Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Bruno da Cunha Bueno Pierri

O Mercado de Capitais no Brasil: Uma análise das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários

São Paulo
2015

Bruno da Cunha Bueno Pierri

O Mercado de Capitais no Brasil: Uma análise das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Vitória Cristina Cardoso Saddi – Insper

São Paulo
2015

Bruno da Cunha Bueno Pierri

O Mercado de Capitais no Brasil: Uma análise das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários: Insper, 2015.

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

Orientadora: Prof.ª Vitória Cristina Cardoso Saddi

Bruno da Cunha Bueno Pierri

O Mercado de Capitais no Brasil: Uma análise das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários

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

EXAMINADORES

Prof.ª Vitória Cristina Cardoso Saddi

Orientador

Prof. João Luiz Mascolo

Examinador

Profª. Roberta Muramatsu

Examinador

Resumo

Pierri, Bruno da Cunha Bueno. O Mercado de Capitais no Brasil: Uma análise das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários, São Paulo, 2015. P. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Este trabalho busca traçar um panorama do mercado de capitais no Brasil com enfoque nas emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários. Para desenhar tal panorama, tenta-se apresentar a evolução do mercado de capitais no Brasil, a criação e os conceitos por trás do processo de securitização de créditos, bem como a forma que tais conceitos foram introduzidos no Brasil e sua relação de importância com o existente mercado de capitais. Esta apresentação é feita por intermédio de uma pesquisa bibliográfica que trata sobre o assunto e com a coleta de dados sobre as emissões de CRI.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Certificados de Recebíveis Imobiliários; Securitização, CRI.

Abstract

This paper seeks to give an overview of the Capital Markets in Brazil focusing on the issuance of mortgage-backed securities. To present such a scenario, it tries to present the evolution of Capital Markets in Brazil, the creation and concepts behind the process of securitization, as well as how these concepts were introduced in Brazil and its relation of importance with the existing Brazilian capital market. This presentation is made through a literature that deals with the subject and with the collection of market data for issues of mortgage-backed securities.

Keywords: Capital Markets; Mortgage-Backed Securities; Securitization.

Sumário

1. **Introdução 8**
2. **Revisão da literatura 9**
3. **Certificado de Recebíveis Imobiliários 14**
   - **3.1 Definição 14**
   - **3.2 Ativos Passíveis de Securitização 14**
   - **3.3 Estrutura de uma Operação 15**
   - **3.4 Benefícios Advindos da Securitização 16**
   - **3.5 Exemplo de CRI Emitido 18**
4. **Estudo da Evolução 21**
   - **4.1 Surgimento da Securitização nos EUA 21**
   - **4.2 Expansão do mercado de crédito imobiliário nos EUA 22**
   - **4.3 Impacto das Medidas Regulatórias (EUA) 24**
   - **4.4 Crescimento no Brasil 30**
   - **4.5 Impacto das Medidas Regulatórias (Brasil) 31**

5. **Conclusão 34**

Referências 35

1. Introdução

"Securitization is an alchemy that really works." – Steven Schwarcz[1]

O mercado de securitização de créditos imobiliários no Brasil surgiu com a promulgação das primeiras leis sobre o tema na última década do século XX, mais precisamente em novembro de 1997 com a promulgação da Lei 9.514. Sendo assim, traçar um panorama sobre tal mercado, após 17 anos de seu inicio, é algo possível.

A construção de um panorama não teria sentido sem um contexto, e o contexto que esta monografia trabalhou foi o de relacionar a implementação de reformas regulatórias no mercado de capitais no Brasil com o crescimento nas emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Assim, podemos inferir que o CRI tende a surgir em países onde o mercado de capitais já possui elevado grau de capitalização, ou seja, países com um mercado de capitais maduro.

O CRI é um instrumento financeiro muito relevante no mercado de capitais dos Estados Unidos e apenas recentemente ganhou importância no Brasil. Para se ter uma ideia da relevância do tema e o potencial de consolidação do CRI como um importante título no Brasil, basta apenas observar o fenômeno da popularização deste título nos Estados Unidos. Segundo Neto(2007), em 1985, a soma das emissões de MBS (*mortgage-backed-securities*) e ABS (*asset-backed securities*) resultavam num total de US$112,4 bilhões, correspondendo a 14,7% das emissões de títulos daquele ano no mercado norte-americano[2]. Em 2005, ou seja após vinte anos, as mesmas somavam US$3,07 trilhões (quase 25% do PIB norte-americano em 2005) representando 54,8% de todos os títulos emitidos nos EUA. Em contraste, no Brasil, este número em 2013 foi de apenas 9,66%[3] do total de títulos emitidos, ilustrando a relevância do debate deste tema.

A primeira vista, é possivel inferir que a pouca relevância do CRI para o mercado brasileiro esteja relacionado ao fato que o Brasil conviveu muito tempo com uma inflação muito elevada. Tal fato tende a encurtar a memória inflacionária dos

[1] SCHWARCZ, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business & Finance. Vol. 1, pp. 133-154, 1994.

[2] Neto (2007), p. 17.

[3] Anbima (2015). - http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/Pages/default.aspx

agentes econômicos, fazendo-os míopes, ou seja, pensam apenas no super curto prazo. Como o CRI é um instrumento financeiro de médio e longo prazo existe pouca atratividade no país. Além disso, um outro fator, mais relevante, está relacionado com o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro sobretudo se comparado ao mercado norte-americano.

De qualquer forma, visando desenhar este panorama, deve-se primeiro entender brevemente a evolução do mercado de capitais brasileiro, desde sua incepção até o nascimento dos CRIs, com ênfase nos momentos cruciais macroeconômicos brasileiros e internacionais que marcaram pontos de inflexão em sua evolução. Após esta breve exposição cronológica realizada no capítulo 2 com base na análise, leitura e interpretação de diversos autores sobre o tema, será apresentada no capítulo 3 a definição de securitização, qual sua estrutura, quais seus benefícios e o ferramental prático de uma operação de securitização de créditos diversos.

O ferramental teórico e prático apresentado no Capítulo 3 dará suporte para que, no Capitulo 4, sejam feitas análises sobre as características das emissões de CRI no Brasil desde 1997, mostrando através de estudo da evolução deste mercado nos Estados Unidos como este instrumento se tornou e pode se tornar ainda mais importante no fomento do mercado de capitais brasileiro, e subsequentemente à economia brasileira.

2. Revisão da Literatura

Parte importante do raciocínio na análise de emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários se dá com a compreensão da conjuntura econômica. Porém, antes de adentrar questões relacionadas ao mercado de capitais brasileiro, é preciso entender o que é o mercado de capitais.

Fabozzi e Modigiliani (2009) indicam que o mercado financeiro possui três grandes funções econômicas. A mais óbvia seria que o mercado financeiro fornece um mecanismo para investidores venderem um ativo financeiro. Ao conectar a oferta e demanda por ativos, o mercado financeiro permite que um investidor possa ter liquidez em seus investimentos, característica atrativa quando as circunstâncias motivam ou forçam um investidor a vender. Essa interação entre oferta e demanda por ativos financeiros determina o preço de tal ativo, ou equivalentemente o retorno

requerido por tal ativo, sendo esta a segunda função econômica do mercado financeiro. Por último, o mercado financeiro reduz os custos de transação, como por exemplo, o dinheiro que seria gasto em anúncios para procurar um comprador ou vendedor para determinado ativo, assim como o tempo desperdiçado nesta empreitada.

O mercado de capitais, como descrito por Fabozzi e Modigliani, é fruto de uma das diversas maneiras de categorizar o mercado financeiro. Ao analisar o prazo de maturidade dos ativos, os autores separam o mercado financeiro entre *''money market'',* de ativos financeiros de curto-prazo e *''capital market''*, de ativos financeiros de longo-prazo. Costumeiramente a linha que diferencia curto-prazo de longo-prazo é traçada na maturidade de um ano. Portanto, na visão deles, o mercado de capitais é composto por instrumentos de dívida com maturidade maior de que um ano, também conhecido como *''debt market''*, e o *''equity market''*, que é o mercado de ações, considerado parte do mercado de capitais devido à natureza de uma ação, que não possui um prazo definido de maturidade.

Quando se vem ao conceito de mercado de capitais, Caminha (2007) possui uma visão diferente de Fabozzi e Modigliani (2009), em que a linha que separa o mercado de capitais não é o prazo das operações, e sim a utilização ou não da intermediação bancária tradicional para a obtenção de recursos. Caminha (2007) define intermediários financeiros como as instituições que se posicionam entre os fornecedores e os consumidores de capitais, por exemplo, quando alguém deposita dinheiro em um banco, pode estar emprestando recursos à outra pessoa sem saber, visto que bancos costumeiramente direcionam recursos depositados em operações de crédito e financiamento. Desta maneira, o mercado de capitais seria essencialmente caracterizado pela desintermediação, onde a instituição financeira é mera interveniente, não assumindo em via de regra o risco de crédito. Uma definição mais técnica, de Roberto Quiroga Mosqueira, inserida na obra de Caminha:

> *A entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitando dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento se dá diretamente. A instituição financeira insere-se na operação como instrumento para viabilizar a realização das operações realizadas no âmbito de mercado de capitais.* (Caminha,2007,p.26)

Bacha e Filho(2007) oferecem importantes contribuições ao tema do mercado de capitais brasileiro, e ajudam a compreender porque entender a conjuntura econômica histórica é relevante ao cenário atual de emissões de CRIs. A obra é uma compilação de textos escritos por diversos pesquisadores, e uma das principais questões que todos buscam responder é: Por que o mercado de capitais brasileiro é tão subdesenvolvido como fonte de financiamento de longo prazo?

Dionísio Dias Carneiro (Pág. 161) intenciona responder essa pergunta através de uma interpretação da experiência histórica brasileira de alta inflação. Iniciando a discussão sobre o contexto histórico nos anos 1960, Carneiro argumenta que havia uma visão de que a inflação era inevitável e até benéfica, de maneira com que o Estado se adaptou e criou mecanismos para conviver com inflação, ao contrário de tentar combatê-la. A indexação da poupança voltada para a aquisição da casa própria, e consequente indexação dos empréstimos de longo prazo, somado ao pessimismo quanto ao mercado privado de longo prazo, consolidou o uso de correção monetária para tomadores e financiadores de empréstimos do setor habitacional. No fim dos anos 60 e início dos anos 70, mesmo com taxas de inflação superiores a 20% ao ano, o país possuia altas taxas de crescimento, superando 10% ao ano, fenômeno que ficou conhecido como o milagre econômico brasileiro. Devido a este crescimento, a solução baseada em correção monetária supracitada resultou em uma ideologia de que bastava neutralizar a inflação para livrar a economia de seus piores efeitos. Desta maneira, políticas antiinflacionárias que costumam ser custosas em termos de produto no curto prazo, eram deixadas de lado. Concomitantemente, o Estado se tornou o grande intermediário financeiro para recursos de longo prazo visando desenvolvimento, com o crédito sendo subsidiado a setores escolhidos via BNDES, e assim limitando financiamentos privados. Diante deste cenário, enraizou-se grande parte do sistema tributário e regulatório do mercado de capitais, de maneira com que a transição gradual a uma economia mais estável em termos inflacionários como hoje, não foi acompanhada por mudanças radicais nas instituições que realizam intermediações financeiras, vide atuação ativa do BNDES em diversos setores da economia.

Claudio Haddad seleciona uma série de motivos para explicar o subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: ‘’Fechamento econômico, centralização da poupança no Estado, controle de câmbio e capitais, e pesada regulamentação.’’ Somados a esses motivos, também há presente um ambiente

jurídico que favorece muito o devedor, de maneira com que investidores ficam receosos de investir em ativos de longo prazo, diminuindo a oferta destes recursos e encarecendo o spread necessário para atrai-los. Haddad conclui o texto expondo que para haver desenvolvimento do mercado de capitais, é necessária menos intervenção dos bancos oficiais, visto que esses empréstimos beneficiam poucos no detrimento de muitos.

Com o contexto histórico apresentado pelos autores acima em mente, em que uma das principais características da economia brasileira ao longo das décadas é a intermediação financeira do Estado, é interessante contemplar a descrição do termo securitização segundo Caminha (2007), que categoriza a palavra podendo ter tanto um sentido amplo quanto um sentido restrito. O sentido amplo é descrito como um sinônimo de desintermediação financeira, em outras palavras, a securitização é entendida como a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento através do mercado de capitais. Nesse sentido, é possível enxergar o paradoxo existente entre o histórico brasileiro de intermediação financeira estatal e um dos sinônimos da palavra securitização, que é a desintermediação financeira.

Já a securitização em sentido estrito, é descrita como a operação que tem por escopo a segregação de ativos em veículo próprio, com o fim de servirem de lastro à emissão de títulos por esse mesmo veículo. Para seguir adiante na definição do sentido estrito, é pertinente conhecer a origem da palavra securitização. De acordo com Fidelis Oditah[4], o termo *securitization* carece de sentido técnico, sendo simplesmente jargão de *wall street* incorporado ao vocabulário norte-americano. *Securitization* é oriundo de um neologismo da palavra *security*, cuja tradução mais aproximada para nosso idioma seria valor mobiliário[5], e não securitização. No Brasil, o termo norte-americano é utilizado irrestritamente para designar os diversos contratos que compõem uma securitização, como por exemplo o CRI, apesar de sua impropriedade.

Do ponto de vista financeiro, Caminha(2007) define que a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos, presentes ou futuros, que de outra maneira não teriam possibilidade de se autofinanciar ou gerar

[4] ODITAH, Fidelis. Selected issues in securitization. In: The future for the global securities market: legal and regulatory aspects. Oxford: Clarendon Press, 1996. P.84.

[5] Valor Mobiliário: De acordo com Caminha (2007), o valor mobiliário tem a função de permitir que ativos possam ser disponibilizados e ofertados ao mercado e a investidores de forma massiva e segura.

renda presente. Desta maneira, com a securitização, o agente econômico que origina créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis futura, pela emissão de títulos lastreados nessa carteira, e a partir daí adiantar receitas a ela referentes e financiar outros projetos, enfim, as possibilidades aumentam ao securitizar recebíveis. Assim, é possível resumir a função econômica da securitização em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento.

Seguindo adiante, é importante abordar a origem do processo de securitização. Para tanto, pode-se pesquisar os trabalhos de Fabozzi & Kothari (2007), estes autores expõem que este tipo de operação surgiu no inicio da década de 1980, quando as empresas começaram a captar recursos diretamente no mercado de capitais, sem a necessidade de tomar empréstimos com bancos. Tal processo também ficou conhecido como desintermediação financeira, pois as empresas se financiam diretamente com os ofertantes de poupança, sem a necessidade de um banco como intermediário do *funding.*

Neto (2007) considera que a história moderna de securitização de ativos surgiu um pouco antes, na década de 70, nos Estados Unidos. A primeira operação estruturada de securitização foi realizada por uma agência federal criada pelo governo chamada *"Government National Mortgage Association"*, apelidada de *"Ginnie Mae"*. Eventualmente, também foram criadas outras duas agências federais, o *"Freddie Mac" (Federal Home Loan Mortgage Corporation)* e a *"Fannie Mae" (Federal National Mortgage Administration).* Essas agências foram autorizadas a emitir *mortgage-backed securities* (MBS), que são títulos de renda fixa lastreados em um *pool* de hipotecas residenciais. Posteriormente, sendo a primeira emissão em 1985, foram criadas as *asset-back securities* (ABS), que são títulos de renda fixa lastreados em um *pool* de recebíveis não vinculados a hipotecas. No Brasil, as primeiras securitizações de recebíveis foram realizadas nos anos 90, porém somente a partir de 29 de novembro de 2001, quando o Banco Central publicou a Resolução Bacen nº2907 autorizando a constituição de fundos e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), que esta ferramenta de captação começou a ganhar relevância no mercado de capitais brasileiro.

3. Certificado de Recebíveis Imobiliários

3.1 Definição

O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), é um título de renda fixa baseado em créditos imobiliários (pagamentos de contraprestações de aquisição de bens imóveis ou de aluguéis), emitido por sociedades securitizadoras (Fonte: BM&F Bovespa). O conceito por trás do CRI é o mesmo usado por Caminha(2007) para definir securitização referenciado na Revisão de Literatura. Apesar de haver diferentes maneiras de se estruturar e distribuir um CRI, a categorização mais comum no Brasil seria a divisão entre CRIs pulverizados e corporativos (nos EUA, tal divisão poderia ser comparável à MBS e ABS, respectivamente).

O CRI pulverizado tem como característica uma carteira com um número grande de diferentes devedores nos contratos financiados, de maneira com que o risco não fique concentrado em apenas um devedor, tornando-o atraente para os investidores do papel. O CRI pulverizado normalmente é subdividido entre performado e não performado, sendo que o performado caracteriza-se por ter como base direitos de crédito garantidos por imóveis que possuam certidão de Habite-se[6]. Já o CRI não performado é lastreado em direitos de crédito garantidos por imóveis não concluídos.

Entre os CRIs corporativos, existem diversos tipos de estrutura, porém essencialmente o que o difere de um CRI pulverizado é o fato de o risco normalmente estar concentrado por fiança ou aval em uma única empresa (caso não esteja em uma sociedade de propósitos especificos criada pela empresa em questão), de maneira com que o investidor requere um rating corporativo alto para investir no papel, fazendo com que atualmente apenas empresas com considerável robustez emitam CRIs.

3.2 Ativos Passíveis de Securitização

A partir do conceito de securitização, iremos definir quais ativos podem ser passíveis de securitização. Tais ativos podem ser diferentes tipos de direitos,contrato, ativos ou títulos. Em geral, estes tem a incumbência de gerar algum tipo de obrigação de transferência de recursos, fluxo de caixa ou pagamento.

[6] A certidão do habite-se é um documento que atesta que o imóvel foi construído seguindo-se as exigências (legislação local) estabelecidas pela prefeitura para a aprovação de projetos.

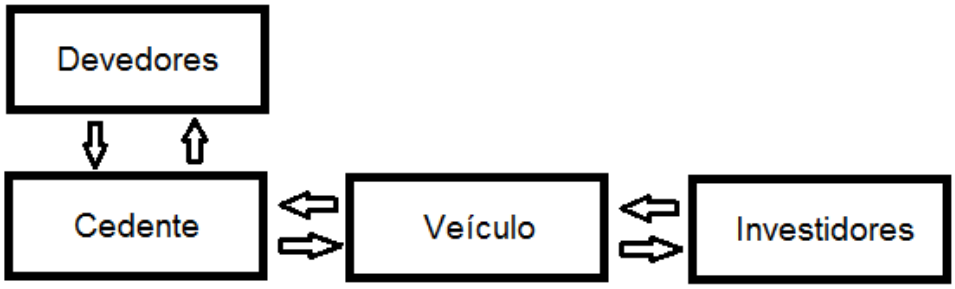
Pinheiro (2008) consolida uma lista com os possíveis ativos que podem ser passíveis de securitização:

- Hipotecas comerciais e residenciais;
- Financiamento de veículos;
- Recebíveis de cartão de crédito;
- Crédito educacional;
- Títulos mercantis;
- Fluxo de caixa proveniente de serviços públicos;
- Leasing de equipamentos;
- Créditos não performados;
- Contratos de seguros;
- Crédito pessoal;
- Empréstimos e financiamentos em geral;
- Títulos de dívida;
- Dívida soberana;
- Inventários físicos;

3.3 Estrutura de uma Operação

Desta maneira, conforme posto por Caminha (2007), a prática das técnicas de securitização nestes tipos de ativos mencionados acima, do ponto de vista financeiro, poderia criar renda presente ao mobilizar os ativos. Neste procedimento de geração de valor, são fundamentais, no mínimo, três agentes para que a operação possa ocorrer, estes são: o cedente, o veículo e o investidor (CANÇADO; GARCIA, 2007, p.5). A seguir tem-se uma esquematização das relações entre agentes econômicos.

Figura 1: Estrutura dos participantes de uma operação de securitização



1. O cedente, também denominado originador, pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, e antecipar tais recursos, mesmo que futuros. Este processo viabiliza o autofinanciamento de projetos e operações, que antereiormente, apenas poderiam ser comercializados como dívida ou financiados via empréstimos bancários;

2. O veículo será o emissor dos valores mobiliários no mercado de capitais, ele existe para que os créditos que serão utilizados como lastros da operação de securitização sejam desprendidos do patrimônio do cedente. Os recursos e pagamentos provenientes de tais créditos serão empregados no pagamento dos investidores dos valores mobiliários e os investidores ficam protegidos do risco de falência do cedente;

3. O investidor irá adquirir/subscrever os valores mobiliários emitidos pelo veículo, em permuta por um valor de subscrição pago no presente, o mesmo terá direito a um fluxo de pagamentos de juros e amortizações, que será pago com os recursos provenientes dos contratos originados pelo cedente (CANÇADO; GARCIA, 2007).

3.4 Benefícios Advindos da Securitização

Fabozzi e Kothari (2008) nos mostram a seguinte lista de razões para que agentes e empresas queiram se financiar e realizar operações de securitização:

1. Redução dos custos de funding;
2. Diversificação das fontes de funding;
3. Administração do risco corporativo;
4. A possibilidade de reduzir e satisfazer exigências de capital regulatório;
5. A possibilidade de obter financiamentos off balance sheet;
6. A geração de receitas oriundas da administração dos créditos.

Ao aprofundar os conceitos da lista, entendemos qual o verdadeiro diferencial de uma operação deste tipo. O ponto inicial de discussão é a possibilidade que as empresas têm de reduzir dos custos de funding. O administrador da empresa no processo de tomada de decisão do financiamento, primeiramente avalia as diferentes formas possíveis de captar recursos. Em contraposição com a operação de securitização, existe a possibilidade de emitir um título de dívida corporativo, ou

tomar um financiamento junto a um banco, por exemplo. Caso a decisão seja circunscrita ao mercado de capitais, as opções seriam entre emitir valores mobiliários baseados no risco corporativo da empresa, ou a operação de securitização.

Fabozzi & Kothari (2008) denotam que, a chave para a firma captar recursos via securitização com uma taxa de remuneração mais barata do que outra forma de captação, estaria na possibilidade de se emitir valores mobiliários com uma classificação de risco menor do que a classificação de risco corporativo da própria empresa. Esta diferença é possível pois, na securitização, existe a separação dos ativos em uma Sociedade de Propósitos Específicos (SPE). Como tais entidades possuem um balanço apartado do balanço da empresa em questão, cria-se uma proteção legal para os créditos, os quais, se a estruturação da operação for completa, não podem ser cobrados por outros credores da empresa na hipótese de falência da mesma. Assim, os investidores do valor mobiliário securitizado estariam blindados de tentativas de se desviar tais recebíveis.

Os autores também afirmam que a securitização permite às firmas diversificarem suas fontes de captação, pois esta operação permite que as empresas captem recursos com base na venda de ativos e créditos. Desta maneira, o gestor da empresa teria mais uma classe de valor mobiliário que poderia ser emitido, além das emissões de *bonds* corporativos e de ações. Fabozzi e Kothari (2008) afirmam que a diversificação será apenas efetiva e útil quando o agente originador ou emissor for participante frequente do mercado de capitais, pois, caso o mesmo tenha várias emissões diferentes, a firma terá maior capacidade de entender o interesse dos investidores pelos seus diferentes títulos. O que permite que o gestor escolha a opção de captação com menor custo efetivo.

Sobre os benefícios para a gestão do risco empresarial, a securitização ajuda as firmas a administrar melhor suas exposições ao risco, como por exemplo, a riscos de descasamento entre passivo e ativo. Um exemplo seria o caso de uma instituição que apresenta crédito e ativos a receber de longo prazo, porém seus passivos são de curto prazo. Dado que a securitização permite a monetização de ativos ilíquidos, a firma conseguiria gerenciar o seu ativo e reduzir sua exposição contra obrigações de curto prazo (FABOZZI; KOTHARI, 2008, p.17).

Assim, a securitização permitiu que firmas tivessem outros benefícios e incentivos com operações de captação, os gestores passaram a ter opções de

funding mais baratos e melhora de índices financeiros na hipótese das obrigações não estarem marcadas no passivo da empresa.

Para finalizar, Fabozzi & Kothari (2008) indicam que as operações podem gerar receitas recorrentes oriundas da prestação de serviços. Nos exemplos dos autores, muitas vezes, a gestão dos créditos e dos ativos securitizados fica nas mãos da própria firma que os originou. Assim, visto que esta vendeu a carteira à SPE, receitas de gestão e administração dos créditos podem ser remunerados pelos próprios recursos securitizados.

3.5 Exemplo de CRI Emitido

A fim de ilustrar de ilustrar um exemplo prático, esta monografia utilizará o CRI da 108ª série da 1ª emissão, com risco corporativo IGUATEMI Empresa de Shopping Centers AS, emitido pela RB Capital Securitizadora.

A estrutura do CRI é composta por três empresas do mesmo grupo, sendo elas a Iguatemi, na qualidade de interveniente, a Nova Galleria, compradora, e a Galleria, vendedora. A compradora firma um compromisso de compra do Shopping Galeria no valor de R$210mm com a vendedora, que cede este recebível à RB Capital. Teoricamente, para realizar o pagamento à Galleria, a nova Galleria utilizaria os recebíveis dos contratos de locação firmados com as Lojas do Shopping e Estacionamento, sendo estes recebíveis o valor mensal de locação. Como essa seria uma venda a prazo, a Galleria cede estes recebíveis à RB Capital, que os transforma em 210 mil CRIs e os leva à investidores interessados em compra-los. Desta maneira, a Galleria recebe o montante de R$210mm à vista dos investidores, que passam a receber remuneração mensal mais juros atrelados aos contratos de locação firmados entre a Nova Galleria e os locatários. Desta maneira, a securitizadora recebe um *fee* de estruturação, a vendedora recebe o dinheiro a vista, a compradora através dos locatários faz a compra à prazo, e os investidores ganham remuneração sobre o capital investido sob risco Iguatemi (AA+).

Vale ressaltar que mesmo em caso de não pagamento por parte de locatários, os investidores não são afetados, pois a Iguatemi disponibilizou uma fiança para assegurar fiel e pontual pagamento das obrigações garantidas.

Abaixo, seguem dados da emissão retirados do Prospecto:

Montante: R$210.000.000,00 (Duzentos e dez milhões de reais)

Número de CRIs: 210.000 (Duzentos e dez mil)

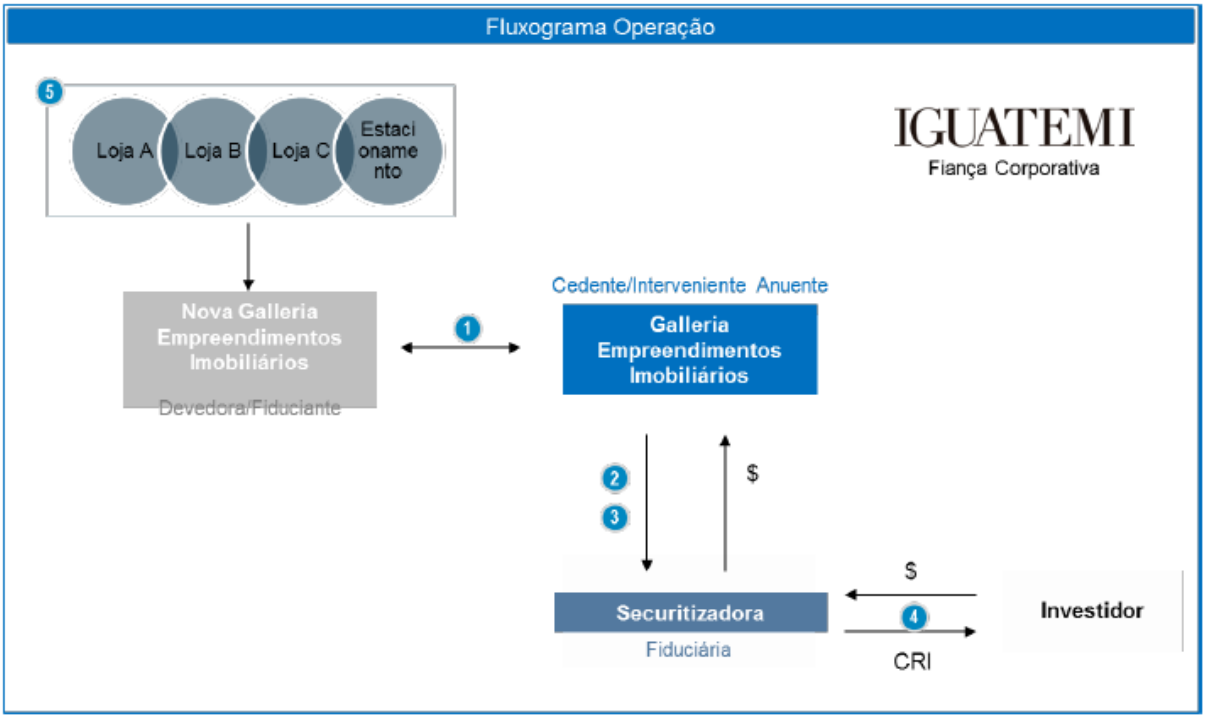
Valor Nominal Unitário: R$1.000 (Mil reais)

Prazo: 10 anos

Classificação de Risco: AA+ (exp) sf (bra), atribuído pela FITCH Ratings Brasil Ltda

Instrução: CVM nº400/03 e 414/04 (Oferta pública)

Figura 2: Fluxograma da estrutura da securitização dos Créditos Imobiliários:



Onde[7]:

1. Por meio da celebração do "Instrumento Particular de Compromisso Irrevogável e Irretratável de Venda e Compra de Bens Imóveis", firmado entre a Galleria, na qualidade de vendedora, a Nova Galleria Empreendimentos Imobiliários Ltda., na qualidade de compradora e a Iguatemi, na qualidade de interveniente anuente, a Galleria se comprometeu a vender os Imóveis que compõe o empreendimento imobiliário consistente em centro de varejo na modalidade Shopping Center, denominado por "Shopping Galleria", à Compradora, pelo preço de

[7] Fonte: Copiado do prospecto preliminar, para entendimento do jargão utilizado nos prospectos

aquisição no valor de R$ 210.000.000,00 (duzentos e dez milhões de reais), dividido em 120 (cento e vinte) parcelas, e devidamente atualizado e remunerado, conforme previsto no referido instrumento ("Preço de Aquisição" e "Compromisso de Venda e Compra", respectivamente). As primeiras 48 (quarenta e oito) parcelas serão referentes somente ao pagamento de juros e correção monetária.

2. A Galleria, visando se capitalizar, cedeu em favor da Securitizadora, por meio do "Instrumento Particular de Contrato de Cessão de Créditos Imobiliários e Outras Avenças" ("Contrato de Cessão"), celebrado entre a Galleria, na qualidade de cedente, a Securitizadora, na qualidade de cessionária, a Iguatemi, na qualidade de fiadora e a Devedora, na qualidade de interveniente anuente, a totalidade dos créditos imobiliários relativos ao Preço de Aquisição, incluindo a totalidade dos respectivos acessórios

3. Tais Créditos Imobiliários estão representados por Cédula de Crédito Imobiliário ("CCI"), emitida pela Galleria, nos termos do "Instrumento Particular de Escritura de Emissão de Cédula de Crédito Imobiliário Integral sem Garantia Real Imobiliária Sob a Forma Escritural"

4. A Securitizadora, por sua vez, pretende vincular os referidos Créditos Imobiliários aos Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI"), por meio do Termo de Securitização de Créditos Imobiliários

5. Nos termos do Compromisso de Venda e Compra, na qualidade de promitente compradora imitida na posse do Shopping Galleria, a Devedora fará jus ao recebimento de recebíveis (i) relativos aos aluguéis (fixos e variáveis), decorrentes dos Contratos de Locação, incluindo respectivos anexos, os valores relativos aos direitos sobre pontos comerciais, locações de áreas comuns, locações de quiosques, locações temporárias e locações de áreas de mídia ("Recebíveis Locatícios"), e (ii) relativos a pagamentos pela utilização do estacionamento do Shopping Galleria ("Recebíveis Estacionamento" e, em conjunto com os Recebíveis Locatícios, os "Recebíveis"), sendo certo que não serão considerados Recebíveis Locatícios os valores referentes ao pagamento de taxas condominiais, fundos de promoção e co-participações dos Locatários ("Recebíveis Não Cedidos"). Os Recebíveis serão dados em cessão fiduciária do pagamento das Obrigações Garantidas. A Devedora poderá movimentar a qualquer momento e da maneira que entender os Recebíveis enquanto não houver a inadimplência das Obrigações

Garantidas. Em nenhuma hipótese o pagamento dos Créditos Imobiliários estará condicionado ao recebimento dos Recebíveis.

6. A Devedora, a Cedente e Iguatemi pertencem ao mesmo grupo econômico.

4. Estudo da Evolução

4.1 Surgimento da securitização nos EUA

Um dos programas do *New Deal*, num esforço para tirar a economia americana da Grande Depressão, foi a implementação de um sistema de instituições voltadas para o financiamento habitacional, com a premissa de assegurar que todo americano tivesse a possibilidade de adquirir uma casa própria. (CARNEIRO; GOLDFAJN,2000). A *Federal Housing Administration* (FHA) e a *Federal National Mortgage Association* (FNMA, também conhecida informalmente como Fannie Mae), criadas por intermédio do *National Housing Act*, possibilitaram o surgimento do mercado de hipotecas liquido e de escopo nacional.

Faria (2011) descreve que as primeiras operações de securitização ocorreram na década de 1970, sendo estas lastreadas em créditos garantidos por hipotecas e incentivadas pelo governo. De forma a fomentar o crescimento do mercado secundário de hipotecas, foram criadas as *government sponsored agencies* (GSA). Estas entidades foram introduzidas com a missão de criar liquidez para comercialização de créditos hipotecários e incluem a anteriormente mencionada *Fannie Mae*, assim como a *Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)* e o *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation).* A criação dessas agências governamentais e a regulação implementada na época conduziu maior interação entre os principais agentes econômicos envolvidos, sendo estes os adquirentes, que precisam de recursos para adquirir imóveis; investidores, que possuem poupança e recursos para investimento em produtos do mercado imobiliário primário ou secundário; e construtores empreendedores, que desenvolvem e incorporam o ativo imobiliário. Todos os grupos de agentes foram beneficiados pela criação das GSA, visto que esses mecanismos geraram mudanças no mercado como uma maior proteção aos riscos de inadimplência; padronização de contratos e modelos para originação de crédito; construções subsidiadas para classes de menor renda e principalmente, a almejada liquidez no mercado secundário de hipotecas. (VEDROSSI, 2002)

4.2 Expansão do mercado de crédito imobiliário nos EUA

Para entender a evolução do mercado de crédito imobiliário nos EUA, e posteriormente comparar ao mercado brasileiro, é necessário entender o funcionamento dos principais títulos norte-americanos, que são os *mortgage-backed securities* (MBS), *asset-based securities* (ABS) e *collateralized debt obligations* (CDO). Fabozzi e Modigliani (2009) defendem que a maneira mais facil de compreender como funcionam esses títulos, é entender como eles são criados, e o MBS é um título fácil de ser exemplificado. É razoavel assumir que um cidadão comum quando deseja comprar uma casa nova, necessita de financiamento bancário. O determinado banco deposita o dinheiro na conta-corrente, e o cidadão concorda em pagar o empréstimo de acordo com um determinado contrato. Com o contrato em mãos, o banco pode manter o financiamento em sua carteira de empréstimos ou vender este contrato a algum agente econômico, por exemplo uma securitizadora, e utiliza o dinheiro obtido para realizar novos empréstimos. A securitizadora em questão provavelmente terá interesse em comprar outros contratos de financiamento, e irá agrupa-los em uma carteira com características similares, como por exemplo mesmo prazo e taxa de juros. A securitizadora então transforma essa carteira de financiamentos imobiliários em um *mortgage-based security (MBS)* e a vende para investidores no mercado. Com o dinheiro da venda, a securitizadora então compra mais contratos de financiamento imobilário e cria mais MBSs. Portanto, quando o cidadão paga uma parcela de amortização do financiamento mais juros, o banco retém um *spread* e repassa o resto do valor à securitizadora, que retém um fee e repassa o restante ao investidor. Para o investidor, o MBS é similar à uma debênture, porém usualmente o MBS paga mais juros por ser mais arriscado, sendo os principais desses riscos a possibilidade do tomador do financiamento dar calote (por ser pessoa física, normalmente a garantia do empréstimo é apenas a alienação fiduciária do imóvel financiado, sendo que o valor do imóvel pode flutuar bem abaixo do preço original do contrato) ou pré-pagar o empréstimo e refinanciar à uma taxa mais barata.

O asset-based security (ABS) funciona de maneira similar ao MBS, com a principal diferença sendo o lastro utilizado para a criação do título. Enquanto o MBS utiliza normalmente um contrato de financiamento imobiliário para compra de casas

ou apartamentos, o ABS pode ter diversos lastros, basta ter um fluxo de recebíveis programado, como por exemplo recebíveis de cartão de créditos, leasing de carros, leasing de aeronaves ou equipamentos, financiamento de bolsas escolares, entre outros diversos tipos de recebíveis que não são hipotecas.

O *collateralized debt obligation* (CDO) é o mais problemático dos três titulos mencionados acima, por ser mais dificil de mensurar o risco e também de regular o pagamento aos investidores. O CDO normalmente é criado a partir de uma carteira de ABSs e MBSs, podendo conter apenas um dos dois ou ambos, e colocado sob o balanço de uma Sociedade de Propósitos Específicos (SPE), que é uma entidade criada especificamente para o CDO em questão. Uma característica do CDO é a divisão dele em tranches. Exemplificando, um CDO de $10 milhões é dividido em duas tranches de $5 milhões, cada uma dessas tranches recebe um rating de uma agência de risco baseado na probabilidade de calote, e o investidor que desejar comprar terá de decidir entre uma conta sênior e junior, por exemplo. A cota sênior tem menor probabilidade de calote e portanto rende um juro menor, mas o investidor que comprou esta cota terá preferência sobre o investidor que comprou a cota junior ao receber o retorno sobre o dinheiro investido. Desta maneira, caso haja um calote de $5 milhões na carteira de recebíveis do CDO, apenas os investidores que compraram a cota sênior irão receber. Pelo fato da carteira de um CDO poder conter mais de 100 ABS ou MBS, algumas agências de rating norte-americanas consideravam até 2007 que o risco de calote seria diluído,visto que teoricamente é muito dificil todos os devedores darem calote ao mesmo tempo, e portanto virou prática dar um rating AAA para um CDO que possuía uma carteira de ABS e MBS com ratings BBB, por exemplo. Uma das principais causas da crise do *sub-prime* foram os excessos cometidos na emissão de CDOs, chegando a casos onde haviam CDOs de carteiras compostas por outros CDOs, de maneira com que quando se iniciaram os calotes do subprime, houve um efeito de contágio que atingiu também o near prime e prime, afetando assim o mercado imobiliário norte-americano por inteiro. Porém, não é o escopo desta monografia debater as causas da crise de 2008.

No quadro abaixo, podemos observar a evolução das emissões realizadas nos Estados Unidos desde 1985.

Quadro 1[8]: Emissão total de títulos no mercado norte-americano

Ano	Mun. (1)	Tes. Fed.(2)	MBS	Div. Corp(4)	Ag. Fed.(5)	ABS	Total
1985	206,9	303,0	111,1	109,1	32,5	1,3	763,9
1986	150,7	331,4	264,4	295,0	22,4	11,3	1.075,2
1987	105,1	333,0	234,0	188,9	20,2	12,3	893,5
1988	117,4	295,0	174,1	213,3	21,6	19,4	840,8
1989	125,0	340,9	277,7	211,1	44,2	30,5	1.029,4
1990	128,0	398,9	377,6	164,2	55,2	50,3	1.174,2
1991	172,8	465,7	510,4	224,2	80,8	59,8	1.513,7
1992	234,8	505,7	850,6	292,6	109,7	62,5	2.055,9
1993	292,6	507,2	994,8	402,8	146,5	73,6	2.417,5
1994	165,1	476,5	571,5	306,0	157,7	87,8	1.764,6
1995	160,1	510,5	348,2	330,8	228,1	142,6	1.720,3
1996	185,2	612,4	542,8	343,7	277,9	120,4	2.082,5
1997	220,7	540,0	692,3	466,0	323,1	122,6	2.364,7
1998	286,8	438,4	1.249,6	610,7	596,4	146,7	3.328,6
1999	224,4	364,6	1.117,3	629,2	548,0	144,3	3.027,8
2000	198,3	312,4	771,8	587,5	446,6	190,2	2.506,8
2001	286,2	380,7	1.812,6	776,1	941,0	205,4	4.402,1
2002	355,8	571,6	2.493,2	636,7	1.041,5	215,6	5.314,4
2003	380,2	745,2	3.402,0	775,8	1.219,5	231,2	6.753,9
2004	358,1	853,3	2.341,7	780,7	877,8	222,7	5.434,3
2005	407,2	746,2	2.691,5	752,8	635,0	289,1	5.521,8
2006	386,0	788,5	2.593,3	1.058,9	691,8	268,2	5.786,7
2007	429,2	752,3	2.419,1	1.127,5	831,2	289,0	5.848,3
2008	389,3	1.037,3	1.436,4	707,2	984,9	268,6	4.823,7
2009	409,6	2.074,9	2.103,3	901,8	1.086,7	151,8	6.728,1
2010	433,1	2.304,0	1.978,1	1.062,7	1.203,7	106,6	7.088,2
2011	295,2	2.103,1	1.700,2	1.012,1	838,4	124,1	6.035,5
2012	382,4	2.304,5	2.157,2	1.364,9	720,7	201,1	7.130,9
2013	334,9	2.140,0	2.087,8	1.413,8	419,5	188,9	6.585,0
2014	337,5	2.215,4	1.347,7	1.440,9	377,4	225,4	5.944,3
2015 (6)	349,2	1.660,1	1.430,0	1.326,3	409,4	177,6	5.352,6

É interessante observar o *boom* do número de MBS emitidas a partir de 1990. A próxima seção buscará correlacionar este crescimento com reformas regulatórias realizadas pelo governo norte americano.

4.3 Impacto das Medidas Regulatórias (EUA)

O Congresso norte-americano emitiu o Securities Exchange Act em 1934 para regular o mercado secundário de compra e venda de ações, e desde então apenas

[8] Fonte: http://www.sifma.org/research/statistics.aspx

três medidas regulatórias relevantes ao tema securitização foram aprovadas pela U.S. Securities and Exchange Comission (SEC).

Em 1988, a corte suprema dos Estados Unidos julgou um processo feito por um acionista minoritário da empresa listada Basic Inc., que acusou o presidente da empresa de fraudar o mercado ao fazer uma declaração falsa na imprensa logo antes de vender a Basic à outra empresa, afetando o preço das ações e prejudicando os acionistas. O parecer favorável ao acionista abriu precedentes para que diversos processos fossem abertos nas mesmas bases contra outras empresas, mesmo esses processos não tendo provas concretas de fraude. A baixa barreira para abertura de processos desse tipo encorajou acusações fracas e até mal-intencionadas. Defender-se dessas acusações poderia ser extremamente caro às empresas acusadas, mesmo quando não havia provas, fazendo com que as empresas buscassem um acordo ao invés de tentar ganhar. Desta maneira, a SEC aprovou em 1995 a Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)[9], que exigia uma série de provas concretas para abertura de um processo desse tipo. Diversos estudos tentaram provar a eficácia da lei. Perino (2002)[10] analisou dados de 1449 processos entre 1996 a 2001, e não chegou a uma conclusão simples, visto que por um lado os processos que foram iniciados tinham teoricamente mais robustez, e por outro a medida regulatória pode ter beneficiado empresas que realmente fraudavam ao dificultar a abertura de processo contra elas. Como não é possível provar a eficácia desta medida através de análise bibliográfica de outros estudos empíricos, desconsideraremos a relevância da PLSRA para nosso estudo.

Até o início dos anos 1990, investidores individuais obtinham informações sobre seus investimentos através de telefonemas com seus corretores. Com a disseminação da internet, esses investidores passaram a ter a possibilidade de comprar e vender ações online, assim como obter mais informações sobre seus investimentos sem ter de falar com um corretor. Em 1999, já era conhecido por muitos que as grandes corretoras e bancos de investimento realizavam conferências por telefone toda manhã para falar de possíveis movimentações no mercado. Em 2000 a SEC ratificou a Regulation Fair Disclosure[11] (Reg FD) que passou a obrigar que todas as informações fossem divulgadas pelas empresas à todos os

[9] Fonte: PSLRA law - http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-104publ67/html/PLAW-104publ67.htm
[10] Fonte: PSLRA Paper - http://www.illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2003/4/Perino.pdf
[11] Regulation Fair Disclosure Revisited - http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm

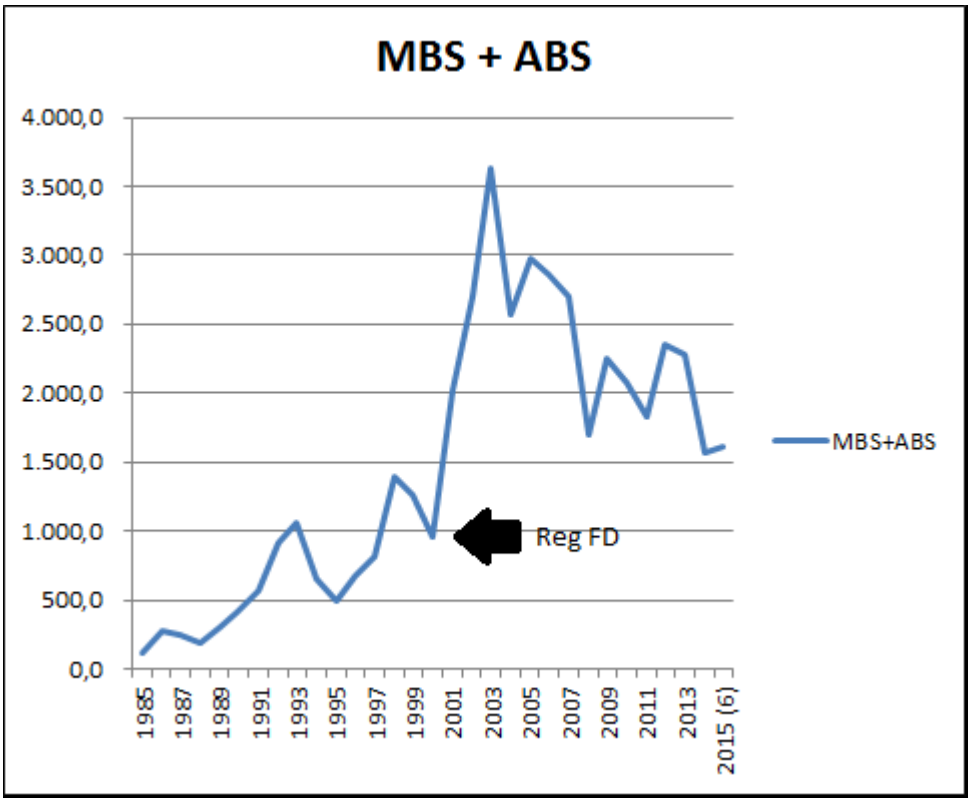
investidores, não apenas repassadas à corretoras e bancos de investimento. Esta medida mudou a maneira como as empresas se comunicavam com investidores, requerendo mais transparência através de divulgação de resultados mais frequente e mastigada à investidores sem tanto conhecimento técnico. Em dezembro de 2011, a própria SEC divulgou uma crítica sobre a regulamentação que aprovou no ano anterior. O estudo divulgado conclui que a medida atingiu seu objetivo de acesso igualitário à informação. A pesquisa apresentada pela SEC mostra que apesar de alguns agentes econômicos reclamarem que as empresas diminuiram a qualidade e volume de informação divulgada, a grande maioria foi favorável à medida regulatória e acredita que ela impactou positivamente a vida dos investidores, esta maioria também afirma que os que foram contrários à reforma eram os beneficiados pela falta de informação disponível.

A maior regulamentação aprovada desde a grande depressão foi a Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act[12] (Dodd-Frank), que veio para corrigir diversas imperfeições do mercado financeiro constatadas na crise e foi proposta e assinada pelo presidente dos EUA, Barack Obama. O próprio texto da lei de julho de 2010 diz que o objetivo dela é a estabilidade financeira dos EUA através de aumento na transparência contábil; proteção ao cidadão que paga imposto ao acabar com os famosos *bailouts*; proteção ao investidor de práticas abusivas do mercado financeiro, e o fim do sistema ‘’too big to fail’’. A reforma foi composta por 243 novas leis criadas a partir de 67 diferentes estudos e devido ao escopo da regulamentação, há controvérsias sobre os resultados obtidos, visto que ainda não houve outra crise para testar a robustez das medidas implementadas.

Tendo que das três medidas regulamentatórias implementadas nos últimos vinte anos, apenas a Reg FD pode ser considerada acertada com certo respaldo, vamos utiliza-la para tentar observar algum impacto regulatório sobre o mercado de títulos imobiliários.

[12] Dodd-Frank - http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf

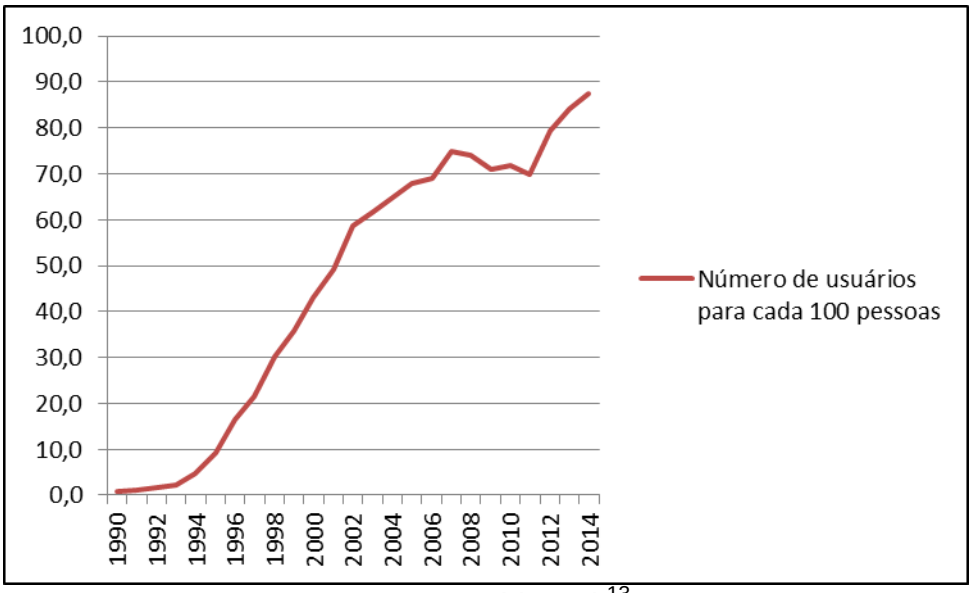
Gráfico 1: Volume Emitido de MBS+ABS de 1985 à 2015



Observando a imagem, fica bem claro qual o impacto que uma medida regulatória pode ter sob o número de títulos emitidos. Até 1999, o estoque de MBS+ABS emitidos nunca havia passado de $1.500 bilhões. Após 2000, o estoque emitido nunca ficou abaixo de $1.500 bilhões, chegando até a marca de $3.500 emitidos em 2003. No período de quatro anos entre 1996 e 1999, o número de operações emitidas ano vs ano teve uma média de crescimento de 13%. Nos três anos posteriores ao Reg FD, o número de operações emitidas ano vs ano teve uma média de crescimento de 59%. Esses números poderiam ser reflexo do *boom* da internet nos Estados Unidos, que saltou em numero de usuários entre cada 100

usuários de 9,2 pessoas a cada 100 em 1995 para 68 pessoas a cada 100 em 2005, ou seja, em apenas 10 anos o número de usuários nos Estados Unidos teve um salto gigantesco, como pode ser visto abaixo:

Gráfico 2: Número de usuários de internet para cada 100 pessoas de 1990 a 2014

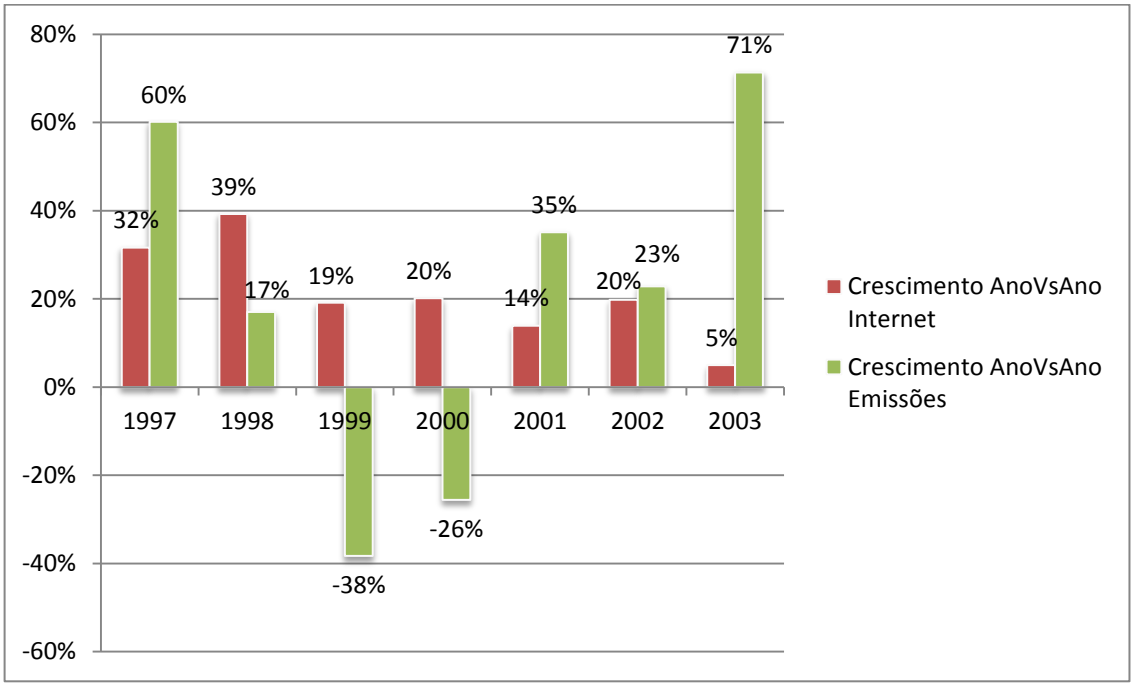


Fonte: World Bank[13]

A difusão da internet teve um aumento tanto na quantidade quanto na qualidade de informação disponível à investidores, e com a ratificação da Reg FD, a informação disponível e o acesso à essa informação de qualidade nunca tinha sido tão acentuado, portanto é de se imaginar que o número de emissões aumentasse, visto que a demanda por esse tipo de emissão aumentaria conforme mais investidores conhecessem seus prós e contras. Porém, é necessário entender se a implementação da Reg FD foi fator predominante no aumento de emissões a partir de 2000, ou se a difusão da internet em escalas maiores aos cidadãos americanos fez os efeitos dessa medida regulatória ficarem em cheque. O gráfico a seguir ajuda a explicar.

[13] World Bank Internet Data - http://data.worldbank.org/indicator/IT.NET.USER.P2?page=3&cid=GPD_44

Gráfico 3: Comparação Ano Vs. Ano entre o crescimento de usuários de internet e emissões de MBS+ABS



Este gráfico compara o crescimento relacionado ao ano anterior das variáveis em questão. Por exemplo, de 1996 para 1997, o crescimento no número de emissões foi de 60%. Desta maneira, podemos ver que após 2000, ano em que o Reg FD foi aprovado, o crescimento no número de emissões é significantemente maior que o crescimento no número de usuários de internet, de forma que podemos observar a olho nu que a Reg FD teve um impacto positivo no número de emissões realizadas após o ano 2000. Ainda, cabe ressaltar que variáveis macroeconômicas, como a taxa de juros, são relevantes ao debate, porém como pode ser observado no gráfico 1, flutuações dessas variáveis não chegam a impactar o número de emissões de maneira tão acintosa quanto uma reforma regulatória, portanto desconsideramos essas variáveis macroeconômicas no nosso estudo.

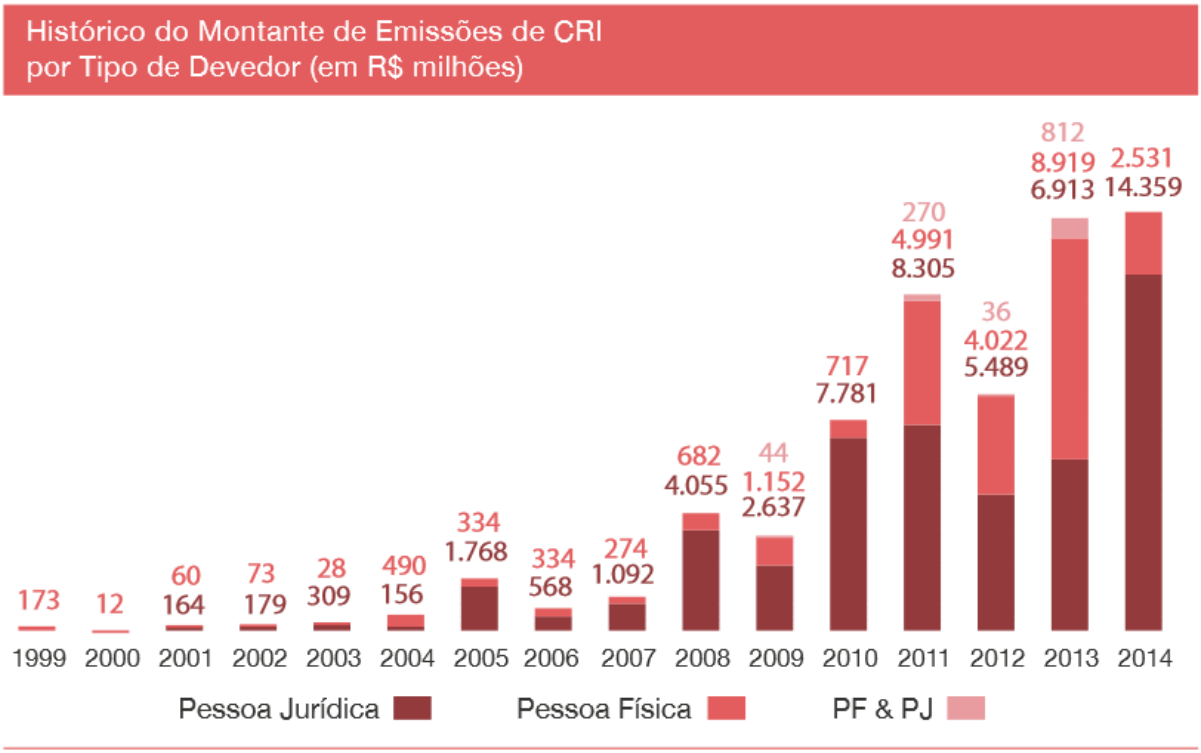
4.4 Crescimento no Brasil

Desde a criação do CRI, o volume emitido escalou de aproximadamente R$100 milhões emitidos em 2002 a R$16,8 bilhões em 2014 (Fonte: Anbima e CVM).

Um indicador claro do crescimento dos CRIs em relação ao total emitido é que em 2007, apenas 1,03% das emissões registradas na CVM eram Certificados de Recebíveis Imobiliários (Fonte: Anbima - 1.520 bilhões sobre 146.906 bilhões), enquanto já em 2013 este número cresceu para 9,66% do total emitido registrado na CVM (Fonte: Anbima - 15.016 bilhões sobre 155.412 bilhões).

A efeito de comparação prévia, vemos que em 1985, as emissões de MBS (*mortgage-backed-securities*) + ABS (*asset-backed securities*) somavam um total de US$112,4 bilhões, correspondendo a 14,7% das emissões de títulos daquele ano no mercado norteamericano. Vinte anos mais tarde (2005), elas somavam US$3,07 trilhões (quase 25% do PIB norte-americano em 2005) representando 54% de todos os títulos emitidos nos EUA. No Brasil, este número em 2013 foi de apenas 9,66% do total de títulos emitidos, ilustrando o potencial de crescimento da relevância dos CRI em relação a outras emissões do mercado de capitais.

Gráfico 4: Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor



Analisando esta imagem é possivel observar claramente o aumento exponencial no número de emissões de CRI a partir de 2008. Podemos também fazer um pequeno paralelo com o mercado norte-americano, em que o CRI com devedor pessoa física estaria para um MBS como um CRI pessoa jurídica estaria para um CDO ou ABS. Ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, o CRI com devedores pessoa jurídica é o mais emitido, em comparação com CRIs com devedores pessoa física. A principal explicação para isso está no fato de investidores brasileiros confiarem menos no risco de uma carteira de recebíveis de pessoas físicas, preferindo investir seu dinheiro em CRI com riscos corporativos. Muito desse medo se deve a falta de confiança nas instituições regulatórias. Neto (2007) afirma que o fato do número de CRI emitidos com devedores pessoa jurídica ser maior que o número de CRIs emitidos com devedor pessoa física, demonstra o quão imaturo é o mercado brasileiro de securitização. Outra estatística curiosa a ser observada na imagem é o crescimento dos CRIs com devedor pessoa jurídica começando em 2008, enquanto os CRIs com devedor pessoa física se tornando mais comuns apenas a partir de 2011. No próximo capítulo iremos verificar se isto tem correlação com alguma medida regulatória aprovada pelo governo.

4.5 Impacto das Medidas Regulatórias (Brasil)

A Lei n. 9.514/97[14] promovou a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), com a finalidade de promover financiamento imobiliário para classes mais baixas. Até então, o financiamento imobiliário era focado em tomadores de empréstimo de classe média ou alta. As principais medidas implementadas foram:

- A introdução do conceito de alienação fiduciária, até então inexistente na legislação brasileira.

- Inclusão do patrimônio de afetação para recebíveis imobiliários, que define que as construtoras e incorporadoras tem de separar o patrimônio de um empreendimento dos seus demais bens para que estas não utilizem o recurso de um projeto em outro que dá prejuízo.

[14] Fonte: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm

- Autorização para a utilização de carteiras de crédito imobiliário como lastro para emissão de títulos destinados a investidores, ou seja, securitização de créditos imobiliários, até então não existente no país.

Portanto, a lei n. 9.514/97 que deu arcabouço jurídico para as primeiras securitizações de crédito no Brasil. Entre 1997 e 2004, houve duas pequenas emendas que beneficiaram investidores que desejavam investir em um CRI, sendo elas:

- Decreto 4.296[15], de 10 de julho de 2002: Isenção de CPMF para cessão e aquisição de direito de crédito, captação de recursos com emissão de valores mobiliários e aplicação de recursos no mercado de renda fixa e variável .

- Medida provisória 206[16], de 06/08/2004: Isenta na fonte e na declaração de ajuste anual dos rendimentos auferidos por pessoas físicas com Certificados de Recebíveis Imobiliários.

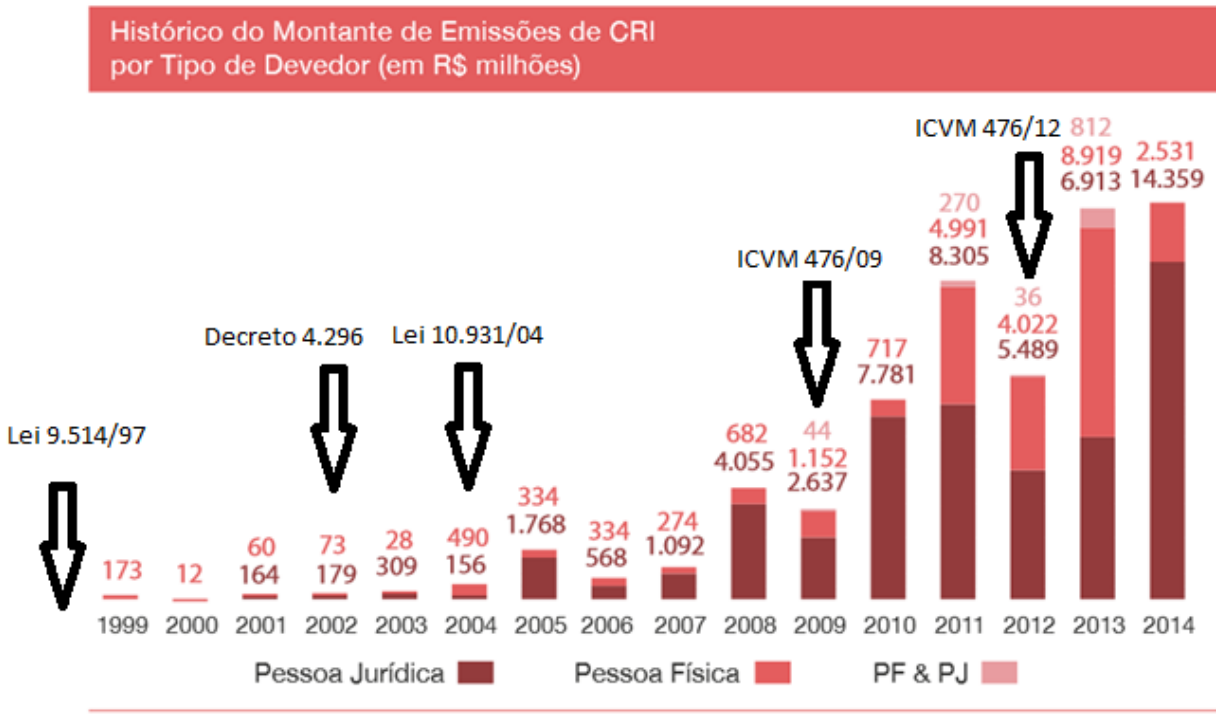
A segunda grande reforma feita para aperfeiçoar os instrumentos de securitização foi introduzida pela Lei 10.931[17] de 2004. Basicamente esta lei melhorou a legislação tributária em torno do Patrimônio de Afetação, criando uma única alíquota de imposto englobando diversos impostos federais aplicados anteriormente à lei. Essa mudança atraiu mais recursos para financiar o setor, visto que os potenciais financiadores das incorporadoras tinham na mão informações mais concretas e confiáveis dos projetos financiados. Ainda, houve aperfeiçoamento de leis referentes à execução de garantias, o que gerou mais confiança de investidores, visto que como o crédito é costumeiramente de longo prazo, os agentes econômicos teriam mais condições de recuperar recursos emprestados ou investidos. Outra importante mudança foi a criação das Cedulas de Crédito Imobiliário (CCI), que são instrumentos emitidos ao assinar um contrato de empréstimo imobiliário e representam a propriedade deste crédito por parte do originador. A criação das CCIs propiciam uma fácil emissão e negociação dos recebíveis, possibilitando novos canais de financiamento.

Em 2009, a CVM introduziu a instrução 476, que facilitou a oferta de CRIs com esforços restritos, que permite apenas investidores qualificados (Investimentos acima de R$300.000) ou investidores altamente qualificados comprem CRIs quando

[15] Fonte: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2002/D4296.htm
[16] Fonte: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/Mpv/206.htm
[17] Fonte: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm

estes são ofertados sob a instrução 476. Inicialmente eram permitidos no máximo vinte investidores qualificados, porém em 2012 a instrução 476 foi emendada e agora permite o máximo de 50 investidores qualificados. A vantagem de uma distribuição com esforços restritos é a de uma menor burocracia, visto que a oferta não é pública, agilizando o processo de emissão do CRI e diminuindo os custos de emissão, assim fomentando o mercado de securitização imobiliária.

Gráfico 4: Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor



A partir dessa imagem, é possível enxergar novamente o impacto de medidas regulatórias na emissão de CRIs. Quando criada a lei 9.514/97, o mercado de capitais brasileiro além de recente, ainda era cercado de desconfiança, devido à herança inflacionária. Em 2002, quando Lula foi eleito, o clima do país ainda era cercado de incertezas, somado ao fato de que o arcabouço jurídico ainda era muito fraco em caso de calote em uma operação securitizada. Após a Lei.931/04, vemos que o montante de emissões de CRI dá um leve salto, e finalmente com as instruções CVM 476/09 e 476/12, a emissão de CRIs realmente dá um salto

gigantesco, indo de aproximadamente R$4 bilhões emitidos em 2009 para quase R$17 bilhões emitidos em 2014.

5 Conclusão

O estudo teve como objetivo detalhar exaustivamente o funcionamento de uma securitização, assim como verificar se o impacto de medidas regulatórias adequadas é um fator determinante no crescimento do volume emitido de certificados de recebíveis imobiliários no Brasil. Utilizando como referência obras sobre a teoria da securitização, estudos históricos do perfil do investidor e credor brasileiro, exemplos práticos de medidas regulatórias implementadas nos Estados Unidos que funcionaram e análise gráfica da evolução do volume emitido de CRIs, vimos que o mercado de securitização imobiliária brasileiro ainda dá seus primeiros passos em comparação ao norte-americano. Enquanto as primeiras leis eram criadas em 1997 para estímulo do mercado de securitização imobiliária, os Estados Unidos já tinham mais de $1.000 bilhões emitidos em operações de securitização. Por um lado é desanimador pensar o quanto o país precisa evoluir para atingir o nível de maturidade da economia norte-americana, por outro, é interessante imaginar que o investidor brasileiro pode estar precisando apenas de mais segurança e informação para investir mais intensamente no mercado de renda fixa imobiliária. Para que haja um significamente aumento da oferta de CRIs, é necessário criar demanda por parte dos investidores por este tipo de título, e como pôde ser observado graficamente, nas vezes em que houve um estímulo através de reformas regulatórias, houve uma resposta no número de emissões nessa direção. Portanto, devido ao perfil curto-prazista do investidor brasileiro, acostumado às incertezas políticas e custos judiciais elevados que desestimulam investimentos de longo prazo, esse estudo conclui que para fomento do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários, são necessárias mais reformas judiciárias, regulatórias e menor intermediação bancária para que os investidores criem uma sensação de segurança para investir neste mercado.

Referências

Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm> Acesso em: 25 março, 2015.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. **Capital Markets.** 4. ed. Pearson, 2009.

CAMINHA, Unie. **Securitização.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA; Fabio Gallo. **Securitização no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007. (Série academia-empresa).

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. **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: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td426.pdf> Acesso em: 25 março, 2015.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. **Introduction to Securitization**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.

FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho; Bacha, Edmar Lisboa. **MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO: lições internacionais, desafios brasileiros.** 1. ed. Contra Capa, 2007.

NETO, Lucas de Lima (Org). **Securitização de Ativos:** A era da desintermediação financeira. São Paulo: Zouk, 2007.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A Securitização de Recebíveis Imobiliários – Uma Alternativa de Aporte de Capitais para empreendimentos Residenciais no Brasil**, São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado) do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis – Uma Análise dos Riscos Inerentes**, São Paulo, 2008. Tese (Mestrado em Administração) do Programa de Pós Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FARIA, Amarildo Pereira de. Securitização Imobiliária - **Uma opção de funding para o financiamento habitacional.** Piracicaba, 2011. Tese (Mestrado em Economia) da Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo.

ANBIMA: <http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>

CVM: < http://www.cvm.gov.br/>

CRI IGUATEMI: <http://www.bradescobbi.com.br/SI_opa/upload/CRI%20Iguatemi%20-%20Prospecto%20Preliminar%20v20150828.pdf>

CETIP: <https://www.cetip.com.br/>

BM&F BOVESPA: <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>

Obras Complementares

SAITO, Richard; PROCIANOY, Jairo Laser. **Captação de Recursos de Longo Prazo**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007

MORAES, Daniel Carrasqueira de Moraes. SFI – **A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário**, São Paulo, 2008. Tese (Mestrado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.