

DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/gvcasosv3n1c1>

COVERED BONDS: UMA ALTERNATIVA VIÁVEL?

Covered Bonds: a feasible alternative?

MAURO FRANCISCO DE ANDRADE FILHO – mauroandrade@mauroandrade.com

Inspere – Instituto de Ensino e Pesquisa – São Paulo – SP, Brasil

LEONARDO PAGANO – leonardop@insper.edu.br

Inspere – Instituto de Ensino e Pesquisa e Pontifícia Universidade Católica – São Paulo – SP, Brasil

RICARDO HUMBERTO ROCHA – ricardohr@insper.edu.br

Inspere – Instituto de Ensino e Pesquisa – São Paulo – SP, Brasil

Submissão: 03/12/2012 | Aprovação: 26/02/2013

Resumo

Especialistas discutem uma nova opção de captação de recursos no mercado imobiliário: os Covered Bonds. Diferentes pontos de vista, da empresa ao investidor qualificado, parecem revelar conclusões diversas.

O caso pode ser utilizado em matérias sobre finanças que abordem investimentos, alternativas de captação de recursos e também em discussões a respeito do mercado imobiliário.

Palavras-chave: Captação de recursos; Finanças; Investimentos; Mercado imobiliário; Covered Bonds.

Abstract

Specialists discuss a new option for raising funds in the real estate market: covered bonds. Different viewpoints, from the company to the qualified investor, appear to reveal different conclusions.

The case can be used in subjects relating to finance that deal with investments and alternative ways of raising funds and also in discussions about the real estate market.

Keywords: Fund-raising; Finance; Investments; Real Estate Market; Covered Bonds.

Sexta-feira, 30 de setembro de 2011, reunião na ABECIP

Christian Filgueiras, doutor pesquisador da Universidade de São Paulo, e Thiago dos Anjos, um jovem e ambicioso analista de uma conceituada securitizadora brasileira, são convidados para uma reunião na Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), onde são questionados a respeito de suas percepções sobre uma possível implantação de *covered bonds* no mercado brasileiro. Ambos já sabiam, ao chegar à reunião, que a associação era defensora

desses *bonds* como alternativa de *funding* imobiliário, conforme recente pronunciamento de seu presidente nos principais jornais financeiros do País.

Filgueiras e Dos Anjos partilhavam de opiniões distintas, porém ambos sabiam que estavam ali apenas para expressar suas opiniões, enriquecer o debate sobre a adoção dos *covered bonds* e, conforme solicitado, servir como consultores da ABECIP. Apesar de alguns representantes da cúpula da associação serem a favor da criação desse novo ativo financeiro, foram solicitadas opiniões externas, pois era vontade da ABECIP apresentar um parecer ao Banco Central do Brasil defendendo ou não a implementação desses títulos, decisão a qual ainda gerava certa inquietação dentro da associação. Dessa forma, era crucial o cuidado com as palavras, visto que qualquer deslize poderia ser interpretado erroneamente.

O fato de um participante ser acadêmico e o outro, um profissional de mercado, na opinião da solicitante, seria algo que agregaria muito valor à discussão. Entretanto, talvez não tivesse sido observado o possível conflito de interesses envolvido no debate. Cada um poderia facilmente direcionar o rumo da conversa para melhor atender aos seus objetivos. Por um lado, um novo título de renda fixa estruturado no mercado poderia trazer boas oportunidades de consultoria para um professor renomado como Christian Filgueiras. Já para Thiago, esse *bond* seria uma concorrência para sua securitizadora, possivelmente diminuindo o fluxo de operações e impactando negativamente sua remuneração.

Começada a reunião, preparada em conjunto pelos convidados, a pauta consistia em: apresentar os principais instrumentos para captação de recursos no mercado imobiliário, apresentar os *covered bonds* de uma forma geral e discutir uma conclusão em conjunto com os membros presentes da ABECIP, decidindo implementar ou não os *covered bonds* no Brasil. Caberia a Ricardo Clemente, conselheiro da ABECIP e coordenador da reunião, o parecer final, que recomendaria ou não sua implementação.

Sobre a ABECIP

Missão: Defender os direitos, interesses e prerrogativas das entidades associadas, colaborar para o desenvolvimento e estimular o aperfeiçoamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) e do Sistema Financeiro Nacional (SFN), em consonância com a política adotada pela Federação Brasileira de Bancos (Febraban).

A ABECIP foi criada em 1967, com a função de contribuir para a formação de um sistema de crédito imobiliário sólido e estável. Para tal, a entidade acredita que as ofertas de crédito devem ter bases justas e equitativas, sendo, assim, capaz de assegurar o desenvolvimento sustentável dos financiamentos e pautada em rigorosos padrões éticos.

Como representante dos agentes financeiros do SBPE e do SFI, a ABECIP tem como propósito básico o acompanhamento do crédito imobiliário em todas as suas vertentes; a proposição e o encaminhamento ao debate público de medidas para seu aperfeiçoamento; o diálogo maduro com as autoridades e público relacionado; e, acima de tudo, contribuir para o aperfeiçoamento de um ambiente que proporcione a expansão da oferta da casa própria e demais produtos imobiliários, agindo como protagonista no crescimento econômico.

Desenvolvimento da reunião

Apresentação sobre caderneta de poupança

Filgueiras deu início à reunião, dizendo que a caderneta de poupança é um dos investimentos mais procurados pela maioria dos brasileiros que têm conta em bancos. Em contraste à demanda desse produto, está o nível de conhecimento dos que utilizam tal serviço. Muitas vezes, o retorno real da poupança é igual a zero, apenas preservando o valor do dinheiro no tempo.

Ressaltou, também, que a aplicação em poupança apresenta um risco de crédito muito baixo em relação a outros investimentos. O poupador tem uma garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) no valor de R\$ 70 mil por CPF e por banco. Isso significa dizer que um poupador pode ter, por exemplo, R\$ 140 mil divididos igualmente em dois bancos diferentes e estar 100% coberto pelo FGC.

Por último, explicou que a rentabilidade desse investimento é dada de duas formas distintas. A primeira situação acontece quando a taxa Selic está acima de 8,5% ao ano: uma taxa prefixada de 0,5% a.m. + uma taxa pós, chamada de Taxa Referencial (TR) (Anexo 1). Caso a Selic esteja igual ou abaixo de 8,5%, usa-se outro método para calcular a rentabilidade da poupança: 70% da Selic vigente no dia do aniversário da poupança + TR. Adicionalmente, uma medida tomada pelas autoridades econômicas que buscam tornar a rentabilidade da poupança mais atrativa foi o subsídio fiscal. Diferente de muitas outras operações de renda fixa, o investimento em poupança não é tributado.

Essa atratividade fez com que a caderneta de poupança fosse a principal fonte de financiamento imobiliário nos últimos anos. Mesmo porque, por lei, os bancos são obrigados a destinar 65% dos depósitos em poupança para o crédito habitacional.

Apesar do baixo risco e da isenção fiscal que atraem o investidor, Filgueiras teme que o crescimento dos depósitos de poupança não acompanhe o ritmo de concessão de crédito, deixando de atender a demanda nos próximos anos. Transcreveu, inclusive, trechos de reportagem do jornal *Valor Econômico* do dia 26 de maio de 2011:

A poupança, principal fonte de financiamento do crédito imobiliário, pode ser insuficiente para atender a demanda do setor antes mesmo de 2013, data limite com a qual vinham trabalhando os bancos que atuam na área. Por conta disso, instituições começaram a computar em seus cenários que enfrentarão a escassez de funding para o crédito imobiliário já a partir do ano que vem. Entre os nomes que estão revisando a sua base de recursos frente à forte procura está a Caixa Econômica Federal, que detém, sozinha, 40,6% do financiamento à habitação, considerando-se só aqueles feitos com os recursos da caderneta. O banco federal prevê uma situação crítica a partir do segundo trimestre de 2012. Com a pulga atrás da orelha estão ainda os estrangeiros HSBC e Santander, que têm monitorado de perto a velocidade da captação em relação às novas contratações de empréstimo, para medir em quanto tempo a poupança vai rarear. Bradesco e Itaú, com saldos mais robustos da aplicação, ainda trabalham com disponibilidade até 2013. (Anexo 2 apresenta gráficos do artigo)

Apresentação sobre securitização – Certificados de Recebíveis Imobiliários

Depois disso, passou a palavra a Dos Anjos, que tinha a incumbência de falar sobre securitização. Em primeiro lugar, Dos Anjos lembrou que a securitização de ativos consiste na emissão de valores mobiliários (ou títulos de crédito) lastreados por um *pool* de ativos. Uma operação de securitização caracteriza-se pela completa eliminação do risco de crédito do originador, por meio da venda desse conjunto de recebíveis para uma securitizadora, a qual emite o valor

mobiliário, realizando o pagamento aos investidores com o fluxo de caixa futuro gerado por esses créditos. Portanto, a securitização é uma estrutura de captação de recursos vinculada quase que exclusivamente à qualidade dos ativos lastreantes e à capacidade das receitas geradas por estes.

Acrescentou que, internacionalmente, os ativos de securitização encontram-se divididos em dois grupos: *Asset Backed Securities* (ABS) e *Mortgage Backed Securities* (MBS).

As estruturas derivadas de operações internacionais de MBS, que é securitização de hipotecas, são representadas, no Brasil, pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), emitidos pelas securitizadoras, sociedades anônimas de capital aberto.

No que concerne à rentabilidade, os MBS brasileiros, ou simplesmente CRI, são oportunidades de investimento de longo prazo. Sua taxa de retorno, muitas vezes, é acima da taxa Selic. Muitas operações contam, ainda, com o reforço de crédito do originador, ficando coobrigados a pagar aos investidores em caso de má *performance* do lastro, reduzindo o risco do investidor. Além disso, investidores pessoas físicas não pagam imposto de renda sobre o investimento em CRI, algo que torna ainda mais interessante o investimento em tal ativo.

Por último, disse que a securitização imobiliária existe há muitos anos, porém, só a partir de 2008, o mercado brasileiro teve um montante significativo de emissões (Anexo 3). Apesar do recente *boom* no montante de emissões, o mercado brasileiro de securitização imobiliária tem um potencial muito grande de crescimento quando comparado a mercados maduros (EUA), podendo tornar-se o principal instrumento de captação de recursos para o setor imobiliário.

Logo em seguida, Filgueiras contestou, dizendo que o principal problema dos CRI é a demora para registrar na CVM uma oferta pública. Por esse motivo, a maioria das emissões desses certificados é privada. Emissões privadas prejudicam a captação, pois não se consegue atingir os investidores de pequeno porte. Apenas investidores qualificados podem investir em tal modalidade. Isso significa dizer que o investimento mínimo é de R\$ 300 mil, comprometendo seu uso como principal instrumento de captação do setor imobiliário.

A argumentação de Filgueiras provocou discussões paralelas entre os presentes, propiciando o momento oportuno para se descrever o *covered bond* (CB). Conseqüentemente, Paulo, executivo da ABECIP designado para explicar esse título, começou a falar.

***Covered bonds*: instrumento bastante utilizado na Europa e EUA**

O CB nada mais é que uma dívida estruturada, garantida por um *pool* de ativos de altíssimo nível. Os ativos devem observar padrões mínimos de qualidade, estabelecidos na lei específica ou, na ausência, nos contratos sob os quais os CB foram emitidos.

Paulo informou também que, apesar da qualidade do *pool*, o regulador não se absteve apenas a isso. Os ativos que servem de lastro para a emissão são blindados; caso o emissor entre em falência, o lastro da emissão é utilizado para pagar primeiramente todos os credores dos *bonds*. Existem basicamente três estruturas para emissão de CB: primeiro, a lei que rege os CB exclui o *pool* da massa falida ou determina uma ordem de prioridade para pagamento dos investidores. Segundo, o *pool* de ativos é transferido para uma sociedade de propósito específico, uma estrutura semelhante à dos ABS, que garante as obrigações do CB. A terceira maneira é a transposição da *European Collateral Directive*¹, que determina regras para penhor em caso de insolvência do emissor.

¹ Diretiva europeia sobre garantias.

Enfatizou que é dever do emissor garantir que o lastro da operação seja sempre superior ao valor de face dos *bonds* em todos os momentos, até a maturidade. Para que a instituição emissora garanta esse dever, pode ser necessário adicionar novos créditos ao *pool*. Os ativos adicionados para garantir o valor de face da operação devem também seguir o padrão de qualidade dos antigos. O incremento de novos contratos no *pool* de ativos é necessário para compensar os já vencidos e os inadimplentes.

O monitoramento do *pool* de ativos faz-se necessário para defender os interesses dos investidores em CB. Para se fazer um monitoramento eficiente, é necessária a escolha de uma instituição externa e independente em relação ao emissor (*trustee*). Uma supervisão tradicional engloba: auditoria periódica dos ativos que formam o *pool* e gerenciamento contínuo para garantir os pagamentos no prazo correto.

Acrescentou que tal dívida é bastante utilizada nos Estados Unidos e em países da Europa como fonte de captação de recursos, a qual se distingue da securitização pelo fato de os ativos continuarem no balanço do emissor. Os encargos de tal captação (juros + amortização) são pagos pelo banco emissor, e os ativos-lastro servem apenas como uma segunda garantia. Especificamente no mercado europeu, as garantias dos CB são: financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, empréstimos ao setor público ou financiamentos garantidos por navios. Nos EUA, porém, os ativos que usualmente lastreiam esse tipo de operação são financiamentos residenciais. Tanto nos EUA como no continente europeu, existem regras específicas de LTV² (*loan-to-value*); para financiamentos imobiliários residenciais, costuma ser de 80% e para financiamentos imobiliários comerciais, 60%. O CB é um dos instrumentos mais utilizados no mercado de capitais europeu, responsável por mais de 15% do *funding* imobiliário na Europa.

Segundo as regras que regem as emissões de tais dívidas nos EUA, o CB pode ser emitido em moeda não funcional do banco emissor, desde que o risco cambial seja eliminado por meio de operações de *hedge* cambial. Pode ser ofertada ao investidor uma taxa tanto prefixada quanto flutuante. O regulador ainda diz que, após a emissão dos títulos, o CB não pode corresponder a mais de 4% do total do passivo do banco.

Concluiu, então, que os CB, tendo em vista seu sucesso nos mercados internacionais, parecem uma alternativa a mais para o investidor global. Contudo, para a tropicalização dos CB, são necessárias a adoção e modificação de alguns pontos na legislação brasileira. Citou o seguinte texto da autora Isabella Fonte Boa Rosa Silva³:

Para a adoção dos covered bonds, a legislação brasileira deveria instituir a criação de título à semelhança das LH e das LCI, incluindo as características essenciais dos covered bonds, tais como: i) emissor deve ser instituição financeira que pode atuar no mercado de crédito imobiliário, sujeita à supervisão bancária especial; ii) detentores dos títulos devem ter direitos de forma prioritária sobre o pool de ativos em relação aos demais credores da instituição, em caso de insolvência do emissor; iii) instituição emissora deverá possuir ativos suficientes para cobrir os direitos dos detentores dos títulos durante todo o tempo da maturidade dos bônus; e iv) designação de monitor independente para assegurar as obrigações da instituição emissora em relação aos ativos elegíveis de forma a garantir os direitos dos investidores, com aprovação do supervisor bancário.

² VP das parcelas restantes pela taxa do contrato, dividido pelo valor do imóvel.

³ 2ª colocada no III Prêmio ABECIP de Monografia.

De volta à mesa de reunião

Ricardo Clemente, então, continuou coordenando a reunião, dizendo: "Após essas explicações sobre o funcionamento dos mais notórios instrumentos de *funding* imobiliário do mercado brasileiro e uma introdução sobre *covered bonds*, passamos à sessão de debates". Filgueiras pede a palavra e diz: "Os *covered bonds* europeus, por se tratarem de produtos mais estruturados, com certeza não serão concorrentes da captação da caderneta de poupança. Porém, farão frente aos CRI e, caso caia nas graças dos investidores, os títulos securitizados em pouco tempo serão extintos".

O pesquisador continua com sua profecia, ao passo que Dos Anjos escuta atentamente, aparentando não estar gostando do que ouve:

A qualidade de crédito de um covered bond é superior em relação aos CRI. Ao passo que o investidor dos certificados sofre com a possível falta de boas práticas no momento da originação do crédito, o investidor em CB está completamente blindado contra isto. O pool de ativos que lastreiam um bond europeu é dinâmico, qualquer deslize ou pré-pagamento, a carteira será recomposta. Já os CRI, infelizmente ou felizmente, apresentam um lastro estático. Isso implica dizer que, caso haja uma inadimplência, o investidor arcará com as consequências. Porém, inadimplência não é o pior no meu modo de ver, visto que a maioria dos contratos de financiamento apresenta alienação fiduciária. O maior problema é o pré-pagamento, quando um mutuário antecipa suas parcelas, o valor é descontado por uma taxa a qual faz com que o investidor seja prejudicado, não recebendo seu valor de face.

Após essas colocações, Filgueiras se cala, dando oportunidade ao colega para expor seus pensamentos. Dos Anjos, um jovem ambicioso que via seus bônus crescerem semestre após semestre, tratou logo de defender o mercado em que atuava e continuou: "Concordo com meu amigo Christian quando ele diz que os *covered bonds* não competirão com a poupança. De fato, os *bonds* estão muito mais correlatos aos MBS do que qualquer outro instrumento. Ambos os produtos disputaram a atenção dos investidores institucionais".

A respeito dos riscos envolvidos em ambos os títulos, o jovem destacou:

De fato, os CRI não possuem uma carteira-lastro dinâmica e algumas emissões de fato sofrem com o fraco desempenho da mesma. Mas o risco de pré-pagamento só acontece em estruturas malfeitas. Uma emissão bem-estruturada, utilizando as taxas de desconto corretas, a tranche sênior não corre esse risco. A TIR do investidor permanecerá a mesma.

Outro ponto a que o profissional de mercado estava atento era sobre as preferências dos principais clientes desse tipo de emissão. Conforme observado, os CB têm incomodado incorporadoras. Para essas empresas, a concessão de crédito imobiliário continuará concentrada nas mãos de poucos agentes, que são os principais bancos do País, o que não pode ser bom para o tomador de crédito.

Após intercalar defesas a respeito de securitização e dificuldades para implantação dos CB, Dos Anjos dá seu último suspiro:

Não há que discutir se os covered bonds são mais seguros que os CRI. Porém, algo que possivelmente poucos aqui pensaram foi que, diferentemente dos países europeus responsáveis pela

maior parte da emissão dos bonds (Inglaterra, Alemanha, França e Dinamarca), o Brasil não apresenta um rating “AAA”. O BNP Paribas, maior emissor de covered bonds, tem um rating “A” (abaixo do rating soberano dos países em que atua), ao passo que os grandes bancos brasileiros apresentam a mesma nota de crédito do nosso título soberano. Dessa forma, é de se esperar que, caso nossos bancos comecem a negociar covered bonds, seja a uma taxa abaixo da Selic. (Anexos 4 e 5)

Os diretores da ABECIP se olham, até que alguém pergunta: Por que alguém compraria um CB para receber menos que a Selic, sendo que pode correr o risco Brasil e receber Selic?

Ricardo Clemente, conselheiro com muitos anos de experiência no mercado financeiro, interrompe a discussão:

Gostaria de lembrar aos presentes o caso ocorrido em 2002. Véspera das eleições, Luiz Inácio Lula da Silva, um candidato de esquerda conhecido pelo discurso historicamente heterodoxo, era o favorito para eleição presidencial. Naquela época, o mercado acreditava que o novo governo, se eleito, iria promover um calote sem precedentes em sua dívida. Com o passar dos meses, ficava mais evidente a vitória do candidato de esquerda, desta forma, LFTs eram negociadas com deságio de aproximadamente 115% do CDI. Este fato, juntamente com novas exigências do Banco Central, deu origem a uma das grandes crises brasileiras, conhecida como crise da Marcação a Mercado (MTM) de 2002.

Clemente finaliza seu raciocínio dizendo que, em períodos de desconfiança em relação à economia e/ou a política brasileira, os CB poderiam ser o porto seguro dos investidores, tendo em vista que, na época da crise da MTM, milhares de investidores que sacaram seus recursos de fundos DI aplicaram em CDBs e poupança.

Filgueiras, entretanto, discordou:

As LFTs são como as finanças conceituam de “risk free”. Estaríamos esquecendo que, na pior das hipóteses, o governo pode emitir moeda para pagar os títulos? Mesmo com o possível risco de inflação, a emissão de moeda seria uma solução menos dolorosa que o calote. Além de o Brasil possuir uma relação dívida/PIB controlável naquela época, não faria sentido técnico nem político o calote.

Filgueiras finaliza o assunto crise MTM dizendo que aquele foi um momento de irracionalidade do investidor, causado pelo que as finanças comportamentais chamam de efeito manada, e que não faz sentido o que aconteceu naquela época: migração de LFT ou outros títulos públicos para poupança ou CDB.

Além das explicações dadas pelo pesquisador, Dos Anjos reiterou outro fato, agora relacionado diretamente aos CB e não mais à crise MTM:

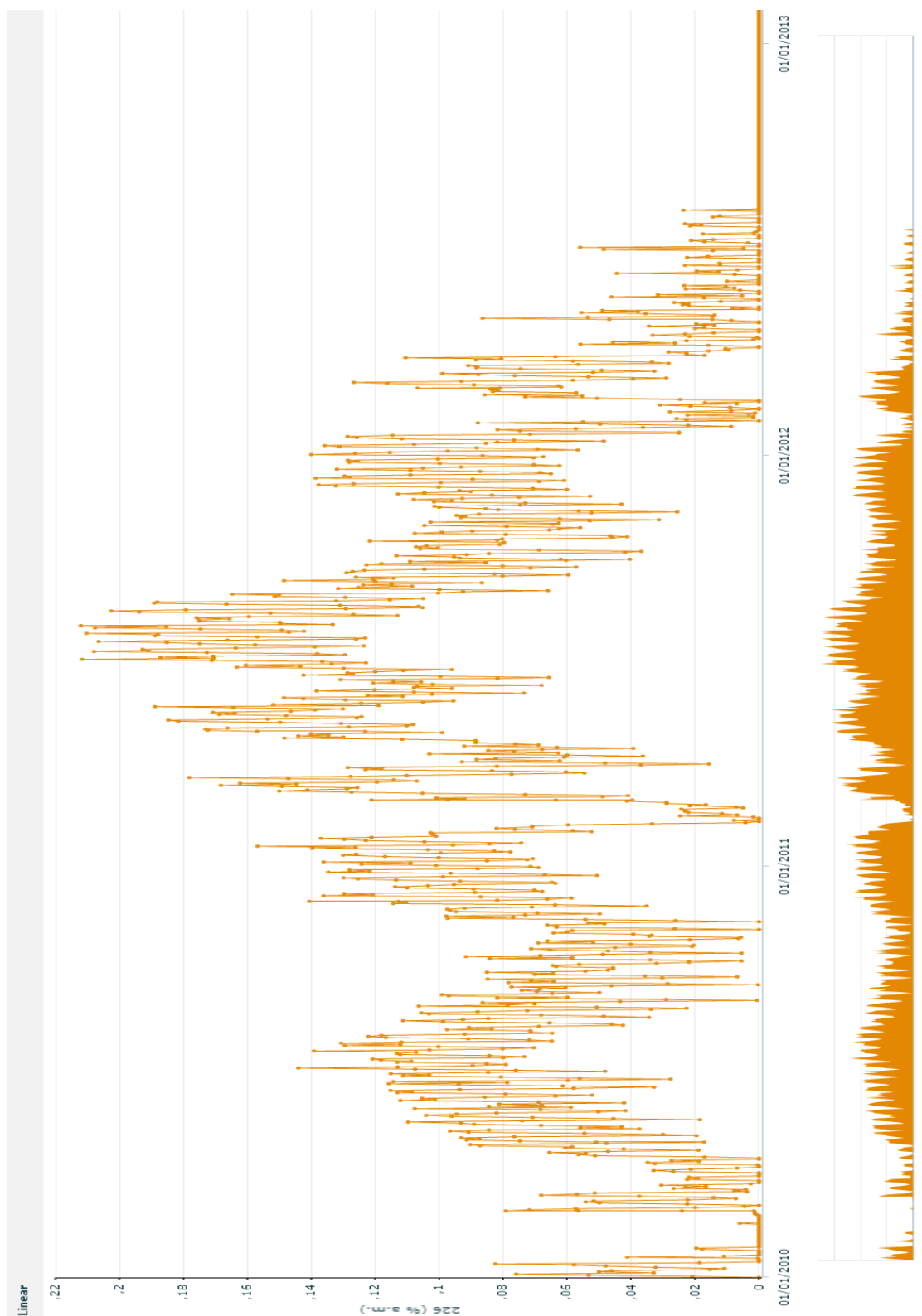
Teoricamente, uma emissão de covered bonds pode ter um rating melhor que a nota de crédito soberana. Segundo a agência de rating Fitch, uma emissão privada pode ter até três níveis de rating acima da nota soberana do país do emissor. Porém, quem garante que, caso haja um default soberano, os bancos, com suas carteiras predominantemente de títulos públicos, honrarão todos os compromissos?

Muitos defensores dos CB vão falar que a estrutura de uma operação como essa segrega do balanço do emissor o *pool* de ativos. Mas cabe ressaltar que muitos desses ativos que compõem o *pool*, pelo menos na Europa, são empréstimos ao setor público.

Dos Anjos concluiu seu ponto de vista da seguinte forma:

Os covered bonds talvez façam sentido a um investidor global que tem políticas definidas de risco, podendo apenas investir em títulos com determinado rating. Um covered bond emitido no Brasil talvez faça sentido para um investidor estrangeiro, pois este está exposto a yields baixas em países AAA, dessa forma ele pode alcançar um rating global maior que o BBB brasileiro e uma yield mais generosa, comparada a países AAA, ajudando, assim, no seu portfólio management.

Ricardo Clemente finalizou a discussão, agradecendo a presença de todos com muito entusiasmo. Entretanto, sabia que sua tarefa para as próximas horas era árdua: apresentar parecer final sobre o assunto na próxima reunião do Conselho da ABECIP. Ele recomendaria a implementação do CB?

Anexo 1
Variação da Taxa Referência de Juros

Fonte: Banco Central do Brasil

Anexo 2

O nó do crédito imobiliário – em R\$ bilhões

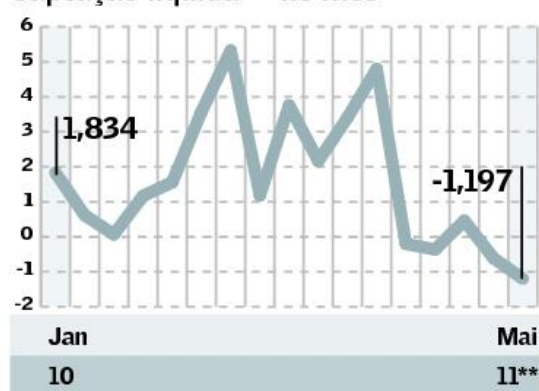
Financiamento imobiliário

Contratados* - no mês



Poupança

Captação líquida* - no mês



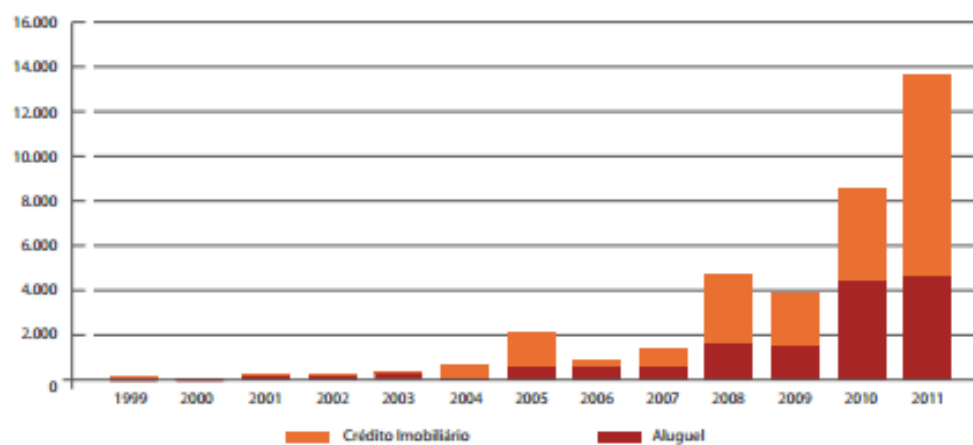
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: *Valor Data*. * SBPE. ** Até o dia 19.

Anexo 3

Emissões de CRI e de MBS

Emissões de CRI - Montante (em R\$ milhões)

Fonte: Uqbar



Fonte: Uqbar

COVERED BONDS: UMA ALTERNATIVA VIÁVEL?

Mauro Francisco de Andrade Filho, Leonardo Pagano, Ricardo Humberto Rocha

Emissões de MBS por tipo de emissor (USD bilhões)			
Ano	GSE's*	Privadas	Total
1996	440,70	51,90	492,60
1997	535,00	69,40	604,40
1998	952,00	191,90	1.143,90
1999	884,00	140,50	1.024,50
2000	582,30	101,70	684,00
2001	1.454,80	218,80	1.673,60
2002	1.985,30	288,50	2.273,80
2003	2.725,80	440,60	3.166,40
2004	1.375,20	532,70	1.907,90
2005	1.321,00	901,20	2.222,20
2006	1.214,70	917,40	2.132,10
2007	1.372,20	773,90	2.146,10
2008	1.299,20	45,00	1.344,20
2009	1.925,00	31,90	1.956,90

Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) * Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac (Emissões Públicas)

COVERED BONDS: UMA ALTERNATIVA VIÁVEL?
Mauro Francisco de Andrade Filho, Leonardo Pagano, Ricardo Humberto Rocha

Anexo 4 Emissões de CRIs (ordenada por data)

Data Emissão	Montante	Remuneração	Prazo meses	Rating / Agência
10/08/2009	20.334.500,00	TR + 11% aa	138	AAA/Fitch
10/08/2009	4.166.506,50	TR + 14% aa	305	-
09/09/2009	71.766.681,00	IGP-M + 9,15% aa	71	AA+/Fitch
09/09/2009	13.669.875,00	IGP-M + 14% aa	139	-
27/11/2009	18.360.000,00	IGP-M + 12% aa	97	-
10/12/2009	18.252.000,00	IGP-M + 10% aa	60	-
15/12/2009	101.869.500,00	100% DI Over	24	-
15/12/2009	12.596.000,00	100% DI Over	204	-
15/12/2009	102.906.860,00	100% DI Over	36	-
15/12/2009	27.356.000,00	100% DI Over	204	-
17/12/2009	11.723.200,00	IGP-M + 10% aa	68	-
28/01/2010	20.000.000,00	IPCA + 9,7365% aa	59	AA-/Fitch
09/03/2010	81.495.895,68	11,5% aa	24	-
09/03/2010	4.289.410,77	11,5% aa	204	-
30/03/2010	53.359.316,00	TR + 10,70% aa	180	-
05/05/2010	35.014.000,00	IGP-DI + 8,4% aa	178	-
11/05/2010	116.975.023,00	IGP-M + 7,7% aa	59	AA-/Fitch
11/05/2010	41.615.970,00	IGP-M + 12% aa	75	-
10/07/2010	87.321.065,00	IGP-M + 7,95% aa	178	AA+/S&P
10/07/2010	15.000.000,00	IGP-M + 9% aa	178	-
07/10/2010	103.224.615,19	IGP-DI + 8,2% aa	203	-
23/11/2010	15.434.149,38	IGP-M + 7,8% aa	66	-
23/11/2010	3.055.219,30	TR + 11,5% aa	83	-
23/11/2010	3.009.897,00	IGP-M + 12,0% aa	118	-
01/10/2010	17.755.000,00	IGPM + 10% aa	71	-
14/12/2010	300.000.000,00	CDI + 1,3% (Taxa máxima Bookbuilding)	61	A+/Fitch
19/11/2010	81.000.000,00	IGP-M + 7,8% aa	48	AA-/Fitch
19/11/2010	9.000.000,00	IGP-M + 7,8% aa	48	-
26/11/2010	228.000.000,00	11,45% aa	24	-
23/12/2010	46.634.385,00	94% DI over	60	-
14/01/2011	22.500.000,00	IGPM + 10% aa	60	A/Austin
04/01/2011	50.000.000,00	IGP-DI + 10,5% aa	64	-
14/01/2011	73.298.974,00	TR + 10,70% aa	170	-
20/04/2011	42.420.715,68	IGP-M + 8,5% aa	144	A/Fitch
24/03/2011	36.730.052,00	IPCA + 9,5% aa	185	A+/Austin
24/03/2011	8.062.704,00	IPCA + 11% aa	185	-
18/04/2011	32.598.688,00	IPCA + 10,5% aa	126	BBB/Austin
11/06/2011	43.001.787,40	IGP-M + 9% aa	99	-
11/06/2011	42.065.718,51	IGP-M + 9% aa	108	-
11/06/2011	15.011.912,70	IGP-M + 11,5% aa	124	-
03/06/2011	30.000.000,00	IPCA + 7,5% aa	60	AA-/Fitch
03/06/2011	11.220.000,00	IPCA + 7,5% aa	172	-
25/05/2011	37.055.500,00	IPCA + 13,5% aa	184	-
15/06/2011	14.029.553,44	IPCA + 10,0% aa	92	-
25/07/2011	11.100.000,00	IGP-M + 12%aa	120	-
16/08/2011	31.203.776,10	IPCA + 13% aa	180	-
16/09/2011	9.400.000,05	IPCA + 12% aa	178	-
30/09/2011	45.000.000,00	CDI + 2% aa	42	-
08/11/2011	1.862.056.928,40	TR + 6,38% aa (Sênior)	143	AA/Fitch
08/11/2011	161.918.049,55	TR + 12% aa (Subordinada)	347	AA/Fitch
28/08/2011	30.176.025,00	IPCA + 8,5% aa	135	-

Fonte: Gaia Securitizadora S/A

Anexo 5**Indexadores e ratings de crédito****Indexadores anualizados**

	2008	2009	2010	2011	2012
DI Cetip	12,32%	9,84%	9,71%	11,60%	8,37%
IGP-M	9,80%	-1,71%	11,32%	5,10%	7,81%
IGP-DI	9,11%	-1,43%	11,30%	5,00%	8,11%
IPCA	5,90%	4,31%	5,91%	6,50%	5,84%

Fonte: Cetip, FGV e IBGE. Elaboração: Autor

Ratings de Crédito Brasil

	Curto Prazo	Longo Prazo
Moeda Local	A-2	A-
Moeda Estrangeira	A-3	BBB

Ratings de Crédito Banco Bradesco S.A.

	Curto Prazo	Longo Prazo
Moeda Local	A-3	BBB
Moeda Estrangeira	A-3	BBB

Ratings de Crédito Itau Unibanco Holding S.A.

	Curto Prazo	Longo Prazo
Moeda Local	A-3	BBB
Moeda Estrangeira	A-3	BBB

Ratings de Crédito Banco Santander Brasil S.A.

	Curto Prazo	Longo Prazo
Moeda Local	A-3	BBB
Moeda Estrangeira	A-3	BBB

Fonte: S&P Ratings. Elaboração: Autor