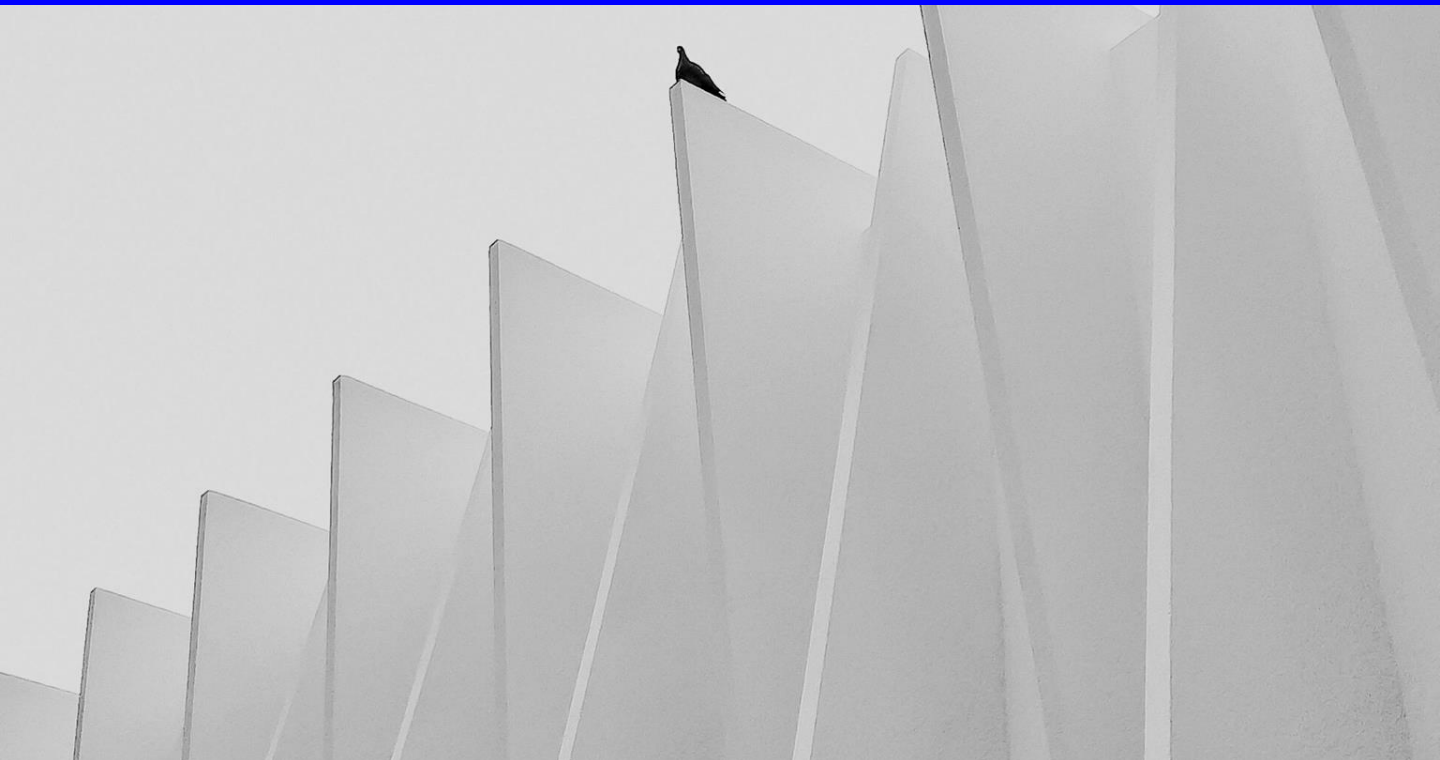


CRI-ando novas oportunidades? Análise Pós-Resolução CMN



O contexto das mudanças

O [Conselho Monetário Nacional \(CMN\)](#), por meio da [Resolução 5118/24](#), modificou as regras a respeito dos lastros dos CRI e CRA. A nova regra vem em conjunto com diversas ações do governo que visam maior arrecadação¹. Outra razão levantada é que os CRI e CRA estavam perdendo a função de incentivar os mercados imobiliário e de agronegócio, uma vez que eram comumente emitidos por empresas sem relação com este setor.

Especificamente em relação aos CRIs, a resolução restringe o uso, como lastro, dos títulos de dívida e dos direitos creditórios. A nova regra veda a emissão de CRI com lastro em dívida de instituições financeiras e de companhias abertas, exceto se forem do setor imobiliário. As emissões também não poderão conter retenção de risco por tais companhias e instituições. Por essa leitura, desde que não sejam partes relacionadas de tais companhias abertas e instituições financeiras, essa vedação não afeta sociedades limitadas ou anônimas de capital fechado.

Em relação aos direitos creditórios, a regra proíbe que o lastro seja decorrente de operações entre partes relacionadas. Por exemplo, um compromisso de compra e venda ou contrato de locação entre duas empresas do mesmo grupo econômico. Além disso, a destinação de recursos do CRI não pode mais ser o reembolso de despesas. Apenas gastos e despesas futuras.

[Passados 4 meses da publicação² da nova resolução](#), é esperado que já possamos observar alguns dos seus efeitos sobre o mercado de emissão de CRIs. Para isso analisamos dados do mercado primário, com as novas emissões de CRIs, e dados do mercado secundário, onde é possível observar a evolução do ambiente de negociação desses papéis.

Quais são os impactos esperados sobre o mercado de CRIs?

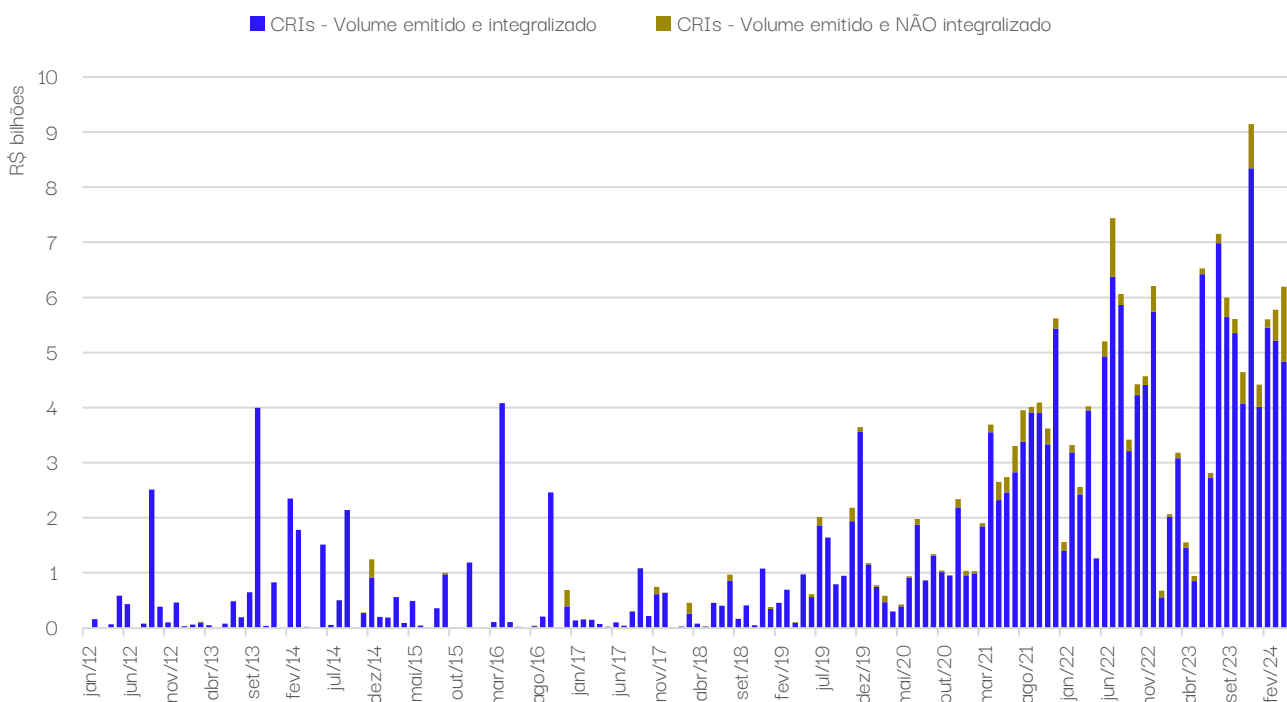
É esperado que as restrições impostas tanto nos lastros, quanto nos perfis de emissores de CRIs, reduzam a quantidade e o volume das emissões. Em análise feita pelo Clube FII³, as operações vetadas pelo CMN representam 50% de todo o volume de emissões feitas em 2023, ou 34% da quantidade de operações. Trata-se de um volume significativo desse mercado.

Com menos emissões, haverá uma oferta menor de títulos incentivados disponíveis para os investidores, sejam eles pessoas físicas ou fundos que compravam esses papéis. Se a oferta diminui, pode haver uma pressão de demanda que acarrete aumento de preços. O aumento de preços pode ser observado por meio da queda das taxas de juros que remuneram esses títulos, levando a uma redução dos spreads das operações do mercado primário e secundário.

Quais são os efeitos já percebidos nos dados de mercado?

No mercado primário os efeitos da nova resolução do CMN começaram a ser percebidos - tanto sobre o volume de emissões, quanto sobre as taxas de negociação. Com relação ao volume negociado, é possível observar uma queda no volume emitido e integralizado a partir de março de 2024, como pode ser observado no Gráfico 1. Mas trata-se de um mercado com sazonalidade de mensuração incerta, dificultando a análise marginal das emissões mensais.

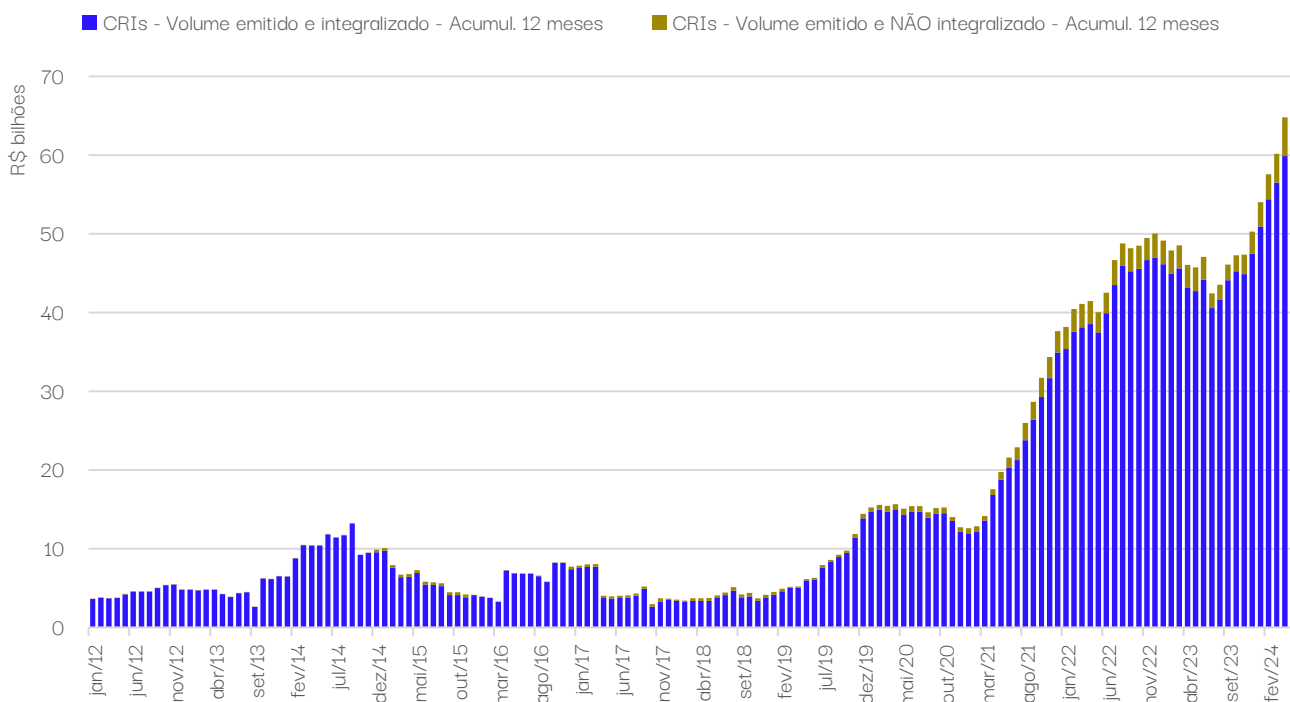
Gráfico 1 - Volume emitido e integralizado de CRIs, por mês



Fonte: CR Data - Clube FII. Elaboração: cy search

Avaliando o volume emitido e integralizado acumulado em 12 meses, no Gráfico 2, é possível observar que o mercado continua no maior nível de emissões de CRIs já observado, de R\$ 61,5 bilhões, mas com taxas de crescimento decrescentes na margem (saindo de 6,0% para 2,6% na comparação mensal, em Mai/24⁴). No entanto, ainda é difícil afirmar se essa evolução está mais relacionada à nova Resolução do CMN, ou se está relacionada ao ambiente de taxa de juros, que apresentou maior volatilidade nos últimos meses.

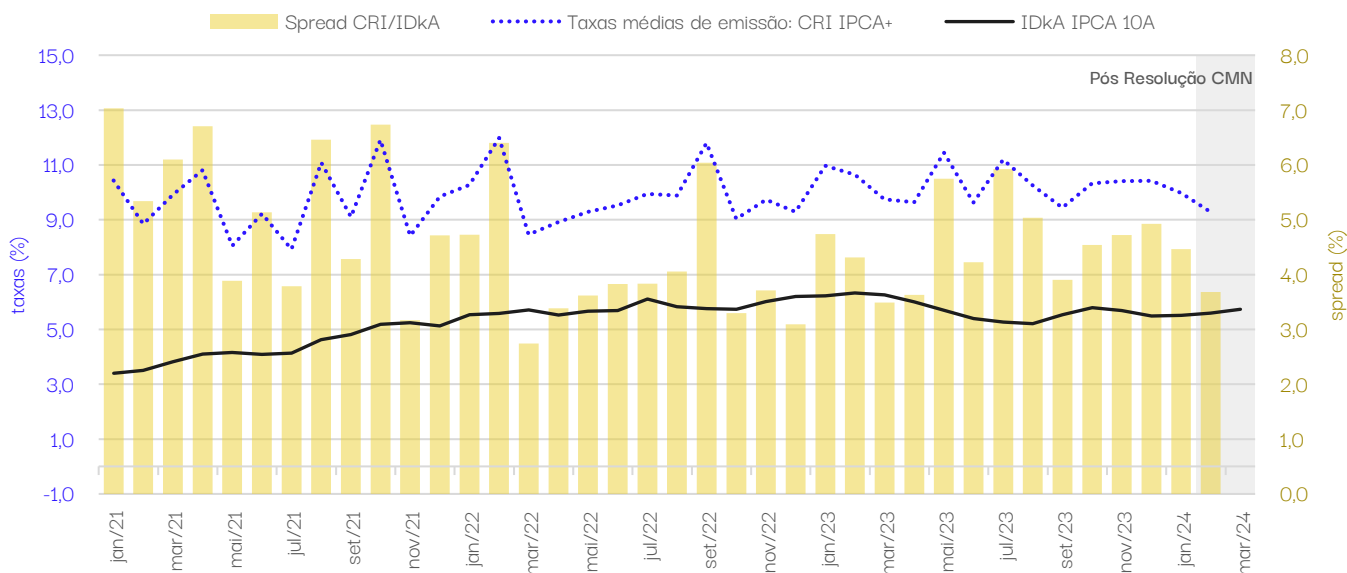
Gráfico 2 – Volume emitido e integralizado de CRIs, acumulado em 12 meses



Fonte: CR Data – Clube FII. Elaboração: **cy search**

O ambiente de [maior incerteza nas taxas de juros futuras](#) torna necessária a análise do [spread das novas emissões de CRIs](#). Considerando os CRIs indexados ao IPCA que foram emitidos em [Fev/24](#) – último mês para o qual temos dados de taxas de emissão disponíveis, e o seu spread com relação a IDKa IPCA 10A, é possível observar uma [queda de -0,9 p.p. no spread](#) nesse mês, em comparação com a média de spread dos 12 meses anteriores, como pode ser observado no Gráfico 3. O IDKa IPCA acompanha o retorno dos títulos sintéticos de duração constante indexados ao IPCA.

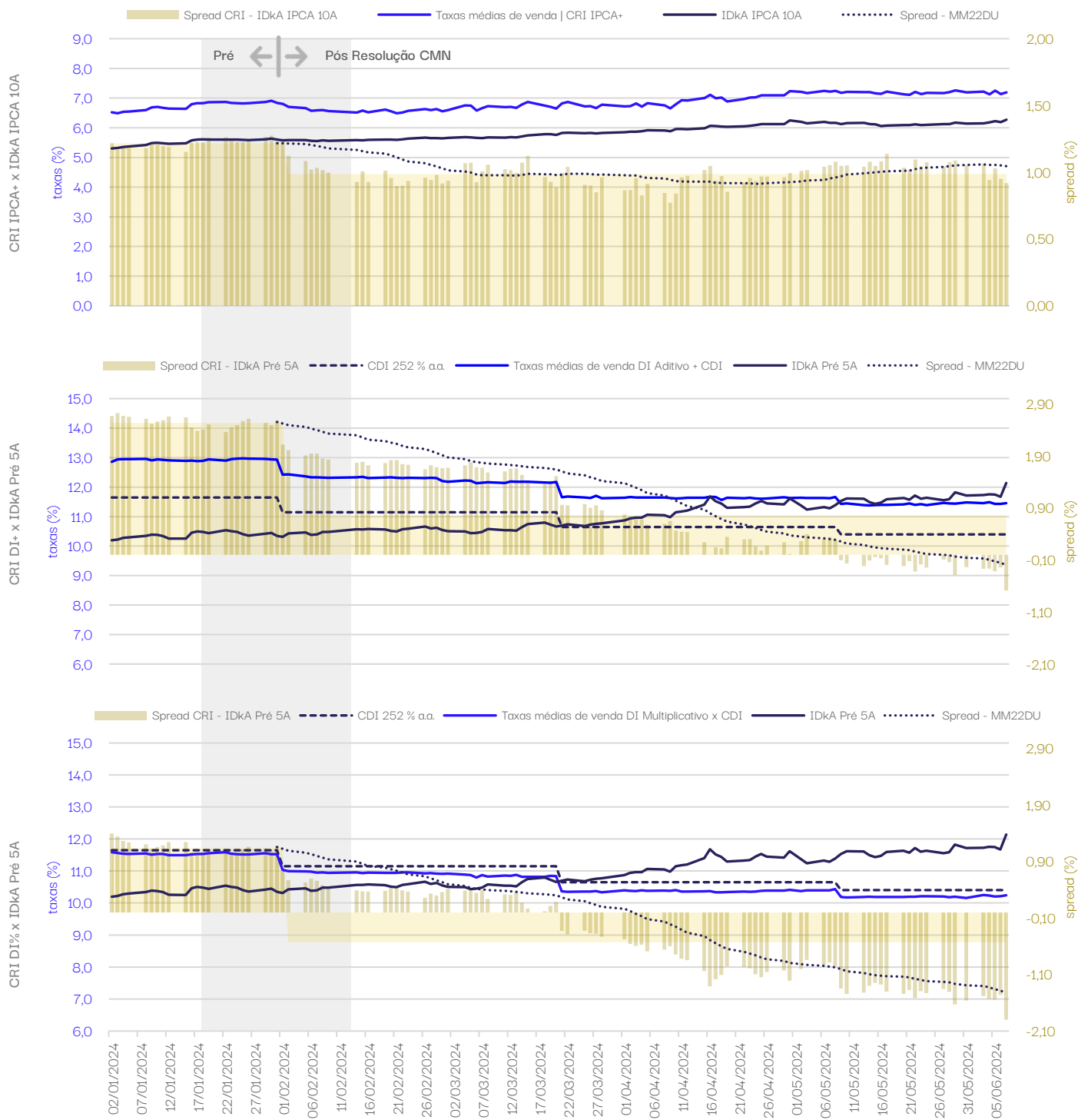
Gráfico 3 – Spread médio das taxas de emissão de CRIs indexados ao IPCA, com relação ao IDKa IPCA 10A



Fonte: CR Data – Clube FII. Elaboração: **cy search**

No **mercado secundário**, o ambiente de negociações de CRI foi impactado no dia seguinte à alteração das regras. Nos Gráficos 4, 5 e 6 são apresentados os spreads médios diários das negociações de CRI IPCA+, DI+ e DI% com relação às respectivas taxas de juros futuras, capturadas de forma sintética pelo IDkA IPCA 10A e IDkA Pré 5A. É possível observar queda nos spreads médios de negociação entre os períodos imediatamente anterior e posterior da nova resolução, o que evidencia as pressões de demanda por esses papéis no mercado secundário.

Gráficos 4, 5 e 6 - Mercado secundário de CRIs: spread médio das taxas de negociação de CRIs com relação ao IDkA



Fonte: ANBIMA e SGS - BCB. Elaboração: **cy search**

Perspectivas

A limitação das emissões de CRI somente àquelas que estejam de fato ligadas ao setor imobiliário já está provocando **desequilíbrios entre a oferta e demanda**. O principal canal por onde pudemos perceber esse impacto é sobre o **spread das negociações de mercado secundário**. Os **efeitos sobre as emissões no mercado primário ainda são marginais**, mas começaram a ser observados nos dados disponíveis.

Para reequilibrar os níveis de oferta e demanda, o mercado de CRIs continuará passando por ajustes. Do lado da demanda, é possível que uma parte dos investidores continue migrando para outros papéis incentivados, como as debêntures isentas de IR. Do lado da oferta, poderemos observar **maior concorrência para a originação** de operações – o que pode levar ao aumento de CRIs com maior relação risco x retorno, **gerando boas oportunidades para FIIs de papel bem-posicionados nesse mercado**.



Notas de rodapé:

¹ O CRI representa um instrumento com o propósito de incentivar o setor imobiliário, considerado essencial para o desenvolvimento do país - e não os demais. Por ser isento de imposto de renda, a descaracterização do instrumento estava levando a perda de arrecadação.

² Resolução CMN nº 5.118, de 1º de fevereiro de 2024, seguida pela Resolução CMN nº 5.121, de 1º de março de 2024.

³ [Link](#) para a reportagem.

⁴ Dados extraídos da plataforma CR Data, do Clube FII, em 4 de junho de 2024.

⁵ Os prazos selecionados estão alinhados ao prazo médio das operações mais recentes de CRI indexados ao IPCA e ao CDI, respectivamente.

cy.capital

Danilo Hannun

danilo.hannun@cy.capital

Danny Gampel

danny.gampel@cy.capital

Eliane Teixeira dos Santos

eliane.santos@cy.capital

Gustavo Rassi de Andrade Vaz

gustavo.vaz@cy.capital

João Vitor Risques

joao.risques@cy.capital

Pedro Henrique Tillier

pedro.tillier@cy.capital

Vinicius de Oliveira

vinicius.deoliveira@cy.capital