

# 16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil  
29 e 30 de setembro de 2016



## **Rating para CRIs: vale a pena?**

**Eduardo Fernandes Cazassa<sup>1</sup>, Richard Saito<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Fundação Getulio Vargas – EAESP and NewEstate Investimentos, Rua Barão de Itapetininga, 50 - 9º andar - São Paulo, Brasil, eduardo@newestate.com.br

<sup>2</sup> Fundação Getulio Vargas – EAESP, richard.saito@fgv.br

### **RESUMO**

Analizamos os determinantes de precificação de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) com relação ao efeito do rating, controlando por variáveis de tamanho e prazo. Verifica-se um prêmio médio adicional em CRIs de 1,0 p.p. quando comparados com debêntures de prazos semelhantes e de mesmo rating. A justificativa desse prêmio é explicada pelos diferentes níveis de risco e ativos-objeto. Os diferentes níveis de risco são percebidos pelas diversas garantias utilizadas sendo que 41% das emissões possuem garantias pessoais de originadores (aval ou fiança). Somente 23% de todas as emissões foram avaliadas por agências de rating. Os efeitos do rating são analisados e, em resumo, são distintos para os segmentos residencial e comercial. A realização de avaliações de rating para instrumentos de dívida imobiliária como CRIs não é uma solução trivial para a redução de spreads. Em média, o spread de CRI é da ordem de 3,2p.p. superior à curva de juros de mercado. Em relação aos segmentos, o CRI residencial tem um spread médio 1,4p.p. superior ao CRI comercial. Para CRIs residenciais, o efeito de uma avaliação de rating é positivo (redução de spread) caso a emissão seja avaliada por alguma agência de rating, enquanto que para os CRIs comerciais, o efeito é negativo. O efeito pode ser positivo para os CRIs comerciais (redução de spread) em caso de avaliação por agência de rating internacional ou possuir notas de rating superiores à nota 'A'. Em resumo, os CRIs residenciais apresentam um menor spread se avaliados por quaisquer agências de rating enquanto que os CRIs comerciais devem apresentar notas altas de rating (e preferencialmente por agências de rating internacionais) para que apresentem spreads significativamente menores. Para a redução de riscos percebidos ou devido à baixa proporção de emissões com avaliação de rating, tornou-se comum que as emissões tenham melhorias de crédito tais como a acumulação de garantias, a subordinação e um excesso de retorno identificado por altos spreads.

**Palavras-chave:** CRI, rating, financiamento imobiliário, precificação, Brasil.