

## **Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa**

**Certificate in Financial Management – CFM**

Caio Marques Silvério de Oliveira

**DIVERSIFICANDO SEUS INVESTIMENTOS: FUNDO DE  
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO OU CERTIFICADO DE  
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)**

**São Paulo  
2013**

Caio Marques Silvério de Oliveira

**DIVERSIFICANDO SEUS INVESTIMENTOS: FUNDO DE  
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO OU CERTIFICADO DE  
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)**

TCC apresentado ao curso CFM, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Especialista em Finanças do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. George Ohanian

Tipologia: Estudo de caso

Oliveira, Caio Marques Silvério de. Diversificando seus Investimentos: Fundo de Investimento Imobiliário ou Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI). São Paulo, 2013. TCC – Certificate in Financial Management CFM. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

## Descrição

Este estudo procura, a partir de uma breve introdução do tema, e posterior apresentação de um caso hipotético, analisar os Fundos de Investimento Imobiliário e os Certificados de Recebíveis Imobiliários como alternativas de Investimentos.

## Objetivo de aprendizagem

Os principais objetivos deste estudo estão relacionados à análise dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários como alternativas de investimento de para um investidor qualificado.

**Assuntos abordados:** Fundo de Investimento Imobiliário, Certificado de Recebíveis Imobiliários, Securitização, Investimentos.

## Sumário

1.	INTRODUÇÃO	4
2.	CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	5
3.	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	6
4.	ONDE INVESTIR?	7
5.	TOMANDO A DECISÃO	7
6.	QUESTÕES PARA DISCUSSÃO	8

## **Diversificando seus Investimentos: Fundo de Investimento Imobiliário ou Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)**

Caio Marques Silvério de Oliveira

### **1. INTRODUÇÃO<sup>1</sup>**

Pedro é investidor qualificado de acordo com a definição dada pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 409, a qual estabelece que é investidor qualificado as pessoas físicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), possuindo uma carteira diversificada de investimentos, que vai desde ações de *blue chips* e *small caps* a Notas do Tesouro Nacional, passando por Fundos de Investimentos Multimercados, e Renda Fixa.

---

<sup>1</sup> Caso desenvolvido pelo aluno do programa de Certificate in Financial Management sob orientação do Prof. George Ohanian. Nenhuma parte deste caso pode ser reproduzida ou transmitida por qualquer meio eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópia, gravação ou qualquer outro sistema de armazenamento, sem autorização por escrito do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. Aos infratores aplicam-se as sanções previstas nos artigos 102, 104, 106, 107 da lei 9610 de 19/02/1998.

Nomes de empresas e pessoas, assim como dados utilizados, são fictícios para preservar confidencialidade dos envolvidos

Sempre atento às mudanças no cenário macroeconômico nacional e internacional, Pedro está cauteloso quanto ao rumo que a economia nacional está tomando, principalmente no que diz respeito às oscilações da Taxa Básica de Juros Nacional na tentativa do governo de fomentar a economia local. Buscando se resguardar dessas oscilações, Pedro passou a pesquisar alternativas para diversificar os seus investimentos de renda fixa, e tomou conhecimento de duas novas modalidades de investimentos que se assemelham muito a renda fixa, os Certificados de Recebíveis Imobiliários e os Fundos de Investimento Imobiliários, passando a estudá-los melhor.

## **2. CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS**

Após diversas leituras de jornais e revistas especializados em investimentos pessoais, das instruções normativas da CVM, de disposições legais que regulam as emissões de Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), e após consultar seu analista de investimentos, Pedro concluiu que o CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro, e tomou ciência também, que o CRI se origina por meio de um processo denominado Securitização de créditos imobiliários, por meio do qual tais créditos, geralmente devidos por uma incorporadora ou outra empresa ligada ao ramo imobiliário, são cedidos para uma companhia securitizadora de créditos imobiliários e expressamente vinculados à emissão do CRI.

Pedro se sentiu muito interessado pelo novo tipo de investimento que acabará de conhecer, principalmente após saber que os rendimentos auferidos por pessoas físicas com CRI são isentos de imposto de renda.

Outro ponto que Pedro notou e lhe chamou a atenção, é a possibilidade de saber qual a empresa devedora dos créditos imobiliários que se está adquirindo, em contrapartida o mesmo salientou que com apenas uma empresa devedora dos créditos, seu risco estaria totalmente concentrado em uma única empresa, e caso a mesma viesse a se tornar insolvente no futuro perderia seu investimento. Contudo

Pedro se sentiu mais aliviado quando soube que as emissões de CRI, em sua maioria, contam com a garantia de alienação fiduciária do imóvel referente aos créditos imobiliários que lastreiam os CRI, o que afasta o risco de insolvência por parte da empresa devedora do crédito imobiliário que se está adquirindo.

### **3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Novamente após diversas leituras das instruções normativas da CVM, da legislação pertinente e de consulta a seu analista de investimento, Pedro concluiu que os Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”) podem ser definidos como uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de cotas, e que serão destinados à construção e desenvolvimento de empreendimentos imobiliários que compõem sua carteira, cuja principal finalidade é possibilitar o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários.

O objetivo dos FII é auferir ganhos aos seus cotistas mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades dos empreendimentos imobiliários que compõem a sua carteira. Da mesma forma como nos CRI, Pedro se sentiu muito atraído pelo fato de que os ganhos auferidos com as cotas de FII são isentos de imposto de renda para investidores pessoas físicas.

Um ponto que chamou a atenção de Pedro em contrapartida aos CRI, é que no FII o risco do investidor não está concentrado em um único devedor ou empreendimento, visto que ao adquirir cotas de FII o investidor está investindo em toda a carteira do fundo e não em um investimento específico. Por outro lado, Pedro ficou um pouco receoso ao saber que em função dos FII serem uma modalidade de investimento relativamente nova no Brasil, e sempre serem constituídos sob a forma de condomínio fechado, ou seja, não permitindo o resgate de suas cotas, o investidor pode ter dificuldade em a realizar a venda de suas cotas no mercado secundário

#### **4. ONDE INVESTIR?**

Após analisar as opções de investimento acima descritas e de conversar exaustivamente com o seu analista de investimentos, Pedro decidiu que iria diversificar seus investimentos e investir R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) em CRI ou cotas FII. Após analisar os diversos Fundos de Investimentos Imobiliários disponíveis, e os Certificados de Recebíveis Imobiliários que estavam em fase de emissão, Pedro encontrou duas opções que lhe chamaram a atenção e despertaram o seu interesse:

- (i) Certificado de Recebíveis Imobiliários lastreados em créditos imobiliários decorrentes de um Contrato de Locação Atípica (Built-to-suit) devidos pela XPTO Empreendimentos Imobiliários Ltda., empresa sólida e bem conceituada no mercado, emitidos pela XYZ Companhia de Securitização S.A., e a serem colocados no mercado pelo TGP Pontual, na qualidade de coordenador líder da oferta, por meio da Instrução CVM 476 de 16 de janeiro de 2009. Os CRI teriam remuneração de 9,30% ao ano, atualizado monetariamente pela variação acumulada do IPCA/IBGE e prazo de vencimento final para 10 anos após a emissão;
  
- (ii) Fundo de Investimento Imobiliário denominado XWY Corporate Office Fundo de Investimento Imobiliário – FII, que investe em um diversificado portfólio de empreendimentos imobiliários já performados e altamente rentáveis, destinados a uso comercial, gerido e administrado pela renomada Admin Administradora de Recursos S.A. A rentabilidade média para as Cotas do fundo é de 0,62% ao mês, acrescida da variação do preço das cotas no mercado secundário e prazo de duração indeterminado.

#### **5. TOMANDO A DECISÃO**

Pedro analisou cuidadosamente os documentos de emissão do CRI e do FII acima citados, em especial, mas não se limitando, a seção dos fatores de riscos relacionados à emissão do CRI e das cotas do FII, ponderou todos os prós e os contras de cada uma das modalidades apresentadas, como liquidez das cotas, concentração dos riscos, análise do devedor dos créditos imobiliários, entre outros, e analisou cuidadosamente a rentabilidade de cada um dos produtos.

É chegado o momento de se decidir em qual produto investir.

## **6. QUESTÕES PARA DISCUSSÃO**

1 – Tendo em vista a rentabilidade acima apresentada para os dois tipos de investimentos, bem como os riscos inerentes a cada um deles acima apresentados, em sua opinião, em qual produto Pedro deveria investir, cotas do FII ou CRI? Justifique.

2 – Em sua opinião, e tendo em vista o seu apetite/aversão pessoal ao risco na hora de escolher um investimento, qual o risco que você preferiria correr, a possibilidade de baixa liquidez para vender as cotas do FII no mercado secundário ou a concentração do seu risco em uma única empresa? Ainda, o quão mitigado você acha que estaria o seu risco tendo em vista a Alienação Fiduciária do Imóvel relacionado aos créditos imobiliários que seria outorgada em favor dos titulares dos CRI? Justifique.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Chalhub, Melhim Namem, 1944 –  
Negócio Fiduciário / Melhim Namem Chalhub. – 4. ed. rev. e atual – Rio de Janeiro:  
Renovar, 2009
  
- Instrução da Comissão de Valores Mobiliário nº 409, de 18 de agosto de 2004
  
- Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 414, de 30 de dezembro de 2004
  
- Instrução da Comissão de Valores Mobiliário nº 472, de 31 de outubro de 2008
  
- Instrução da Comissão de Valores Mobiliário nº 476, de 16 de janeiro de 2009