



## FORMAÇÃO E DINÂMICA DO MERCADO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS<sup>1</sup>

Thiago Araujo do Pinho<sup>2</sup>

### RESUMO

O artigo busca realizar uma breve revisão do processo de formação e desenvolvimento do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), novo título financeiro de base imobiliária criado ao final da década de 1990 no Brasil. Aborda as principais características desse mercado, destacando principalmente o constante processo de reestruturação regulatória, os agentes mais relevantes envolvidos na estruturação e negociação desses títulos, assinalando também a evolução dos montantes negociados e os tipos de imóveis que servem de garantia aos CRI. Propõe-se uma periodização que retrate e ajude a compreender a evolução do mercado de CRI ao longo dos mais de 20 anos desde sua criação. Entre os aspectos que motivam tal periodização estão o papel desempenhado pelos grandes bancos, a centralidade da Caixa Econômica Federal (CAIXA ou CEF) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) durante longo período, a crescente e importante participação dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) nos últimos anos, além de alterações regulatórias que modificam sensivelmente o mercado.

**Palavras-chave: Certificados de Recebíveis Imobiliários; Mercado; Securitização; Financeirização.**

### Resumen

El artículo pretende realizar una breve revisión del proceso de formación y desarrollo del mercado de “Certificados de Recebíveis Imobiliários” (CRI), un nuevo título financiero de base inmobiliaria creado a finales de los años 90 en Brasil. Aborda las principales características de este mercado, destacando principalmente el constante proceso de reestructuración regulatoria, los agentes más relevantes que intervienen en la estructuración y negociación de estos títulos, señalando también la evolución de los montos negociados y los tipos de inmuebles que sirven de garantía al CRI. Se propone una periodización que retrate y ayude a comprender la evolución del mercado del CRI en los más de 20 años transcurridos desde su creación. Entre los aspectos que motivan dicha periodización está el papel desempeñado por los grandes bancos, la centralidad de la Caixa Econômica Federal (CAIXA o CEF) y del “Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)” durante un largo período, la creciente e importante participación de los “Fundos de Investimento Imobiliários” (FII) en los últimos años, así como los cambios regulatorios que han modificado significativamente el mercado.

**Palabras clave: Certificados de Recebíveis Imobiliários; Mercado; Securitización; Financiarización.**

---

<sup>1</sup> Este trabalho é parte da pesquisa de tese do autor, ainda em andamento.

<sup>2</sup> Doutorando do Programa de Pós- Graduação em Planejamento Urbano e Regional – PUR, do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – IPPUR, da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, [ta.pinho@hotmail.com](mailto:ta.pinho@hotmail.com).





receita (passo 2); a securitizadora “empacota” os créditos mediante a lavratura de um “termo de securitização”, dando origem ao CRI (passo 3); que por sua vez é vendido no mercado de capitais, intermediado ou não pelos distribuidores a depender do caso (passo 4); os investidores que adquirem o CRI tem direito a remuneração periódica de seu investimento, em paralelo ao pagamento, pelos devedores iniciais à securitizadora, da dívida que deu origem à estruturação do título (passos 5 e 6). Assim, os cedentes, as securitizadoras e os investidores (ou subscritores) são os agentes mais relevantes para se compreender a lógica da emissão desse título, porém muitos outros orbitam sua estruturação e comercialização, como os agentes fiduciários, os distribuidores de títulos mobiliários (ou coordenadores), as centrais de registro e custódia de ativos, os *servicers* e as agências de *rating*.

Uma característica importante desse título é a sua *plasticidade, maleabilidade, moldabilidade*, ou ainda, nas palavras de uma experiente operadora desse mercado, a capacidade de ser *customizado* de acordo com os interesses dos agentes envolvidos.

Desse modo, as operações de estruturação desses títulos já assumiram diversas formas. Serviram como lastro aos CRI desde créditos oriundos de contratos de financiamento imobiliário bancário a pessoas físicas, de locação de imóveis entre grandes corporações (que podem, por exemplo, envolver os contratos conhecidos como *build to suit* ou *sell and lease back*), até contratos de cessão de superfície e de compra e venda de outros títulos financeiros de base imobiliária, como os CEPAC (Certificados de Potencial Adicional de Construção); tais contratos podem estar vinculados a imóveis residenciais, comerciais, industriais, loteamentos ou de infraestrutura (terminais ferroviários, logísticos e até estaleiros); os agentes envolvidos nas operações também são dos mais variados tipos e setores econômicos, desde os mais óbvios – como empresas incorporadoras, bancos e outras instituições financeiras – à redes hospitalares e organizações religiosas.

Muito embora exista essa infinidade de possibilidades, certos agentes e arranjos são dominantes ao longo de determinados períodos e serão destacados na análise que se segue.

Assim, o objetivo principal desse trabalho é lançar mão de uma periodização que retrate e ajude a compreender a evolução do mercado de CRI ao longo dos mais de 20 anos desde sua criação. Entre os aspectos que motivam tal periodização estão o papel desempenhado pelos grandes bancos, a centralidade da Caixa Econômica Federal (CAIXA ou CEF) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) durante longo período, a crescente e importante participação dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) nos últimos anos, além de alterações na regulação que modificam sensivelmente o mercado.



A criação desse e outros títulos financeiros de base imobiliária está inserida em um contexto de importantes transformações no aparato jurídico-institucional do mercado imobiliário observado nas últimas três décadas<sup>3</sup>. O CRI é uma das numerosas inovações financeiras vinculadas ao setor que proporcionam uma inédita conexão entre o sistema financeiro e o mercado imobiliário, cuja instituição do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) é um marco primordial<sup>4</sup>. Não se trata de uma transformação pontual ou terminada, senão de um processo continuado e em curso, mas oscilante, em rodadas sucessivas de reestruturação regulatória.

Por sua vez, tal processo deve ser analisado no enquadramento de outras transformações ainda mais abrangentes no próprio modo de acumulação capitalista, ao que se tem chamado de financeirização. À parte o grande debate e disputas em torno desse conceito<sup>5</sup>, aqui entende-se por financeirização:

uma configuração econômica e política ou mesmo uma época, na qual a centralização e concentração extremamente alta tanto do capital dinheiro e capital industrial, juntamente com um entrelaçamento cada vez mais denso entre eles, colocou a acumulação e reprodução ampliada sob domínio das organizações que corporificam aquilo que Marx chamou de capital portador de juros (CHESNAIS, 2014, p. 108, tradução livre).

Desde os anos 1970, e o ocaso dos acordos de Breton Woods, tem-se observado uma crescente liberalização e globalização financeira, com um rápido crescimento da acumulação na forma de títulos financeiros, ações, moedas e derivativos, tendo os títulos de base imobiliária crescido enormemente a partir da década de 2000 (CHESNAIS, 2016, p. 15). Esse processo de caráter global e sistêmico se manifesta de modo muito variado entre os diferentes países.

Em especial, dois aspectos justificam os esforços empreendidos nesse trabalho, além do nítido crescimento do mercado de CRI nas últimas décadas: a tentativa de melhor compreender o funcionamento e as características específicas dos instrumentos financeiros de base imobiliária, nesse caso os CRI; e lançar luz sobre o processo de financeirização no país, ou a “financeirização realmente existente” no Brasil.

Parte da literatura tem apontado fragilidades nos argumentos sobre financeirização em relação a esses dois pontos. Christophers (2015) argumenta que, embora o debate sobre financeirização tenha trazido o poderio das finanças ao primeiro plano nas pesquisas de várias

<sup>3</sup> Para uma análise detalhada desse movimento no Brasil, desde uma perspectiva crítica, com diferentes contribuições teóricas e empíricas, ver: BOTELHO, 2005; ROYER, 2009; FIX, 2011; ELOY, 2013; SANFELICI, 2013; PEREIRA, 2015; PIHNO 2016.

<sup>4</sup> O SFI foi instituído pela mesma lei que criou o CRI, além de outros institutos essenciais para esse processo, como a “alienação fiduciária de coisa imóvel”.

<sup>5</sup> A literatura que realiza esse “balanço” sobre o uso do conceito já é bastante numerosa. Ver, entre outros: Aalbers (2019); Christophers (2015); Bruno. et al. (2011).



áreas do conhecimento, pouco tem se esclarecido sobre o funcionamento das finanças e seus instrumentos em si, que permaneceriam uma “caixa preta”. Além disso, grande parte do debate mais atual tem se concentrado em qualificar o processo de financeirização fora dos países do capitalismo central. São muitos os adjetivos mobilizados nesse sentido, numa tentativa imprescindível de compreender as distintas feições desse fenômeno ao redor mundo. Nessas análises, a depender do traço que se entenda mais essencial e queira destacar, o termo financeirização é acompanhado de um atributo: subordinada, dependente, truncada, periférica, etc. (Abeles et. al., 2018; Powell, 2013; FIX, 2011; Klink e Souza, 2018).

A metodologia adotada é motivada pelo que Brenner (2018) chama de “espiral dialética”, em que se busca caminhar entre os níveis mais concreto-complexos de análise às categorias e níveis de maior abstração teórica, retroalimentando-se tanto o entendimento teórico, quanto das tendências de nível meso e das próprias conjunturas histórico-concretas. É nesse sentido que as teorizações da financeirização iluminam e são iluminadas pelo exame das tendências identificadas no mercado imobiliário brasileiro e os dados observados no mercado de CRI.

Tendo essas discussões como pano de fundo, o artigo se divide em três seções além dessa introdução. Na segunda seção será tratado o processo de formação do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários, destacando sobretudo arcabouço jurídico-institucional. Na terceira seção será abordada a periodização proposta, descrevendo as principais características de mercado em cada período. Por fim, na última seção, são feitas breves considerações finais.

## **A FORMAÇÃO DO MERCADO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS: ESTRUTURAÇÃO E RESTRUTURAÇÃO REGULATÓRIA**

É possível dizer que o processo de financeirização tem se manifestado no circuito imobiliário brasileiro por duas vias principais, que, em verdade, estão correlacionadas: a abertura de capital (*IPO*) das grandes empresas do setor na bolsa de valores a partir da segunda metade dos anos 2000 (FIX, 2011; SANFELICI, 2013); e a criação e desenvolvimento dos mercados de títulos e veículos financeiros de base imobiliária. Estes seriam os principais mecanismos e instrumentos que impulsionam a circulação do capital portador de juros e capital fictício no circuito imobiliário, vinculando o mercado financeiro e a construção do espaço urbano.

Vários estudos (Abreu, 2019; Pinho 2016; Pereira, 2015; Sanfelici 2013; Eloy, 2013; Fix, 2011; Royer, 2009;) mostram essas transformações ocorridas no aparato jurídico-



institucional do mercado imobiliário brasileiro em direção à racionalidade das finanças, iniciadas nos anos 1990. A construção desse arcabouço legal, introduz uma série de inovações e instrumentos financeiros e promovem um processo de abstração das formas jurídicas da propriedade imobiliária, estando conectados aos direitos derivados dos fluxos monetários relacionados à exploração econômica da propriedade (PEREIRA, 2015, p. 85), como é o caso dos CRI.

A instituição do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), no qual estão inseridos os Certificados de Recebíveis Imobiliários e outros títulos financeiros-imobiliários, talvez seja a principal reestruturação – ou “reregulamentação” (Klink e Souza, 2018, p. 385) – da infraestrutura financeira e de financiamento no setor imobiliário ao menos desde a derrocada do Banco Nacional de Habitação (BNH) nos anos 1980.

Na investigação do mercado de CRI é importante que se compreenda a formação de “mercados concretos” sobretudo como uma construção social, agenciamentos sociotécnicos e socioespaciais (Berndt e Boeckler, 2012) que exigem a proativa participação de uma multiplicidade de agentes. Os mercados são formados e moldados pela interação entre distintas frações do capital e suas organizações de classe, o Estado (de diversas maneiras, como regulador e mesmo investidor direto, por exemplo), grupamentos da sociedade civil (seja no sentido de dar sustentação ou no questionamento a esses mercados) e mesmo organismos internacionais. Assim, a abordagem desenvolvida aqui pretende se inserir na agenda pesquisa aberta por estudos que propõem o enfoque teórico-metodológico nos mercados (Magalhães, p. 283, 2020), atentando à crucial importância de se analisar como se formam mercados específicos e concretos no contexto de países “subdesenvolvidos, dependentes e periféricos” como o Brasil.

A lei 9.514 de 1997, que instituiu o SFI e criou os CRI, tramitou rapidamente no Congresso Nacional, sob forte apelo empresarial e influência das organizações de classe dos agentes financeiros que defendiam o novo sistema como a solução para a crise de crédito imobiliário e habitacional pela qual passa o setor. A participação da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP)<sup>6</sup> nesse processo – que já cobrava em seu VIII Congresso, no ano de 1995, “que o SFI opere com a menor regulamentação possível”, ou “um financiamento imobiliário desregulado”, ou ainda “a criação de um amplo mercado de hipotecas, adequado à internacionalização das operações” (ABECIP, 1995) – deixou clara “a

---

<sup>6</sup> Fazem parte dessa organização os grandes bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa) e privados (Bradesco, Santander, Itaú), a bolsa de valores brasileira (B3), empresas de securitização e outras instituições financeiras.



influência singular dos agentes financeiros, organizados em entidades de classe, na reformulação do sistema de crédito imobiliário brasileiro” (SANFELICI, 2013, p. 86). Nessa coalizão, também despenharam papéis importantes as organizações ligadas ao capital produtivo, como a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), além de estudos acadêmicos e o Banco Mundial, estabelecendo as bases das matrizes ideológicas e teóricas em defesa do novo sistema e da criação de um mercado de títulos de créditos imobiliários securitizados, como mostra Royer (2009).

Desde então esse sistema passa a ser aprofundado e constantemente remodelado, acompanhado das transformações de cunho mais geral da economia e política nacional. Nesse sentido, Brandão (2017, p. 1099) destaca que a partir dos anos 2000 “os circuitos da acumulação urbana se modernizaram, conglomeraram e financeirizaram”, descrevendo as distintas “rodadas de neoliberalização” promovidas pelos governos de Fernando Henrique Cardoso e dos Partido dos Trabalhadores, nas quais se insere o constante processo de reestruturação regulatória que norteia o mercado de CRI.

Podemos considerar que além de um primeiro conjunto de leis e normas, aprovadas até meados dos anos 2000, responsável pela estruturação do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários e do próprio SFI, inúmeros outros atos normativos foram importantes para a consolidação e desenvolvimento dessas inovações. Analiticamente, é possível destacar cinco conjuntos normativos em relação aos CRI, que tratam: da segurança jurídica (para credores e investidores) e estruturação do mercado; da promoção da liquidez; dos critérios de exigibilidade e do direcionamento ao financiamento imobiliário e habitacional dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE); da regulação das aplicações do FGTS; e, por fim, do conceito de crédito imobiliário.

A lei 9.514 de 1997, além de instituir o SFI e os CRI, introduz também a alienação fiduciária de bens imóveis no ordenamento jurídico brasileiro. Esse instituto é considerado essencial para o desenvolvimento do mercado de CRI, pois amplia sobremaneira a segurança jurídica dos credores e reduz enormemente os entraves e o tempo da recuperação dos imóveis dados em garantia aos créditos que servem de lastro ao CRI em caso de inadimplemento, estando, nesse sentido, muito mais afeito à temporalidade dos mercados financeiros e representando um grande avanço em relação aos créditos hipotecários<sup>7</sup>. A lei também prevê a

---

<sup>7</sup> Com a alienação fiduciária, o imóvel só passa de fato ao patrimônio do devedor após a quitação integral da dívida, sendo a retomada do bem realizada extrajudicialmente. Segundo (ROYER 2009, p. 116), enquanto a



possibilidade da securitizadora instituir o “regime fiduciário sobre créditos imobiliários” que lastreiam as emissões de CRI, o que significa que os créditos de cada emissão constituirão um patrimônio separado do patrimônio geral da securitizadora, destinados unicamente à remuneração dos CRI ao qual estão vinculados e protegendo os adquirentes dos títulos. Para administrar esse patrimônio separado a securitizadora deve nomear um “agente fiduciário”.

Logo na sequência a Resolução 2.517 do Banco Central, de junho de 1998, passa a considerar o CRI um valor mobiliário, o que implica que a Comissão de Valores Mobiliários passa a ser responsável pela sua regulação, sendo os títulos passíveis de ser negociados nos mercados de balcão organizados e na bolsa de valores.

A Instrução CVM 400 de 2003 regulamenta a oferta de valores mobiliários em geral e disciplina também as exigências para a colocação dos CRI no mercado.

A Lei 10.931, de Agosto de 2004, é outro marco fundamental. Nela estão regulados o patrimônio de afetação, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)<sup>8</sup>. Esta última, criada inicialmente em medida provisória anterior (nº. 2.223/2001), representou um impulso ao mercado de CRI. Trata-se de um título executivo extrajudicial emitido pelo próprio credor e representa o crédito imobiliário em si. Pode ser integral ou fracionária a depender se representa a totalidade ou apenas uma fração do crédito. Tem como objetivo “facilitar e simplificar a cessão do crédito”, pois “como a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de formalização com um contrato de cessão, independentemente de autorização do devedor, a negociação dos créditos é mais ágil” (CVM, 2014 p. 277). É por representar maior agilidade nas negociações dos créditos imobiliários que a CCI tem se consagrado como lastro da emissão de CRI.

As normas supracitadas consolidam a formação do mercado de CRI aperfeiçoando o arcabouço regulatório, sendo um dos fatores que possibilita o crescimento significativo do mercado a partir de 2005.

As normas de isenção fiscal têm crucial importância na atratividade dos CRI frente a outros títulos financeiros. A Lei 11.033 de 2004, isentou os investimentos em CRI na fonte e na declaração anual do imposto de renda para pessoas físicas, ficando isentos tanto os rendimentos periódicos quanto possíveis ganhos de capital. Já as pessoas jurídicas estão sujeitas à tributação regressiva do imposto de renda aplicáveis aos investimentos de renda fixa (quanto

---

execução de uma hipoteca pode levar até 10 anos, no caso da alienação fiduciária é possível realizar todo processo em apenas 6 meses.

<sup>8</sup> O patrimônio de afetação estabelece a segregação dos ativos de um empreendimento do restante dos ativos das incorporadoras, protegendo os adquirentes deste empreendimento no caso de falência da incorporadora. A LCI é outro título financeiro de base imobiliária, mas de emissão bancária.



maior o tempo do investimento, menor as alíquotas do imposto). Além disso, o decreto 6.306, de 2007, zerou as alíquotas do imposto sobre operações financeiras (IOF) referentes ao CRI.

Uma nova rodada de alterações na regulamentação que impacta sensivelmente o mercado de CRI acontece já no fim dos anos 2000. Dentre essas alterações estão aquelas que dizem sobre os Fundos de Investimento Imobiliários (FII). Embora esses fundos tenham sido criados ainda 1993 (Lei nº 8.668), só começam a ganhar maior relevância posteriormente com estabelecimento mais robusto deste novo ambiente regulatório e após serem instituídas novas regulamentações como a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM) nº 472 de 2008. A principal alteração dessa instrução foi ampliar os tipos de ativos em que é permitido ao FII investir, entre eles o CRI e outros títulos financeiros de base imobiliária, como a LCI, e cotas de outros FII ou de outros tipos de fundos de investimento desde que estes invistam exclusivamente em ativos de base imobiliária<sup>9</sup>. No ano seguinte a Lei nº 12.024, isenta as aplicações feitas pelos FII em CRI do imposto de renda na fonte. Estas alterações passam a impactar diretamente o mercado CRI, e pavimentam a intensa relação entre o mercado de CRI e os FII observada nos últimos anos.

Ainda em 2009, outra importante alteração na regulamentação das ofertas de CRI é instituída pela ICVM 476, que disciplina as “ofertas públicas com esforços restritos”. Este tipo de oferta tem menores exigências na medida em que são destinadas a investidores profissionais<sup>10</sup>, e passam a ser a principal forma de oferta dos CRI ao longo dos anos.

Todas essas regulamentações promovem, em certa medida, a ainda limitada liquidez dos recebíveis imobiliários.

Um outro conjunto de normas que também impactam significativamente o mercado de CRI são aquelas que dispõem sobre o uso de recursos do SBPE direcionados à habitação no âmbito do SFH. O uso dos recursos do SBPE no âmbito do SFH está regulado, entre outras, pelas normas do Conselho Monetário Nacional (CMN), que estabelecem os “critérios de exigibilidade” a serem seguidos pelas empresas financeiras participantes, sobretudo os grandes bancos comerciais. Ocorre que a legislação passa por sucessivas flexibilizações desde os anos 1990 que reduzem os percentuais a serem aplicados em “financiamentos habitacionais efetivos” e permitem que entre os gastos elegíveis estivessem títulos financeiros imobiliários vinculados ao SFI – como o CRI, além de Cédula de Créditos Imobiliários (CCI), Letra de Crédito

---

<sup>9</sup> Antes da ICVM nº 472, estes fundos podiam investir apenas em empreendimentos imobiliários prontos ou em construção, para venda ou locação, ou seja, bens imóveis, seja um terreno ou um edifício.

<sup>10</sup> A ICVM nº 554/2014 altera a ICVM 476, criando a figura do “investidor profissional” em substituição ao “investidor qualificado”. Entre outros requisitos, é considerado investidor profissional a pessoa física ou jurídica que tem mais de R\$ 10 milhões em investimentos no mercado financeiro.



Imobiliário (LCI) e também quotas de FII e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), nos termos e limitações impostos pelas normas (ELOY, 2013, 119). Assim, durante largo período, créditos cedidos para emissão de CRI pelas instituições financeiras e os recursos despendidos para aquisição dos títulos poderiam ser contabilizados sob essa rubrica<sup>11</sup>. Essa seria uma das formas de captura de parte das fontes de financiamento que deveriam ser direcionados para habitação. Outra via desse processo seriam as aplicações do FGTS nos Certificados de Recebíveis imobiliários (ROYER, 2016). Para isso, foi preciso que uma série de Resoluções do Conselho Curador do FGTS passassem a permitir esse tipo de investimento, que seriam amplamente dominantes no mercado de CRI no período entre 2011 e 2016<sup>12</sup>.

Por fim, é importante destacar o processo de alargamento do conceito de “crédito imobiliário” aplicado pelos órgãos reguladores, que define, portanto, o tipo de crédito passível de securitização via CRI, objeto de recorrente contestação pelos participantes do mercado.

Inicialmente o entendimento da CVM era bastante restritivo, incluído basicamente os créditos oriundos de compra e venda de imóveis e de concessão de direito real de superfície. Ainda em 2002, em consulta realizada pela empresa WTorre, a CVM passa a considerar também os créditos advindos da locação de imóveis. Até então os créditos eram considerados como imobiliários em função apenas de sua origem.

Posteriormente, a partir de diversos processos e consultas, a CVM passa a admitir também o critério da destinação para que os créditos fossem passíveis de securitização. Em 2017, a CVM admitiu como lastro para emissão dos CRI os créditos oriundos de debêntures emitidas e devidas pela Rede D’Or de hospitais, cujos recursos seriam destinados à construção de novos empreendimentos imobiliários da rede.

Já em 2018 outra decisão da CVM ampliou novamente o conceito de crédito imobiliário ao considerar também os empréstimos pessoais com garantia imobiliária em alienação fiduciária, operações conhecidas como *home equity*, passíveis de lastrear a emissão de CRI. Somando-se, assim, o critério da garantia ao da origem e destinação dos créditos.

---

<sup>11</sup> A partir da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 4.410 de 2015, foram impostos alguns limites mais restritivos quanto à utilização de CRI e revogada, entre outras, a possibilidade de investimentos em cotas de FII serem enquadrados como elegíveis. A Resolução nº 4.464, de 11 de fevereiro de 2016, volta a enquadrar como operações de financiamento imobiliário os créditos cedidos às securitizadoras “nas operações de cessão realizadas entre 1º de março de 2016 e 31 de dezembro de 2017”.

<sup>12</sup> A Resolução nº 375/2001 foi a primeira a autorizar a compra de CRI, seguida da Resolução nº 395/2002 – que autoriza a aquisição de CRI “lastreados em operações nas modalidades de água e esgoto sanitário” – e da Resolução nº 649/2010, que permite o investimento em CRI “lastreados em créditos imobiliários enquadrados no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação – SFH”.



## RESULTADOS PRELIMINARES: UMA PERIODIZAÇÃO

À luz da análise do arcabouço regulatório, tratamos nessa seção do exame das principais características e dinâmicas do mercado de CRI, propondo uma periodização com base principalmente nos agentes dominantes em cada período, tipos de contratos e imóveis que lastreiam as emissões. Dessa forma, foram identificados quatro grandes períodos, compreendidos entre: 1997 e 2004; 2005 e 2010; 2011 e 2016 e, por fim, 2017 e 2020.

Um ponto importante dessa análise foi perceber a escassez de dados disponíveis e organizados para os anos iniciais do mercado, situação minorada significativamente nos últimos<sup>13</sup>. A análise foi construída a partir de dados secundários, sobretudo das bases da Anbima<sup>14</sup> (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais); da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>15</sup>, na qual se pode consultar dados referentes às “Ofertas Públicas”; dos Anuários Uqbar<sup>16</sup> (de 2009 a 2021); além de entrevistas semiestruturadas com profissionais relevantes do mercado, termos de securitização e outros documentos divulgados pelas empresas e associações de classe.

A principal fonte para identificar os cedentes, originadores, devedores e securitizadoras dos créditos que lastreiam as emissões de CRI é a base de emissões da Anbima. Trata-se da sistematização das informações disponíveis no Termo de Securitização de cada emissão. Os dados são informados pelo coordenador líder de cada emissão à Anbima de acordo com os termos do “Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Estruturação, Coordenação e Distribuição de Ofertas Públicas de Valores Mobiliários e Ofertas Públicas de Aquisição de Valores Mobiliários”. Até mesmo em função das mudanças nas exigências regulatórias e auto regulatórias (como o “Código ANBIMA”), é nítida a melhora na qualidade dos dados disponíveis com o passar dos anos. As primeiras emissões registradas sistematicamente na base são de 2005 (consta na base apenas uma emissão anterior, em 2002), sendo ainda muito incompleta para os anos de 2006 e 2007. Deste modo, foi preciso maior atenção no tratamento dos dados dos anos iniciais e a inclusão e identificação individual das características das emissões ocorridas nesse período. A base traz, entre outras, informações sobre a natureza (se residencial, corporativo ou misto) e o segmento (apartamentos ou casas, comercial/lajes, corporativas, shopping/lojas, infraestrutura, loteamento, hotel, industrial,

<sup>13</sup> Os dados sobre o tipo dos subscritores dos CRI, por exemplo, só passaram a ser disponibilizados diretamente pela CVM a partir de 2014. Dados desse tipo são encontrados espaçadamente nos Anuários Uqbar a partir do ano de 2008 e em uma das bases da Anbima a partir de 2012.

<sup>14</sup> Principalmente a base de emissões, disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/dados-de-emissao-de-cri.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/dados-de-emissao-de-cri.htm).

<sup>15</sup> Disponíveis em: <http://sistemas.cvm.gov.br/> e <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>.

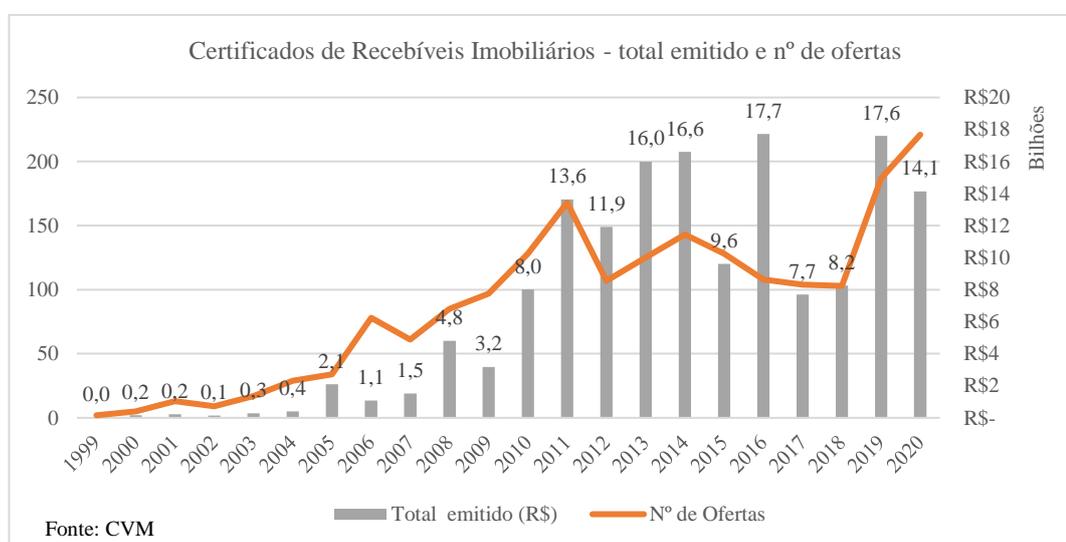
<sup>16</sup> A Uqbar é uma consultoria especializada no mercado financeiro e securitização imobiliária.



logístico, outros) dos imóveis que lastreiam os CRI, e sobre a concentração crédito que origina o recebível (se concentrado ou pulverizado<sup>17</sup>).

Antes, para o montante total emitido e número de ofertas foram utilizados dados da CVM incluindo as emissões com Ofertas “Pública” (ICMV 400), “Pública com esforços restritos” (ICVM 476) e “Dispensada de registro na CVM” e “Registradas” (para emissões anteriores a 2004, início da vigência da ICMV 400).

O gráfico a seguir mostra os montantes totais emitidos e o número de ofertas de CRI desde a criação do título.



É fácil perceber que a evolução em relação dessas variáveis caminha *pari passu* às alterações regulatórias já descritas. Contudo, é importante destacar que essa é apenas uma das contingências do mercado em análise, que devem ser escrutinadas também à luz dos determinantes macroeconômicos do país e do próprio mercado imobiliário especificamente. Ou seja, a dinâmica observada depende sempre de uma combinação de fatores (regulatórios, macroeconômicos, setoriais), e ora uns ora outros têm maior poder explicativo sobre os movimentos desse mercado.

#### **A formação do mercado: experimentação e montagem (1997/2004)**

O período inicial pode ser descrito como de experimentação e montagem do mercado, além de se caracterizar pela emissão de montantes praticamente inexpressíveis frente aos que se observaria nos anos seguintes.

<sup>17</sup> Considera-se “concentrado” o crédito que mais de 20% (vinte por cento) do seu lastro devido por um único devedor.



Agente primordial no processo de instituição do SFI e criação do mercado de CRI, o grande capital bancário e financeiro atuante no Brasil, reunidos também na ABECIP, tem um amplo predomínio em várias posições do processo de estruturação e comercialização dos CRI não apenas nesse, mas nos três primeiros períodos.

As primeiras emissões ocorreram em 1999, e até 2004, segundo dados compilados diretamente dos termos de securitização disponíveis, os grandes bancos privados e a CEF somados foram responsáveis por pelo menos 44% do montante cedido.

A forte presença do capital bancário também se expressa entre as securitizadoras. A CIBRASEC – empresa que aglutinava parte dos associados da ABECIP como seus proprietários, tendo seu capital social pulverizado entre 35 bancos e instituições financeiras ligadas ao circuito imobiliário<sup>18</sup> – foi responsável por 57% das emissões. Também têm relevância securitizadoras controladas pelo capital financeiro não-bancário e com participação de capital estrangeiro, como a RB Capital<sup>19</sup> com 28% das emissões, e a ligadas ao capital incorporador nacional, como o grupo WTorre, com cerca de 10% (Uqbar, 2008).

As apenas 75 emissões ao longo dos seis anos se caracterizam por terem por uma pequena predominância de seus lastros em créditos corporativos – sendo também relevantes os montantes lastreados em residenciais – originados sobretudo em contratos de Locação (corporativa), seguidos de contratos de Compra e Venda e Financiamento Imobiliário.

Outra característica desse período é a concentração geográfica dos imóveis em garantia nas grandes cidades do país, notadamente em São Paulo. Botelho (2005, p. 174-5), em análise para a cidade de São Paulo, afirma que os imóveis-lastro até aquela data se localizavam nas áreas mais privilegiadas do município e em imóveis de alto padrão.

Por fim, trata-se de um período de baixo crescimento econômico e crédito imobiliário estagnado, com a manutenção da taxa Selic em níveis muito altos.

### **Consolidação e expansão inicial (2005/2010)**

O segundo período se destaca pela consolidação das normas de estruturação do mercado e da introdução de medidas com vistas ao incremento da liquidez, como já debatido.

---

<sup>18</sup> Fundada em 1997, figuravam entre seus acionistas a CEF (maior acionista, com 16% do capital social) e Banco do Brasil, praticamente todos os grandes bancos privados presentes no Brasil (Unibanco, Bradesco, Itaú, Real, e outros de menor porte como o Banco Santos e banco Mercantil), vários bancos públicos estaduais, companhias hipotecárias, entre outros. A própria ABECIP detinha 3 ações da empresa e o acordo de acionistas lhe garantia uma vaga no Conselho de Administração

<sup>19</sup> Originalmente ligada ao grupo Rio Bravo e com participação de empresas ligadas ao conglomerado suíço de resseguros “Swiss Re”, a empresa passou várias alterações em relação às participações em seu capital social e sua denominação. A mais recente foi a venda da totalidade das ações da “RB Sec Companhia de Securitização” pela RB Capital à “Yawara Brasil S.A.”, controlada pelo grupo Jaguar Growth Partner sediado em Nova York. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/fatos-relevantes/pdf/37306563.pdf>.



O predomínio do capital bancário se mantém, sobretudo como investidor, mas é importante notar o crescimento da participação dos Fundos de Investimento Imobiliário e pessoas físicas. Segundo, dados da Uqbar (2011) os grandes bancos comerciais foram responsáveis pela aquisição de 74%, 48% e 78% do montante emitido em 2008, 2009 e 2010, respectivamente<sup>20</sup>.

Além disso, a CIBRASEC também se mantém entre as securitizadoras mais importantes, mas a Brazilian Securities<sup>21</sup> passa a dianteira entre as securitizadoras, emitindo cerca de 35% do montante no período, seguida da própria CIBRASEC (23%) e da RB Capital (19%).

Grande parte desse predomínio advém das estratégias do capital bancário em obter ganhos de arbitragem no atendimento dos critérios de exigibilidade dos recursos do SBPE. Os ganhos de arbitragem ou fiscais também são motivações de outras empresas na estruturação de CRI nesse período. São recorrentes as operações que envolvem apenas empresas de um mesmo grupo econômico. É interessante notar que esses tipos de estruturação do CRI não são considerados propriamente como “operações de mercado” pela análise dos anuários da Uqbar. Assim, apesar de um primeiro “salto” nos montantes emitidos observado a partir de 2005, parte desse crescimento pode ser atribuída a esse tipo de operação.

Destacam-se largamente nesse período as operações lastreadas em créditos corporativos, derivados de contratos de locação de imóveis dos segmentos “Comercial/Lajes Corporativas” e “Shopping/Lojas”, permanecendo, por isso, a concentração geográfica dos imóveis-lastro nas principais cidades do país.

Quanto ao ambiente macroeconômico, o período é de aceleração no crescimento econômico e expansão significativa do crédito imobiliário, sobretudo no segundo governo Lula (2007/2010), além de uma tendência de queda na taxa Selic, ainda em níveis bastante altos.

### **Um mercado entre dois agentes públicos (2011/2016)?**

Embora parte das características descritas anteriormente permaneçam, o traço mais marcante do período entre 2010 e 2016 é o peso que assumem a CEF e o FGTS. O FGTS torna-se o grande investidor dos CRI, chegando a adquirir 53,7% do total emitido em 2016 (Uqbar, 2017). As aplicações do Fundo não haviam ultrapassado R\$ 60 milhões na década de 2000, não

<sup>20</sup> As estimativas são referentes a amostras de 49,80% (2008), 57,70% (2009), 67,50% (2010) dos montantes emitidos.

<sup>21</sup> Empresa do grupo da Brazilian Finance & Real Estate BFRE, foi criada como um braço do grupo Ourinvest em sociedade com a tradicional incorporadora Rossi (cuja abertura de capital tanto na bolsa de valores de São Paulo como de Nova York foi realizada em 1997) e posteriormente, mas ainda em 2002, com a Cadim Securities Participações Ltda., empresa subsidiária de um dos maiores investidores institucionais do Canadá, o conglomerado Caisse de dépôt et placement du Québec, que adquiriu 50% do capital social da securitizadora.



havendo essa destinação nos anos de 2009 e 2010. Em 2011, salta para R\$ 2,7 bilhões, declinando nos anos seguintes até o novo salto em 2016 quando foram empenhados R\$ 9,9 bilhões. Já a CEF passa a figurar como o cedente de maior relevância chegando a ser responsável por mais de 50% dos créditos cedidos às securitizadoras em 2016. Certamente, embora ocorra uma nova mudança de patamar nos montantes emitidos nesse período, grande parte desse crescimento, “artificial”, deve ser atribuído a essas operações que não podem ser entendidas propriamente como “de mercado”.

A CIBRASEC volta a ser a principal securitizadora considerando o período como um todo (cerca de 30% do total emitido), mas outras securitizadoras ligadas ao capital financeiro não-bancário, como a Ápice (12%) e Gaia (11%), passam a figurar entre as maiores emissoras, além das já citadas RB Capital (20%) e Brazilian Securities (10%), diminuindo a concentração entre as securitizadoras.

Por essas características (a predominância de emissões lastreadas nos créditos de financiamento imobiliário da CEF), os CRI lastreados em créditos vinculados a imóveis residenciais crescem sobremaneira. Também em função disso, outra implicação importante desse período é a diversificação nos padrões de localização dos imóveis-lastro. Segundo Mellazzo e Abreu (2019), é possível observar uma mudança em direção às cidades médias e mesmo em relação à dinâmica intraurbana da localização dos imóveis-lastro nessas cidades. Os autores observaram uma mudança dos vetores onde se localizam esses imóveis, que passam de uma concentração nos bairros mais valorizados e vetores de expansão imobiliária para um maior espraiamento nas cidades, inclusive em bairros de baixa renda.

Já em relação às variáveis macroeconômicas, o período apresenta grande variação, entre a manutenção das taxas crescimento nos primeiros anos (2011-2014) até a entrada em crise, cujos primeiros sinais se evidenciam já em 2014, com queda efetivamente em 2015. Há também uma tentativa diminuição da Taxa Selic, até 2013, que não se sustenta. O crédito imobiliário permanece em expansão, embora em menor ritmo nos últimos anos do período.

### **Por fim um mercado privado (2017/2020)?**

O último período é o único em que, segundo a Uqbar (2020, p.14), 100% das operações são consideradas “de mercado”, não constando nem investimentos do FGTS nem a CEF como cedente durante todo o período.

É notório que os grandes bancos perdem espaço no mercado CRI, em parte desestimulados pelas significativas restrições em relação ao uso desses títulos e dos créditos cedidos às securitizadoras como elegíveis para a destinação dos recursos do SBPE, diminuindo sobremaneira as possibilidades de ganhos de arbitragem.



O crescimento de empresas vinculadas ao setor imobiliário e ligadas ao capital financeiro não-bancário como cedentes é também notório. Segundo a base de dados da Anbima, os maiores cedentes são empresas cuja atividade principal (segundo a Classificação Nacional de Atividade Econômica – CNAE) é a “incorporação de empreendimentos imobiliários” (22% do montante emitido), seguidos por aquelas dedicadas a “aluguel de imóveis próprios” (10%), “bancos de investimento” (8%) e “fundos de investimento imobiliários” (7%).

O crescimento dos Fundos de Investimento, em especial os Fundos de Investimento Imobiliários, já podia ser notado em anos anteriores, mas é nesse período em que eles se consolidam como grandes investidores em CRI, sendo detentores de 53% do total emitido no período, segundo dados fornecidos pela Anbima. A consolidação dos FII como investidores reflete o enorme crescimento desses veículos nos últimos anos. Existem uma ampla gama de tipos de Fundos de Investimento cuja a descrição foge ao alcance desse trabalho, mas cabe destacar a existência de FII que se destinam quase exclusivamente a investimentos em CRI, veículos por meio dos quais é feito grande parte dos investimentos de pessoas físicas. Ainda assim, as pessoas físicas constam como adquirentes diretos de quase 27% do montante de certificados de recebíveis imobiliários emitido no período.

Os imóveis comerciais voltam a dominar largamente os ativo-lastros dessas operações. Ainda que mais dispersos entre os segmentos, destacam-se novamente aqueles classificados como “Comercial/Lajes Corporativas” e “Shopping/Lojas”. Mas ao contrário do segundo período descrito anteriormente, aqui, os créditos originados de contratos de “locação” ocupam a segunda posição, já que a maior parte de contratos que servem de lastro às emissões de CRI são de “financiamento imobiliário”.

Por fim, o cenário macroeconômico é de relativa recuperação das taxas de crescimento do PIB entre 2017 e 2019 (deixam de ser negativas para refletir um baixíssimo crescimento ou mesmo a estagnação econômica), e nova queda em 2020 (influenciada, claro, pela eclosão da pandemia de covi-19). Há uma significativa redução da taxa SELIC, e o crédito imobiliário permanece estagnado entre nos patamares do período anterior.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Em pese a necessidade de maior aprofundamento da pesquisa que fundamenta esse trabalho, ainda em andamento, algumas considerações podem ser feitas. De forma geral, é possível observar como o mercado dos Certificados de Recebíveis Imobiliários passa por profundas transformações ao longo das últimas décadas, balizadas no constante processo de reestruturação regulatória, na participação de agentes públicos e na entrada de novos agentes.



O mercado, que foi amplamente dominado pelo capital bancário, passa ter em outros agentes financeiros seus principais participantes e apenas no último período o envolvimento das empresas do setor imobiliário como cedentes se torna de fato relevante. Questiona-se, assim, o prometido papel que esse título financeiro ocupou (ocupa e ocupará) na efetiva promoção do financiamento ao mercado imobiliário. Mais questionável ainda seria a contribuição dessa e outras inovações financeiras no barateamento do crédito imobiliário para o enfrentamento do déficit habitacional no país, objetivo tantas vezes propalado na defesa da criação do Sistema de Financiamento Imobiliário e do próprio Certificado de Recebível Imobiliário.

Por fim, pode-se argumentar que o mercado de CRI é ainda bastante exíguo<sup>22</sup>, mas o importante crescimento dos montantes emitidos e do número de operações realizadas, bem como a estruturação cada vez mais complexa dessas operações, demandam o constante acompanhamento dos riscos envolvidos, evidenciando os interesses, os principais agentes e beneficiários do desenvolvimento desse mercado.

---

<sup>22</sup> O valor do estoque em CRI em dezembro 2020 representou 1,07% do PIB (acumulado dos últimos 12 meses, a valores correntes), enquanto o crédito imobiliário total foi de quase 10%.



## REFERÊNCIAS

- ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). Certificados de Recebíveis Imobiliários. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015
- AALBERS, M.B. (2019) Financialization. In: D. Richardson, N. Castree, M.F. Goodchild, A.L. Kobayashi and R. Marston (Eds) *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology*. Oxford: Wiley.
- ABELES, MARTÍN; PÉREZ CALDENTEY, ESTEBAN; VALDECANTOS, SEBASTIÁN. Editores (2018). *Estudios sobre financiarización en América Latina, libros de la Cepal*, n° 152 (lc/pub.2018/3-p), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), 2018. pp: 15-33.
- ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança). *SFI um novo modelo habitacional*. São Paulo: ABECIP, 1995
- ABREU, Marlon, A. *Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida* Tese (Doutorado) – Universidade Estadual Paulista. Presidente Prudente: FCT-UNESP, 2019
- BERNDT, BOECKLER. Geographies of marketization. In *The Wiley-Blackwell companion to economic geography*, ed. T. Barnes, J. Peck, and E. Sheppard, 199–212. Chichester, UK: WileyBlackwell Publishing. : 2009
- BOTELHO, Adriano. *O urbano em fragmentos. A produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário*. São Paulo: Annablume; FAPESP, 2007.
- BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAUJO, E.; REIS, A. C.; RUBENS, M. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 5, 2011
- CHESNAIS, F. *Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump*. Boston, Brill Academic Pub., 2016.
- \_\_\_\_\_. Innovation under the sway of financialization: a few selected US issues. In: PRADO, Luiz Carlos Delorme; LASTRES, Helena Maria Martins. (Org.). *Estratégias de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2014. p. 103-138.
- CHRISTOPHERS, B. The limits to financialization. *Dialogues in Human Geography*, 2015, Vol. 5, N° 2, p- 183-200.
- ELOY, C.M. *O papel do sistema financeiro da habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil*. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo, Escola de Arquitetura, São Paulo, 2013.
- FIX, M. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese de doutorado. Campinas: IE/UNICAMP, 2011.
- KLINK, J. *Metrópole, moeda e mercados. A agenda urbana em tempos de reemergência das finanças globais*. *Cadernos Metrôpole*, v. 20, p. 717-742, 2018.
- KLINK, J.; SOUZA, M. B. *Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro*. *Cadernos Metrôpole*, São Paulo, v. 19, n. 39, p. 379-406, Ago. 2017.
- MAGALHÃES, F. N. C. *Da construção socioespacial dos mercados aos avanços da financeirização*. *Geosp – Espaço e Tempo (On-line)*, v. 24, n. 2, p. 279-296, ago. 2020.
- MELAZZO, E.S. E ABREU, M.A. *A expansão da securização imobiliária. Uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP*. GEOUSP. São Paulo 2019.
- PEREIRA, A. *Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas*. Tese de doutorado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015.



XIV ENCONTRO NACIONAL DE  
PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM

**GEOGRAFIA**

XIV ENANPEGE  
ESPAÇO DIGITAL

PINHO, T. A. O capital financeiro imobiliário no Brasil: O caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: IPPUR/UFRJ, 2016.

SANFELICI, D. A metrópole sob o ritmo das finanças: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil. Tese (Doutorado em Geografia Humana) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

UQBAR. Anuário UQBAR securitização e financiamento imobiliário. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioImobiliario.pdf>. Acesso em 01/04/2018.