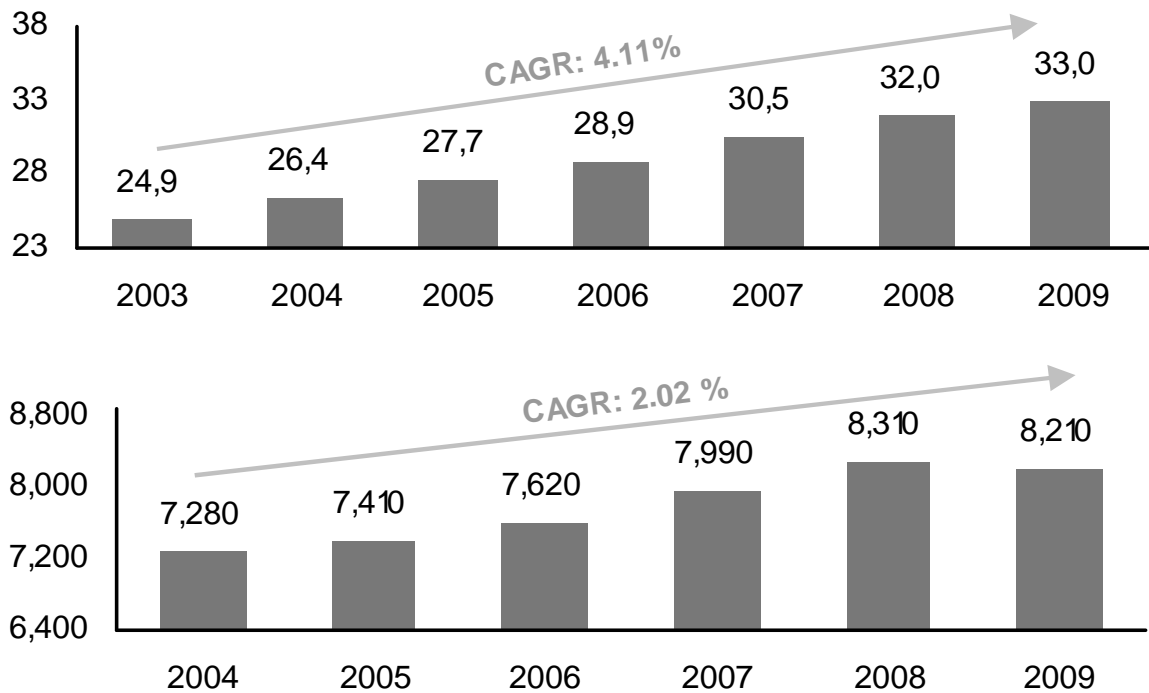


Figura 10: Empregos Formais vs. PIB per capita

Fonte: IBGE, Ipeadata e Goldman Sachs

Os dados indicados abaixo mostram forte tendência de queda na taxa de juros básica do Brasil, a Selic, de um patamar de 50% em 1998 para cerca de 11% em 2010. Tal movimento barateou o crédito em todas as suas formas, impulsionando o consumo e o crescimento do país.

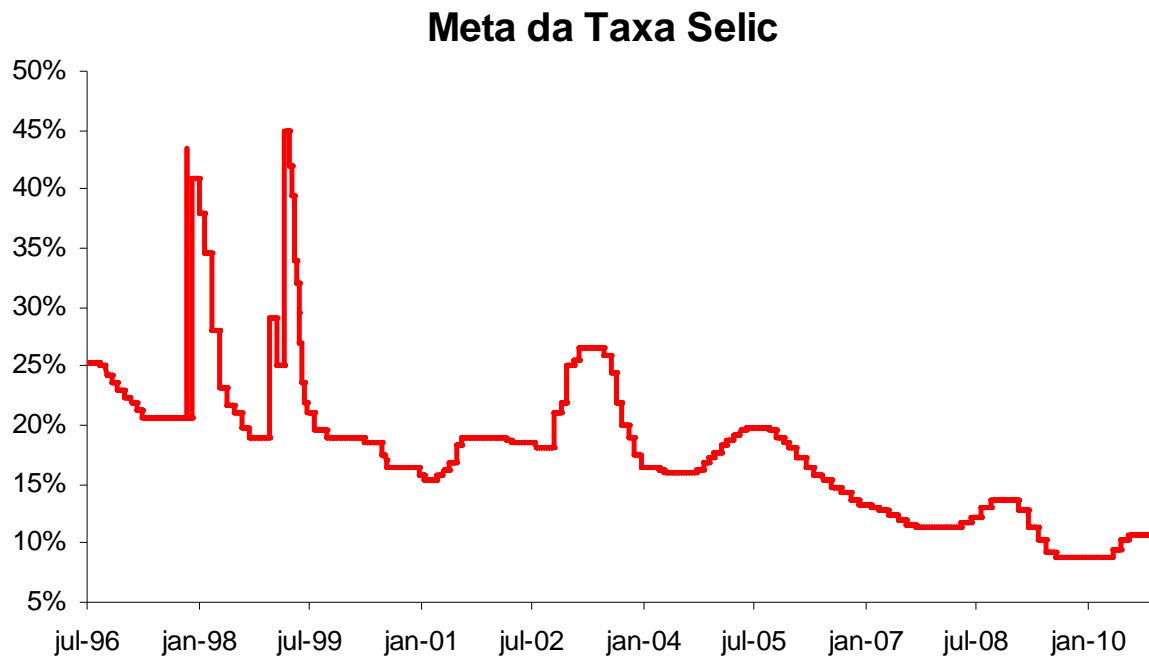


Figura 11: Meta da Taxa Selic

Fonte: Banco Central do Brasil

A análise de todos esses dados levam a concluir que os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira também são um aspecto fundamental para entender o meio em que se insere o mercado de securitização imobiliária e seu crescimento.

4.4 Perspectivas e Desafios

Traçado esse panorama, para que o mercado imobiliário continue funcionando de maneira eficiente e em equilíbrio de oferta e demanda, impõe-se a busca de novas fontes de financiamento.

Tipo	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010YTD	%
Renda Fixa	59.8	248,302.0	57.0	271,542.0	64.8	291,627.0	59.3	296,354.0	61.4
Títulos Públicos	12.1	64,925.0	14.9	79,988.0	19.1	86,749.0	17.6	88,011.0	18.2
Créditos Privados e Depósitos	2.4	9,223.0	2.1	14,079.0	3.4	14,862.0	3.0	19,773.0	4.1
Fundos de Investimentos - RF 1	44.9	174,154.0	40.0	177,475.0	42.3	190,016.0	38.6	188,570.0	39.1
Renda Variável	32.8	160,014.0	36.7	117,306.0	28.0	163,753.0	33.3	151,330.0	31.4
Ações	21.0	90,451.0	20.8	54,381.0	13.0	82,800.0	16.8	79,946.0	16.6
Fundos de Investimentos - RV1	11.9	69,563.0	16.0	69,925.0	15.0	80,952.0	16.4	71,231.0	14.8
SPE									
Investimentos Estruturados	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	8,391.0	1.7
Empresas Emergentes								209.0	0.0
Participações								7,290.0	1.5
Fundo Imobiliário								892.0	0.2
Investimentos no Exterior	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	437.0	0.1
Ações								74.0	0.0
Dívida Externa								363.0	0.1
Real Estate	3.3	11,510.0	2.6	12,915.0	3.1	14,652.0	3.0	13,598.0	2.8
Operações com Participantes	2.5	9,509.0	2.2	10,692.0	2.6	11,909.0	2.4	11,999.0	2.5
Emprestimos a Participantes	1.9	7,426.0	1.7	8,510.0	2.0	9,872.0	2.0	9,970.0	2.1
Financiameto Imobiliário	0.7	2,083.0	0.5	2,182.0	0.5	2,037.0	0.4	2,029.0	0.4
Others	1.6	6,435.0	1.5	6,774.0	1.6	10,192.0	2.1	599.0	0.1
Total	100.0	435,770.0	100.0	419,229.0	100.1	492,133.0	100.1	482,708.0	98.2

Quadro 6: Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação

Fonte: ABRAPP (Maio, 2010)

A opção que se mostra mais lógica e acessível são os fundos de pensão. Com ativos estimados em R\$ 500 bilhões de reais, esse setor é regulado pela Resolução do Conselho Monetário Nacional, Nº 3.792, de 24 de Setembro de 2009, que dispõe “sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar”:

“Seção I

Dos Segmentos de Aplicação

Art. 17 - Os investimentos dos recursos dos planos administrados pela EFPC devem ser classificados nos seguintes segmentos de aplicação:

I - renda fixa;

II - renda variável;

III - investimentos estruturados;

- IV - investimentos no exterior;
- V - imóveis; e
- VI - operações com participantes.

Seção II

Dos Ativos

Art. 18 - São classificados no segmento de renda fixa:

- I - os títulos da dívida pública mobiliária federal;
- II - os títulos das dívidas públicas mobiliárias estaduais e municipais;
- III - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen;
- IV - os depósitos em poupança em instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen;
- V - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias abertas, incluídas as Notas de Crédito à Exportação (NCE) e Cédulas de Crédito à Exportação (CCE);
- VI - as obrigações de organismos multilaterais emitidas no País;
- VII - os certificados de recebíveis de emissão de companhias securitizadoras; e**
- VIII - as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Ainda dispõe sobre os limites para aplicação em suas diversas modalidades supracitadas:

“Capítulo VII

DOS LIMITES Seção I

Dos Limites de Alocação

Art. 35 - Os investimentos classificados no segmento de renda fixa devem observar, em relação aos recursos de cada plano, os seguintes limites:

- I - até cem por cento em títulos da dívida pública mobiliária federal;
- II - até oitenta por cento no conjunto dos ativos classificados no segmento de renda fixa, excluídos os títulos da dívida pública mobiliária federal, observados adicionalmente os limites estabelecidos no inciso III; e
- III - até vinte por cento em cada uma das seguintes modalidades:**
 - a) cédulas de crédito bancário (CCB), certificados de cédulas de crédito**

- bancário (CCCB) e notas promissórias;**
- b) notas de crédito à exportação (NCE) e cédulas de crédito à exportação (CCE);**
- c) cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC);**
- d) certificados de recebíveis imobiliários (CRI);**
- e) cédulas de crédito imobiliário (CCI);**
- f) cédulas de produto rural (CPR), certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e warrant agropecuário (WA); ou**
- g) conjunto dos demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas, excetuando-se as debêntures, ou de companhias securitizadoras.**

Art. 36 - Os investimentos classificados no segmento de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até setenta por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

- I - até setenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Novo Mercado da BM^FBovespa;
- II - até sessenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 2 da BM^FBovespa;
- III - até cinquenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Bovespa Mais da BM^FBovespa;
- IV - até quarenta e cinco por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 1 da BM^FBovespa;
- V - até trinta e cinco por cento em ações de emissão de companhias abertas não mencionadas nos itens I a IV, bem como em cotas de fundos de índice referenciados em ações admitidas à negociação em bolsa de valores;
- VI - até vinte por cento em títulos e valores mobiliários de emissão de SPE;
- e
- VII - até três por cento nos demais investimentos classificados no segmento de renda variável.

Art. 37 - Os investimentos classificados no segmento de investimentos

estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até vinte por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

- I - até dez por cento em cotas de fundos de investimento imobiliário; e
- II - até dez por cento em cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado.

Art. 38 - Os investimentos classificados no segmento de investimentos no exterior devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até dez por cento.

Art. 39 - Os investimentos classificados no segmento de imóveis devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até oito por cento.

Art. 40 - Os investimentos no segmento de operações com participantes devem observar, em relação aos recursos garantidores de cada plano de benefícios, o limite de até quinze por cento.“

Dispõe, ainda, sobre os limites por emissor:

“Seção II

Dos Limites de Alocação por Emissor

Art. 41 - A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

I - até cem por cento se o emissor for o Tesouro Nacional;

II - até vinte por cento se o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen;

III - até dez por cento se o emissor for:

a) tesouro estadual ou municipal;

b) companhia aberta com registro na CVM ou assemelhada;

c) organismo multilateral;

d) companhia securitizadora;

e) patrocinador do plano de benefícios;

f) fundo de investimento em direitos creditórios ou fundo de investimento em

cotas de fundo de investimento em direitos creditórios;

g) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;

h) SPE; ou

i) fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;

IV - até cinco por cento se o emissor não estiver incluído nos incisos II / III.

Defini ainda emissor, como:

“Parágrafo 1º - Considera-se como um único emissor, para efeito deste artigo, os integrantes de um mesmo conglomerado econômico ou financeiro, bem como as

companhias controladas pelos tesouros estaduais ou municipais.

Parágrafo 2º - Os depósitos em poupança e as obrigações de responsabilidade da instituição financeira devem ser computados no limite estabelecido no inciso II.

Parágrafo 3º - Para fins de verificação do limite estabelecido na alínea "d" do inciso III, nos casos de emissões de certificados de recebíveis com a instituição de regime fiduciário, considera-se como emissor cada patrimônio separado constituído com a adoção do referido regime.

Parágrafo 4º - Os emissores dos ativos recebidos como lastro de operações compromissadas devem ser computados nos limites estabelecidos neste artigo.

Parágrafo 5º - Para fins de verificação dos limites estabelecidos neste artigo, devem ser observados os investimentos finais do plano de benefícios, desconsideradas as participações em empresas constituídas exclusivamente com o objetivo de participar, direta ou indiretamente, do capital de companhias abertas. “

Dos limites de concentração por Emissor:

“Seção III

Dos Limites de Concentração por Emissor

Art. 42 - A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

I - do capital total de uma mesma companhia aberta ou de uma mesma SPE;

II - do capital votante de uma mesma companhia aberta;

III - do patrimônio líquido de uma mesma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen; e

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

- a) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;
- b) fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;
- c) fundo de investimento constituído no Brasil que tenha em sua carteira ativos classificados no segmento de investimentos no exterior; ou
- d) fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil;

V - do patrimônio separado constituído nas emissões de certificado de recebíveis com a adoção de regime fiduciário. “

O que se conclui da leitura dessa regulamentação que rege tais fundos é que se trata de uma norma voltada para o mercado de capitais, diferentemente do que ocorre na regulamentação dos atuais financiamentos imobiliários, com regras específicas para o segmento habitacional em que os recursos são direcionados (“carimbados”) através da CEF, seguindo políticas governamentais, etc.

Além dessa diferença, há um problema de indexador. Enquanto os financiamentos imobiliários tradicionais utilizam a TR (Taxa Referencial do Sistema do Lote de Juros) em seus contratos, os fundos de pensão em geral usam o IGPM (Índice Geral de Preços do Mercado/FGV) e o IPCA (Índice Nacional do Preço ao Consumidor Amplo/IBGE).

Um terceiro aspecto importante a se considerar é o perfil dos produtos imobiliários: CCI, FIP, FII, CRI etc. Além de não apresentarem volume muito expressivo, não têm características padrões, isso é, são feitos especificamente para um determinado ativo (como, por exemplo, um *built-to-suit*). Isso atrapalha sua alavancagem por meio de investimentos de fundos de pensão uma vez que não vão de encontro com características que esses fundos buscam, entre elas:

- Baixo risco
- Padronizado
- Condições previsíveis
- Liquidez

- Conhecido do mercado

Sendo assim, a classificação de risco de tais operações, o *rating*, acaba ficando comprometida porque na essência esta refletindo o risco da empresa que está na origem da operação e não daquele conjunto de ativos específicos, aquele empreendimento.

No caso dos CRIs, a situação é ainda mais grave. Desde 1999, o volume emitido foi de apenas cerca de R\$ 20 bilhões, sendo 80% provenientes de recebíveis imobiliários comerciais. Ou seja, há mais de 10 anos no mercado, os CRIs não apresentam um volume relevante, menos ainda quando comparado aos R\$ 120 bilhões, injetados nos últimos 5 anos nesse segmento.

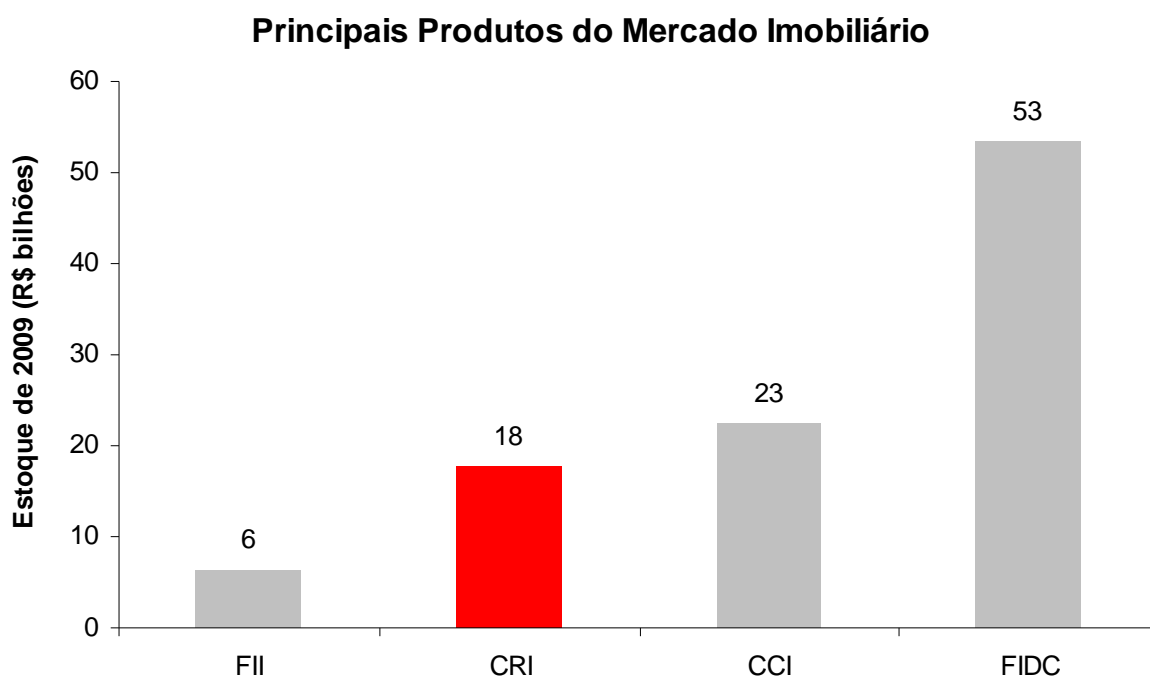


Figura 8: Principais Produtos do Mercado Imobiliário

Fonte: CVM e Uqbar (2009/10)

Deve pesar ainda nessa análise, a falta de experiência do mercado na avaliação de CRIs residenciais, que seriam uma das alternativas de financiamento. Dado que cerca de 80% dos CRIs são lastreados em recebíveis comerciais, não há uma metodologia reconhecida como *benchmark* confiável. Só recentemente, duas agências *rating*, as Standard Poors e a Fitch, publicaram um primeiro sistema de

avaliação, baseadas em experiências de outros países, principalmente do México (financeira Su Casita). O objetivo era indicar como deveria ser estruturada uma carteira para obter um *rating* de alto padrão. Para tanto, as agências montaram uma carteira arquetípica na qual define-se o critérios de avaliação, o que se considera risco, como esse risco pode ser ou não protegido, o peso da diversidade geográfica, se o padrão de originação foi feita por um banco ou por uma construtora..

Dessa forma, conclui-se que há diversas mudanças necessárias para se poder acessar novas fontes de financiamento, como Pedro Klumb comenta:

“O grande desafio do mercado será passar a desenvolver créditos mais padronizados, para gerar CRIs mais padronizados, para poder acessar o mercado de capitais (...) É esse o desafio dos próximos 10 anos, acessar esse montante de recursos que tem nos fundos de pensão, para parte disso poder financiar o setor habitacional”

Apêndice: Entrevistas

Entrevista Pedro Klumb - Consultor de Investimentos Imobiliários da Sabra Fundo de Investimentos em Participações, Board Member na Companhia Nacional de Recebíveis e CEO da MSFI

P: Quais serão as principais fontes de recurso para investimento em Real Estate no Brasil? Os recursos da Caderneta de Poupança e FGTS são suficientes para as necessidades de longo prazo?

A questão é assim, se a gente olhar para perspectiva do mercado imobiliário hoje, você tem um patamar bastante diferenciado de produção habitacional, coisa que nos últimos 30 anos não se teve, ordem de grandeza país passou da ordem de 1 milhão de unidades por ano para 1 milhão e meio, então a gente está com um fluxo de novos imóveis sendo produzidos 50% maior, e do lado do *funding* (recursos), a gente tem duas situações, eu tenho aqui ó, um volume de recursos de caderneta de poupança mais ou menos de 300 bilhões, e de FGTS em torno de 200 bilhões e a gente tem aproximadamente 600 bilhões em reservas técnicas de fundo de pensão, de fundo de previdência.

Vamos lá, 300 bilhões, até 2005 esses 300 bilhões, desses 300 bilhões, a gente tinha aproximadamente 25% (era um pouco menos na época, mas vamos fazer as contas com os números de hoje) então 25% de 300, a gente está falando de 75%. 75% só estavam aplicados em financiamentos imobiliários, porque os bancos estavam, vamos chamar de *waiver* (aval) com o Banco Central em função dos problemas do passado, da década de 80, então o BC não estava exigindo que fosse cumprida a norma de que 75%, 65% dos depósitos de poupança estejam aplicados em financiamento imobiliário, em 2005/2006, o BC disse definiu que os bancos precisavam voltar aos níveis de 65%, então, houve uma pressão do BC para ampliar o volume de financiamento imobiliários por parte dos bancos de 75 bilhões para 65% de 300 bilhões, R\$ 195 bilhões, então a pressão em 4 anos foi de fazer 120 bilhões de financiamentos adicionais, então por isso que se gerou a super oferta de crédito imobiliário nos últimos anos.

P: Tal movimento foi proveniente de pressões dos agentes do mercado imobiliário ou veio diretamente do governo?

Foi uma pressão do SECOVI para recuperar o direcionamento dos recursos para o financiamento imobiliário. Na década de 80 houve um descasamento muito grande entre correção de prestações e de saldo devedor dos financiamentos.

P: Por conta da inflação?

Não, por conta de políticas eleitoreiras que decidiam discricionariamente quando as correções iriam acontecer. Isso gerou um buraco enorme nos bancos, porque as dívidas ficavam impagáveis, o cliente pagava 30 anos e sobrava um saldo devedor individual, esse saldo devedor era garantido por um fundo, fundo de compensação de variações salariais (FCVS).

P: O governo re-escalou a dívida por mais trinta anos?

Exatamente então todo retorno que tinha que acontecer de prestações para os bancos para que eles pudessem fazer novos financiamentos não voltou e ficou rolando pelo BC, pelo menos tesouro por 30 anos para pagar o FCVS com carência de 8, então o que aconteceu, todos os bancos privados e a Caixa Econômica Federal, também ficaram com crédito durante o FCVS. Quando teve o PROER em 95 que os bancos o BC reorganizou o mercado financeiro, o crédito perante o FCVS foi uma das moedas usadas para dar garantia no PROER, então alguns bancos simplesmente pegaram aqueles créditos que eles tinham e venderam para um outro banco que estava sendo liquidado por 35% do valor de face, portanto ele realizou um prejuízo de 65%. Logo, o BC autorizou para compensar essa perda enorme, os bancos manterem esses 65% no respectivos ativos como se fosse financiamento imobiliário, mas se a necessidade de aplicação em financiamentos imobiliários.

P: E isso era para durar por cerca de 5 anos, certo?

Sim, mas durou muito mais, até meados de 2005. Nessa época, os consultores e compradores descobriram isso e começaram a pressionar para ter de volta o *funding* para o financiamento imobiliário. Então o que o BC fez em 2005, 2006, ele disse o seguinte, esse ativo virtual que você tem aí vai ser reduzido a razão de 2% ao mês, então esse mês vale 100%, no mês...98, 96, ora se aquilo deixa uma ordem de financiamento gera exigibilidade na outra ponta, então foi por isso que houve esse movimento.

Para situar você, na média de 10, 12 anos para trás, eram feitos 30 mil financiamentos por ano, isso aqui subiu para 300 mil financiamentos por ano, é uma proporção muito grande. O que aconteceu para que os bancos conseguissem fazer isso, eles concentraram a maior parte das aplicações imobiliárias em financiamentos para construção, o chamado Plano Empresário, financiamento da construção, porque o financiamento da construção eu assino o contrato hoje e contabilizo os 12 desembolsos seguintes, mesmo sem ter desembolsado, porque o dinheiro está comprometido com aquela obra, então é mais fácil de cumprir essa exigibilidade porque eu contrato uma operação grande de uma vez só, e nem comprometo meu caixa, diferente se eu tiver que fazer cada financiamento individualzinho. Bom, essa foi medida, a medida que o tempo foi passando e é essa previsão que se faz para o ano que vem, esses planos empresários vão terminando o prazo de construção, os imóveis vão sendo entregues e esse financiamento vai sendo pulverizado com os compradores. Mas, o plano empresário dura na média 24 meses, esse aqui tem 300, 240, 300 meses, hora a velocidade de retorno agora passa a ser muito menor, então o que acontece esse 65% fica mais rígido e como eu não tenho velocidade de retorno eu não consigo sair, e se eu não tenho recurso eu não tenho mais empréstimos. É por isso que se projeta para o ano que vem vai chegar em um ponto que a capacidade do sistema de fazer novos empréstimos vai depender exclusivamente do crescimento vegetativo da poupança, que é pequena. Então a gente está com crescimento econômico, com tendência a declínio da taxa de juros, a gente está com mobilidade social muito forte por conta desses programas públicos todos, a volume de migração muito grande de famílias que ganhavam de 0 a 3 salários mínimos para 3 a 10, isso está gerando uma demanda habitacional enorme, famílias que não tinham renda antes agora tem, mas tem renda para pagar uma prestação, alguém precisa emprestar o dinheiro para a casa inteira, e não vai ter por

conta disso, você vai chegar em um ponto que o fluxo de novos recursos para o seguimento imobiliário vai ficar restrito ao crescimento vegetativo da poupança, o que é muito pouco.

A única forma que você tem é acessar esse mercado aqui, só que esse mercado dos fundos de pensão ele está dirigido, ele é operado a partir de regras muito claras de mercado capitais, aqui você tem regras específicas vamos chamar de um segmento habitacional, poupança, recurso carimbado, direcionado para financiamento imobiliário, uma série de regras de Caixa Econômica, aqui não, aqui você está sujeito ao mercado de capitais, você tem uma instrução do Conselho Monetário Nacional 3.792, que estabelece como que esses recursos podem ser aplicados, e uma parte disso aqui pode ser aplicado em CRI, em CCI, em fundo de investimento imobiliário, em FIBIS. Enfim, então você tem vários mecanismos de acessos a esses recursos, o que o mercado vai precisar agora é ter criatividade de como falar a mesma linguagem que os fundos de pensão precisa, e aí nós temos basicamente dois problemas no meu modo de ver. Um é ter o produto adequado, a segunda coisa é a questão do indexador.

P: Como é o processo de *rating* comercial e residencial?

O comercial é mais simples porque você faz toda uma análise em cima da classificação daquele único devedor, quando você tem crédito pulverizado você precisa olhar muito mais para estrutura. A estrutura significa diversidade de originadores, diversidade regional, diversidade de tipo de imóvel, para distribuir risco, se eu faço um CRI concentrado com créditos de um único empreendimento, e aquele empreendimento tem problema, meu CRI inteiro vai embora, se eu tenho aquilo pulverizado em vários empreendimentos, em várias regiões, até porque os preços variam de forma diferente em diversas regiões você tem uma condição mais protegida. O próprio mercado conhece pouca essa metodologia de como estruturar um CRI pulverizado com laços em créditos residenciais que tem boa qualidade.

P: Você vê a possibilidade de as grandes incorporadoras, construtoras, das empresas de Real Estate, as listadas principalmente, acessar esse mercado?

Sim, já existe até alguns casos. No entanto, estão acessando em um estágio anterior do que será o mercado de verdade, de securitização, ela está emitindo um papel com um risco dela, como se fosse uma debênture, está usando sua marca, seu risco de crédito, em vez de você comprar uma debênture emitida pela Gafisa, você está comprando uma cota do FIDIC então não é um mercado de verdade, é um mercado que só serve para dois ou três. Então o que você precisaria ter é lastro com qualidade para fazer emissão de verdade, então esse é o desafio do mercado inteiro tem, e principalmente o mercado bancário que está fora do mercado de securitização hoje, tudo que saiu hoje foi originado muito mais nas incorporadoras, tem uma única emissão do ABN Real para fazer um teste, ele fez uma emissão de R\$ 100 milhões da CIBRASEC, para testar mas de forma muito incipiente. Levaram meses para conseguir estruturar a operação inteira, foi muito trabalhosa, exatamente porque os créditos não foram originados para circular no mercado, foram originados para ficar mantido em carteira. E esse foi o conceito que os bancos usaram, então como única fonte de recurso adicional, exceto para os investidores estrangeiros, é acessar essa massa de recurso dos fundos de pensão, todo mundo vai ter aprender a emissão da securitização porque é a única forma de acessar. Eu não vejo outra forma, o fundo de pensão não vai investir direto na incorporadora o fundo de pensão não vai aplicar recurso no banco em caderneta de poupança para ele fazer financiamentos, ele vai comprar um CRI ele vai investir cota do FDIC, ele vai comprar um CCI, então o mercado vai precisar aprender os caminhos da securitização para acessar essa massa de recurso aqui.

P: Como é o ambiente regulatório no Brasil?

Muito favorável, o governo nesse aspecto foi bastante sensível, as demandas que o mercado foi fazendo, fez os ajustes, existe tanta flexibilidade suficientes nos instrumentos, inclusive benefício fiscal para pessoa física, então você tem uma série de fatores que favorecem. O caminho crítico não é o marco regulatório, a gente tem uma estrutura, um *framework* regulatório bem adequado. O que falta é a lição de casa mesmo dos participantes, é conceitual você pegar um cara que está mercado primário ao invés de ele se concentrar e fazer novos projetos, ele está preocupado em criar securitizadora própria para fazer emissão ai ele mantém a administração dos créditos dentro de casa, com uma grande concentração de risco.

P: E você acha que isso é culpa *players*?

Isso é culpa do mercado ser incipiente, a medida que o tempo for passando e a medida em que o mercado for aprendendo a usar essas ferramentas todas, naturalmente isso desaparece, e também quero dizer que um determinado incorporador tem que ser responsável pelo desenvolvimento do mercado, não é assim, isso é um conjunto de participantes e tem muita discussão, a gente tem o grupo do SECOVI, na BOVESPA, na ABECIP, todo mundo discutindo esse tipo de coisa. Então agora que o mercado vai precisar passar por esse caminho, provavelmente as coisas vão se acelerar.

Entrevista com Fernando Diederichsen – Analista de investimentos da RB Capital

P: Quais serão as principais fontes de recurso para investimento em Real Estate no Brasil? Os recursos de poupança e FGTS são suficientes para as necessidades de longo prazo?

O Brasil esta presenciando um forte movimento de aumento na disponibilidade de recursos privados para investimentos no setor de Real Estate através de FIIs, FIPs e FIDCs. No último ano houve um grande aumento de oferta destes veículos de investimentos, porém o mercado brasileiro ainda não conta com uma grande liquidez nestes ativos, o investidor privado ainda não esta habituado com estrutura de tais fundos, portanto a maioria dos investidores são fundações e investidores institucionais.

Mesmo com o aumento destes veículos para investimento privado em Real Estate no Brasil, grande parte dos recursos para investimento neste setor ainda são provenientes dos órgãos públicos, que através de suas políticas de fomento proporcionam os recursos para investimentos.

P: Qual sua avaliação dos veículos voltados a operações estruturadas, Fundo Imobiliário, FIP, FIDCs e CRI?

São veículos de investimentos que possuem uma grande tecnologia jurídica e financeira para gerar liquidez no setor de Real Estate. Muito destes produtos são *taylor made*, ou seja, estruturados para uma específica demanda. Isto lhes confere características únicas que oferecem benefícios para os empresários e também para os investidores, características muito importantes para viabilizar alguns empreendimentos que se não fossem por estes veículos não seriam capazes de sair do papel. É muito importante que os investidores se familiarizem com estes papéis porque eles são de grande benefício tanto para os empresários quanto para os investidores, pois eles têm isenção de IR para investidores pessoa física, o que os torna atrativos para o público.

P: O ambiente regulatório é satisfatório? O que seria necessário aprimorar sob o ponto de vista dos tomadores e doadores de recursos?

O ambiente regulatório tem o papel de tornar as operações mais transparentes para o investidor, ajudando a atrair mais recursos para este tipo de papel. A CVM tem um papel muito importante neste quesito, nos últimos anos novas formas de distribuição dos papéis no mercado foram criadas, facilitando o processo de distribuição e o deixando menos oneroso. É importante que os órgãos regulatórios continuem trabalhando de forma a facilitar a distribuição destes papéis e os tornar mais claros para os investidores.

P: Como as construtoras e incorporadoras de médio porte enxergam a alternativa de securitizar as carteiras de recebíveis?

Hoje em dia todos os projetos de investimento imobiliário analisados pela RB Capital contam com a securitização dos recebíveis após as chaves ou até mesmo durante o período de produção no estudo de viabilidade dos projetos, isso graças ao aumento da oferta de crédito. A securitização torna possível para a construtora diminuir sua exposição de caixa nos projetos executados, principalmente quando eles são voltados para a baixa renda e se encaixam no programa MCMV (Minha casa, minha vida) com crédito associativo, quando os repasses vão acontecendo de acordo com a evolução da obra. Dessa maneira ela consegue executar diversos projetos de uma só vez.

P: Qual é o perfil do investidor desse mercado? Qual a importância do investidor internacional e local?

São investidores qualificados na sua maioria. Os investidores pequenos ainda não tem muito conhecimento de como estes papéis funcionam, portanto grande parte dos investidores nacionais são investidores qualificados que possuem um maior conhecimento do mercado de capitais e seus produtos. Os investidores internacionais têm uma grande participação neste mercado, sua participação esta aumentando a cada ano, por ser um mercado com relativamente poucos *players*, os investidores internacionais identificam as oportunidades e entram no mercado com grande quantidade de recursos. Existe um movimento de compra de companhias do mercado de Real Estate brasileiras para os estrangeiros, vide a operação entre o fundo americano Black Rock e o Pátria Investimentos.

P: Quais são os principais riscos do mercado de securitização? Quais os riscos que potencialmente surgirão com o crescimento desse mercado?

O principal risco, na minha opinião, está associado a grande euforia neste mercado hoje em dia. Os preços dos imóveis está escalando vertiginosamente como nunca observado antes, acredito que isto não representa uma bolha especulativa, porém há de se tomar cuidado ao avaliar a viabilidade dos empreendimentos antes de tomar qualquer decisão.

P: Existe alguma possibilidade do Brasil cometer os mesmos erros que levaram à bolha imobiliária nos EUA? Como evitá-los?

O mercado de crédito no Brasil ainda não é tão bem desenvolvido quanto o mercado dos EUA a fim de tornar possível tamanha alavancagem das pessoas e bancos. Os bancos ainda são bastante ortodoxos na constituição e avaliação das garantias, isso de certa forma ainda dificulta o acesso ao crédito. As taxas de juros também são relativamente elevadas. É necessário que haja um acompanhamento das carteiras de crédito dos bancos pelas agências regulatórias a fim de evitar a criação de ativos tóxicos.

Entrevista com Bruno Amadei – Consultor da Integral Trust Serviços Financeiros

P: Quais serão as principais fontes de recurso para investimento em Real Estate no Brasil? Os recursos de poupança e FGTS são suficientes para as necessidades de longo prazo?

Atualmente a maioria dos recursos vem do FGTS e SFH, além do financiamento à produção pelos Bancos comerciais. O mercado de securitização ainda é pequeno, porém em rápido crescimento.

Os recursos do FGTS são limitados assim como do SFH

P: Qual sua avaliação dos veículos voltados a operações estruturadas, Fundo Imobiliário, FIP e CRI?

Eles atendem a necessidades distintas. O FII tem por finalidade a construção ou aquisição de imóveis comerciais e residenciais, voltados para a renda imobiliária em função da isenção de IR para pessoas físicas. O CRI tem por finalidade permitir a alavancagem dos recursos através da securitização das CCIs (cédula de crédito imobiliário), com garantias através da alienação fiduciária, bom lembrar que os CRIs também possuem isenção de IR para PF. Os FIPs originalmente

P: O ambiente regulatório é satisfatório? O que seria necessário aprimorar sob o ponto de vista dos tomadores e doadores de recursos ?

Ao meu ver é satisfatório e sempre em evolução. Os órgãos responsáveis pela análise e aprovação das operações (CVM, ANBIMA e CETIP), deveriam estabelecer uma coordenação a fim de agilizar a aprovação das ofertas públicas.

P: Quais são os principais players do mercado de securitização?

Cias securitizadoras, Bancos e boutiques de investimento.

P: Os mecanismos de governança das operações de securitização através de Cris são satisfatórios?

A princípio sim, porém é necessário analisar as questões jurídicas, financeiras e operacionais que compõe os ativos objeto de securitização. Em última instancia a Cia securitizadora tem o seu PL apartado da operação o que garante uma segurança aos investidores de CRI.

P: Como as construtoras e incorporadoras de médio porte enxergam a alternativa de securitizar as carteiras de recebíveis?

Pelo fato de haver recursos do SFH as construtoras dão preferência ao repasse das suas carteiras aos Bancos comerciais. A tendência é que os bancos que detém uma parcela relevante dos recebíveis acessem o mercado ao longo dos próximos anos (Exemplo CEF esta preparando uma grande securitização dos seus recebíveis). No entanto existe um processo de aprendizado do mercado como um todo.

P: Qual é o perfil do investidor desse mercado? Qual a importância do investidor internacional e local?

Pessoas físicas que adquirem diretamente LCI, LH e CRI, além de Fundos Imobiliários de renda Fixa e Investidores institucionais; o Internacional deverá ter uma participação relevante no longo prazo em função da atratividade das taxas de juro pagas no Brasil

P: Quais são os principais riscos do mercado de securitização? Quais os riscos que potencialmente surgirão com o crescimento desse mercado?

Inadimplência e valor das garantias inferior ao valor da dívida do financiado e riscos operacionais em função de estruturas inadequadas; Alavancagem das operações;

P: Existe alguma possibilidade do Brasil cometer os mesmos erros que levaram à bolha imobiliária nos EUA? Como evitá-los?

Hoje é pouco provável em função da concentração dos financiamentos em grandes Bancos. Basicamente o que se observa e que nos EUA ocorreram graves problemas

quando da originação dos recebíveis levando a uma deterioração das operações em função da baixa qualidade de crédito.

Referências

AGUILHAR, A.. Valor Econômico: **Caderneta de poupança turbina compra de imóveis**, 25 de Março de 2010.

ALVES, S.. Apresentação: **As Perspectivas para o Mercado de CRI**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 25 mar 2010.

ASSET-BACKED ALERT, The Weekly Update on Worldwide Securitization – site: www.abalert.com, 2006.

BORGES, L.. Securitização como parte da Segregação de Risco. **Artigo da Revista do BNDES**, vol.6, nº 12, p.123-136, dezembro, 1999.

BRASIL. **Lei nº 12.112 de 21 de Dezembro de 2009**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12112.htm>. Acesso em: 10 mai 2010.

BRASIL. **Lei nº 11.303 de 21 de Dezembro de 2004**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11033.htm>. Acesso em: 10 mai 2010.

BRASIL. **Lei nº 10.303 de 31 de Outubro de 2001**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 29 mar 2010.

BRASIL. **Lei nº 9.514 de 20 de Novembro de 1997**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9514.htm>. Acesso em: 2 abr 2010.

BARBOUR D.; NORTON, J.; SLOVER, T. Asset Securitisation in Emerging Market Economies: fundamental considerations. **Yearbook of International Financial and Economic Law 1997**, p.281-316, London, 1997.

COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO – CIBRASEC. **Institucional, Posicionamento**. Disponível em <http://www.cibrasec.com.br/arquivos/Graficos_comparativos.pdf >. Acesso em: 10 mai 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº409 de 18 de Agosto de 2004**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\inst\inst409.htm>>. Acesso em: 20 ago 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº414 de 30 de Dezembro de 2004**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\inst\inst414.htm>>. Acesso em: 2 abr 2010.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL - CMN. **Resolução nº3.792 de 24 de Setembro de 2009**. Disponível em <http://www.jusprev.org.br/site/images/arquivos/resolucao_3792_24-09-2009.pdf>. Acesso em: 2 outubro 2010.

HERSZKOWICZ, E. **Apresentação: Securitização de Recebíveis Imobiliários**. Disponível em: < <http://www.scbf.com.br/not/20101.php>>. Acesso em: 25 ago 2010.

MORAES, D.. **SFI: Securitização como instrumento de fomento do crédito imobiliário**. São Paulo, 2008. Tese (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GAGGINI, F. **Securitização de Recebíveis**. Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GRAHAM, S.. Investing in Brazil's New Middle Class. Goldman Sachs Research Report, 26 de Abril, 2010.

KENDALL, L.. **Securitization: a new era in American finance**. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Org). A primer on Securitization. London, The MIT Press, 1996.

KOTHARI, V. **Securitization – the financial instrument of future**. Singapore: John Wilwy & Sons (Ásia), 2006.

LUXO, J.. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MAFRA, F.. **Classificação de Risco dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – Estruturação de um processo de *Rating* da perda potencial da carteira securitizada**. São Paulo, 2006. Tese (Mestrado em Engenharia). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

MATTES, M.; LIMA NETO, L.. In: LIMA NETO,. **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Gainvest Publicações, 2007.

MENOS imobilizado, mais caixa: com os CRIs, é possível aliviar o peso do ativo imobilizado no balanço, usufruir um imóvel contruído sob medida e liberar recursos para investimentos no próprio negócio. **Revista Capital Aberto**, v.5, p. 30-34, 2008.

PINTO, P.. **Direito cambiário**. Forense, Rio de Janeiro, p. 3, 1948.

PINHEIRO, F.. **Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes**. São Paulo, 2008. Tese (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

VEDROSSI, A. A Securitização de Recebíveis Imobiliários – Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil – Dissertação
– Escola Politécnica da USP, 2002.

Obras Consultadas

CARNEIRO, D.; GOLDFAJN, I.. **A Securitização de Hipotecas no Brasil Rio de Janeiro**, Junho de 2000. Texto para Discussão Nº 426. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia. Disponível em: <www.econ.puc-rio.br/PDF/td426.pdf>. Acesso em: 29 mar 2010.

CETIP. **Estatística, Dados por Ativo**. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/>>. Acesso em: 25 mar 2010.

CHINEN, E.. **Securitização de Recebíveis**. Projeto de Dissertação de Mestrado, Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, 2002.

COELHO, L.. **Securitização**. São Paulo, 2007. Tese (Mestrado em Direito Comercial). Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº284 de 24 de Julho de 1998**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\\inst\\inst284.htm>>. Acesso em: 2 abr 2010.

ESF. SECURITIZATION DATA REPORT, **The Bond Market Association and European Securitization Fórum** . Autumm, 2001.

HESS, A.C.; SMITH, C.W. Elements of Mortgage Securitization. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v.1, p.331-346, 1988.

INVESTOPEDIA. **Interest only strips e Principal only strips**. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/i/iostrips.asp>>. Acesso em: 2 abr 2010.

KLUMB, P. **Apresentação: As Perspectivas para o Mercado de Certificados Imobiliários – CRIs**. Disponível em: <<http://www.msfi.com.br/index.php?area=servicos&sub=detalhes&idServico=10>>. Acesso em: 5 mai 2010.

KLUMB, P., BELLEZA, S. **Apresentação: Congresso Secovi NE – Novos Empreendedores – Estratégias Vencedoras no Mercado Imobiliário**. Disponível em: <http://www.secovi.com.br/noticias/arq_not/Sergio%20Belleza%20e%20Pedro%20Klumb.pdf>. Acesso em: 5 mai 2010.

LEONI, E. **Cadastro, Crédito e Cobrança**. São Paulo, Atlas, 1997.

MEIRELLES, J.; BENTIVEGNA, E. **Securitização no Brasil – Pinheiro Neto Advogados**, disponível na Biblioteca Uqbar, 2003.

OLIVEIRA TRUST. **Relatórios Anuais**. Disponível em:< www.oliveiratrust.com.br>. Acesso em: 4 mai 2010.

RIO BRAVO. Disponível em: < www.riobravo.com.br >. Acesso em: 4 mai 2010.

UQBAR. **Dicionário de Finanças**. Disponível em:
<<http://dicionario.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=/Manual/>>. Acesso em: 25 mar 2010.

UQBAR. **Securitização – Origens**. Disponível em:
<<http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/secritizacao.jsp>>. Acesso em: 25 mar 2010.

WOLFE, S.. Structural Effects of Asset-Backed Securitization. **The European Journal of Finance** 6, 353-369, 2000.

ZACLIS, L.; KALANSKY, D.. **Securitização de Recebíveis Imobiliários, Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI**. Disponível em: <
http://www.uqbar.com.br/informativa/biblioteca/arquivos/recebimob_secrecebiveisimobiliarios_zaclisluchesi_000004.pdf>. Acesso: 1 abr 2010.