FERNANDO BONTORIM AMATO

**IMPLANTAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA
POR MEIO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO:
CRITÉRIOS DE GOVERNANÇA DOS RECURSOS FINANCEIROS
PARA MITIGAÇÃO DE RISCOS CAPAZ DE POTENCIALIZAR A
CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTOS PRIVADOS COM
CARACTERÍSTICA DE POUPANÇA**

**SÃO PAULO
2009**

FERNANDO BONTORIM AMATO

**IMPLANTAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA
POR MEIO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO:
CRITÉRIOS DE GOVERNANÇA DOS RECURSOS FINANCEIROS
PARA MITIGAÇÃO DE RISCOS CAPAZ DE POTENCIALIZAR A
CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTOS PRIVADOS COM
CARACTERÍSTICA DE POUPANÇA**

**Tese apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Doutor em
Engenharia**

**Área de Concentração:
Engenharia de Construção Civil e
Urbana**

**Orientador:
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.**

**SÃO PAULO
2009**

FICHA CATALOGRÁFICA

Amato, Fernando Bontorim

Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança / F.B.Amato. São Paulo, 2009 217p.

Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

1. Operação financeira 2. Empreendimentos imobiliários. 3. Fundos de Investimento. 4. Riscos (Aspectos Econômicos) I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil e Urbana. II. t

DEDICATÓRIA

*Dedico este trabalho aos meus pais,
Cláudio e Therezinha, que, pelo exemplo
de amor e dedicação, foram e sempre
serão responsáveis por todos os
objetivos atingidos.*

Com todo o meu carinho e amor.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr., pela oportunidade e inspiração, por seu estímulo permanente, sua dedicada orientação e valiosos ensinamentos, e por suas inestimáveis contribuições à minha formação pessoal, acadêmica e profissional.

À Prof^a. Dra. Eliane Monetti, minha orientadora de mestrado, pelo conhecimento transmitido, por suas diretrizes seguras e incentivo constante, e a quem presto minha homenagem especial.

Aos amigos e professores do Núcleo de Real Estate, especialmente ao Claudio Tavares Alencar, ao Michael Willy Asmussen, ao Marcelo Vespoli Takaoka e ao Sergio Alfredo Rosa da Silva, pelo convívio, apoio e motivação permanente ao longo desses anos.

Aos funcionários da Escola Politécnica da USP, pela ajuda e colaboração, em particular à Fátima Regina Gonçalves Sanches Domingues.

À minha noiva, Natalia Tavares, por seu amor, cumplicidade, paciência e suporte para o cumprimento dos meus objetivos.

À minha família que, com carinho, respeito e compreensão, sempre me incentivou e possibilitou a concretização deste trabalho. Especial agradecimento aos meus pais, que me ensinaram a valorizar o estudo como elemento fundamental dos valores da vida.

A todos que, direta ou indiretamente, colaboraram na execução deste trabalho e aqueles que, mesmo não citados nestas páginas, merecem minha sincera gratidão.

RESUMO

Com o crescimento da economia e a globalização dos mercados financeiros mundiais, produtos novos, formatados de uma maneira profissional que permitam ao investidor maior liquidez potencial, segurança no conceito de lastro imobiliário e rentabilidades atraentes, são, cada vez mais, o alvo dos investidores. A presente tese estabelece critérios de governança dos recursos aplicados pelos investidores em fundos imobiliários durante o ciclo de implantação do empreendimento, no intuito que seja possível proteger esses recursos até o momento no qual o empreendimento esteja em plenas condições operacionais para produzir resultados financeiros que remunerarão os mesmos investidores. Através desses critérios de governança, os empreendedores e demais agentes atuantes no segmento econômico do real estate poderão identificar quais os instrumentos mais adequados a serem associados às ofertas públicas de quotas de fundos imobiliários no intuito de atrair eficientemente a poupança acumulada de parte da sociedade, em especial, de pequenos e médios investidores. Nessa linha, a melhor aceitação no mercado deverá repercutir numa ampliação da quantidade de investidores e do volume de recursos captados.

Palavras-chave: Operação financeira. Empreendimentos imobiliários.
 Fundos de Investimento. Riscos (Aspectos Econômicos).

ABSTRACT

With economy growth and globalization of world financial markets, investors seek news products, formatted in professional manner that meet potential liquidity requirements, safety of real estate and attractive returns. This thesis establishes governance criteria for investors' capital put into *fundos de investimento imobiliario* (real estate closed-end mutual funds) during construction phase, in order to protect them up to completion e opening when property can produce income to investors. Through these criteria, developers and other real estate players can identify which instruments are more suitable to be used in public offerings of real estate mutual fund's shares to attract efficiently the savings from small and medium private investors. Better market acceptance must implicate in a broader investor base and more raised funds by issuing shares.

Key-words: Financial Operations. Real Estate Developments.
Investment Funds. Risks (Economic Issues)

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Pirâmide de Gestão de Fortunas	37
Figura 2 – Ações para Implementação com Emissão de Quotas.....	39
Figura 3 – Transações com Emissão das Quotas e Compromisso de Venda e Compra .	42
Figura 4 – Ações e Transações para Distribuição Primária das Quotas.....	46
Figura 5 – Ações e Transações para Construção, Equipamento e Administração	51
Figura 6 – Ações e Transações para Comercialização das Unidades.....	53
Figura 7 – Ações e Transações para Obtenção de Alvarás e Recolhimento de Tributos	54
Figura 8 – Arranjo de Proteções para o Quotista do Fundo Imobiliário	63
Figura 9 – Critério # 1 – Riscos de Obras e Equipamentos	66
Figura 10 – Critério # 2 – Riscos de Conclusão da Implantação	75
Figura 11 – Critério # 3 – Riscos de Inserção Mercadológica	79
Figura 12 – Critério # 4 – Riscos de Gestão das Receitas da SPE.....	82
Figura 13 – Critério # 5 – Riscos de Crédito do Empreendedor	86
Figura 14 – Critério # 6 – <i>Covenant</i> de Rentabilidade do Empreendimento	90
Figura 15 – Critério # 7 – <i>Covenant</i> de Liquidez das Quotas do FII	91
Figura 16 – Critério # 8 – <i>Covenant</i> de Governança e Solvência da SPE	93

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Valor de Mercado do US-REITs públicos (US\$ bilhões)	20
Gráfico 2 – Incremento do Custo de Implantação para o Empreendedor	173
Gráfico 3 – Incremento do Custo de Implantação para a Construtora	173
Gráfico 4 – Atraso na Implantação para o Empreendedor	174
Gráfico 5 – Atraso na Implantação para o Investidor.....	175
Gráfico 6 – Atraso na Implantação para a Construtora	176
Gráfico 7 – Redução da Colocação das Locações para o Empreendedor	177
Gráfico 8 – Redução da Colocação das Locações para o Investidor.....	178

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Legislação Mundial para Criação de Estruturas Similares a REITs.....	15
Tabela 2 – Dimensão dos Mercados de Instrumentos de Securitização Imobiliária.....	18
Tabela 3 – Histórico de ofertas de fundos imobiliários	29
Tabela 4 – Listagem dos Fundos Imobiliários em Dezembro de 2008	30
Tabela 5 – Classificação dos Tipos de Investidores.....	36
Tabela 6 – Modalidades de Seguro Garantia	69
Tabela 7 – Principais Títulos Públicos Federais	83
Tabela 8 – Principais Índices de Inflação.....	109
Tabela 9 – Demonstrativo da Capacidade de Geração de Receitas do Shopping	195
Tabela 10 – Fluxo de Caixa Operacional do Shopping.....	197
Tabela 11 – Resultado Operacional Disponível para o Investidor em Quotas.....	199
Tabela 12 – Construção por Encomenda – Fluxo vinculado à Implantação	201
Tabela 13 – Construção por Encomenda – Fluxo de Implantação e Comercialização ..	202
Tabela 14 – Construção por Encomenda – Investimentos e Retornos	203
Tabela 15 – Construção por Preço Fixo – Fluxo vinculado à Implantação	205
Tabela 16 – Conta Vinculada – Entrada de Recursos e Liberações para a SPE	206
Tabela 17 – Fluxo de Recursos Livres na SPE sem a Conta Reserva.....	207
Tabela 18 – Conta Reserva, Investimentos e Retornos do Empreendedor	208

Tabela 19 – Construção por Preço Fixo –Fluxos para a Construtora.....	209
Tabela 20 – Adoção de <i>Covenants</i> – Venda de Quotas e Liberações para SPE	211
Tabela 21 – Adoção de <i>Covenants</i> – Fundo de Liquidez.....	212
Tabela 22 – Adoção de <i>Covenants</i> – Recursos Livres da SPE sem Conta Reserva.....	213
Tabela 23 – Adoção de <i>Covenants</i> – Conta Reserva, Investimentos e Retornos	216

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Lastro para Investimentos em Quotas do Fundo Imobiliário	157
Quadro 2 – Segurança e Rentabilidade para os Investimentos em Quotas	158
Quadro 3 – Custeio da Implantação com Construção por Encomenda	160
Quadro 4 – Indicadores da Qualidade do Investimento para o Empreendedor	162
Quadro 5 – Custeio da Implantação com Construção por Preço Fixo	163
Quadro 6 – Cenário para Comercialização de Quotas com Mitigadores	167
Quadro 7 – Qualidade do Investimento com Critérios de Governança.....	168
Quadro 8 – Cenário para Adoção dos <i>Covenants</i> na Securitização	170
Quadro 9 – Qualidade do Investimento com <i>Covenants</i>	171
Quadro 10 – Perfil do Empreendimento	193
Quadro 11 – Cenário Relativo a Vendas e Pisos de Locação	194
Quadro 12 – Cenário Relativo às Contas de Operação, Reservas e Impostos	196
Quadro 13 – Parâmetros da Securitização Integral em Fundo Imobiliário	198
Quadro 14 – Programa de Desembolsos para Construção sob Encomenda.....	200
Quadro 15 – Programa de Desembolsos para Construção por Preço Fixo	204
Quadro 16 – Indicadores da Qualidade do Investimento para a Construtora.....	210

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS

LISTA DE FIGURAS

RESUMO

“ABSTRACT”

1.	INTRODUÇÃO	1
1.1	Panorama Geral sobre o Tema	1
1.2	Objetivos da Tese	5
1.3	Relevância do Tema	7
1.4	Metodologia do Trabalho	10
1.5	Estrutura do Trabalho	13
2.	BREVE RELATO DO MERCADO INTERNACIONAL	14
2.1	Instrumentos de Securitização no Mundo	14
2.2	Estados Unidos – Real Estate Investment Trust (US-REIT)	18
2.3	Reflexos no Mercado Brasileiro	22
3.	SECURITIZAÇÃO POR MEIO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS	24
3.1	Breve Histórico e Panorama Geral	27
3.2	Características e Avanços da Nova Legislação	31
3.3	Identificação dos Investidores Privados de Pequeno e Médio Porte	35
3.4	Processo de Securitização na Fase de Implantação	39
3.4.1	Fase A – Constituição do Fundo Imobiliário e Emissão das Quotas	42
3.4.2	Fase B – Distribuição das Quotas e Captação dos Recursos	46
3.4.3	Fase C – Construção, Equipamento e Administração	50
3.4.4	Fase D – Comercialização das Unidades	53
3.4.5	Fase E – Obtenção de Alvarás, Recolhimento de Taxas e Tributos	54
3.5	Assunção de Endividamento pelos Fundos Imobiliários	55
4.	PROPOSIÇÃO DOS CRITÉRIOS DE GOVERNANÇA	60
4.1	Critérios Intrínsecos ao Processo de Securitização	65
4.1.1	Critério #01 - Mitigação de Riscos de Obras e Equipamentos	65
4.1.2	Critério #02 - Mitigação de Riscos de Conclusão da Implantação	74
4.1.3	Critério #03 - Mitigação de Riscos de Inserção Mercadológica	78
4.1.4	Critério #04 - Mitigação de Riscos de Gestão de Receitas da SPE	81
4.1.5	Critério #05 - Mitigação de Riscos de Crédito do Empreendedor	85
4.2	Critérios Extrínsecos ao Processo de Securitização	88
4.2.1	Critério #06 – <i>Covenant</i> de Rentabilidade do Empreendimento	89
4.2.2	Critério #07 – <i>Covenant</i> de Liquidez das Quotas do FII	91
4.2.3	Critério #08 – <i>Covenant</i> de Gestão e Solvência da SPE	93
4.3	Gerenciamento Operacional para Mitigação de Riscos	98

5.	RISCOS NA IMPLANTAÇÃO E AS PROTEÇÕES	100
5.1	Classificação dos Riscos de Empreendimentos de Base Imobiliária	103
5.2	Riscos relacionados à Macroeconomia	103
5.2.1	Fatores Externos.....	104
5.2.2	Conjuntura Política	105
5.2.3	Política Econômica.....	107
5.3	Riscos relacionados ao Mercado Imobiliário e seus Negócios	112
5.3.1	Legislação.....	113
5.3.2	Inserção Mercadológica	116
5.3.3	Incorporação e Construção Civil.....	121
5.3.4	Parcerias e Sociedades	130
5.3.5	Capacidade Financeira	135
5.4	Riscos relacionados ao Fundo Imobiliário e a suas Quotas	139
5.4.1	Estratégia do Fundo Imobiliário.....	139
5.4.2	Recursos Humanos.....	143
5.4.3	Governança do Fundo Imobiliário	144
5.4.4	Administração do Fundo Imobiliário	146
5.4.5	Volatilidade e Liquidez	149
6.	PROTÓTIPO DE FUNDO IMOBILIÁRIO COM UM EMPREENDIMENTO.....	152
6.1	Cenário de Análise e Securitização por meio de Fundo Imobiliário.....	153
6.2	Securitização por Meio de Fundo Imobiliário.....	156
6.3	Implantação com Construção por Encomenda.....	159
6.4	Colocação das Quotas com os Critérios de Governança.....	162
6.5	A Adoção dos <i>Covenants</i>	169
6.6	Análise de Riscos e Avaliação das Proteções	172
7.	CONCLUSÕES.....	179
8.	BIBLIOGRAFIA DE REFERÊNCIA	183
9.	BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	189
	APÊNDICE A	193
	APÊNDICE B.....	215

1. INTRODUÇÃO

1.1 PANORAMA GERAL SOBRE O TEMA

No início da década de 90, surgiu no Brasil uma nova alternativa para captação de recursos financeiros a serem empregados em empreendimentos e empresas do setor de real estate. Trata-se da securitização imobiliária, termo adotado no mercado brasileiro trazido do idioma inglês (*securitization*). Em síntese, securitização significa o processo de emissão de títulos de investimento ou quaisquer outros valores mobiliários (*securities*, em inglês) a serem transacionados no mercado de capitais, os quais estão associados a ativos, empréstimos, créditos ou fluxo de pagamentos.

Os processos de securitização de *portfolios* imobiliários no Brasil apresentam, fundamentalmente, dois formatos distintos: [i] por meio da emissão de Títulos de Investimento em Real Estate (TIRE); ou [ii] através da formação de Fundos de Investimento Imobiliário (FII).¹

A rentabilidade do investimento é usualmente fruto da capacidade do seu *portfolio* de empreendimentos, especificamente de base imobiliária, de gerar resultados financeiros, os quais são transferidos aos investidores periodicamente. Os empreendimentos de base imobiliária, segundo ROCHA LIMA [1994], podem ser caracterizados:

[...] por aqueles que têm a renda dos investimentos na sua implantação associada ao desempenho da operação que se verificará com base no imóvel, seja meramente a locação por valor fixado, seja pela exploração de uma determinada atividade, da qual se deriva renda.

Esses empreendimentos podem ser classificados de acordo com o tipo de atividade que nele se instala e se desenvolve, podendo ser destacadas algumas operações como: edifícios e andares de escritórios para locação, condomínios de escritórios, shopping centers, centros de convenções e exposições, hospitais, clínicas, hotéis, resorts, flats,

¹ Há ainda um outro formato de securitização no setor, que é a securitização de créditos imobiliários através de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) ou de quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), que estão vinculados a créditos originados de operações de financiamento a adquirentes de produtos imobiliários ou de contratos de locação atípicos de longo prazo oriundos, frequentemente, de operações *build-to-suit*.

indústrias, galpões industriais, condomínio de galpões industriais, parques temáticos, centros de armazenagem e distribuição, etc.

A ABNT [2002] classifica como empreendimentos de base imobiliária, com fins de exploração comercial e/ou de serviços, os seguintes tipos: [i] hotel, motel, *resort*, *apart-hotel*; [ii] shopping center, *outlet* e centros de compras assemelhados; [iii] parque temático; [iv] clube; [v] posto de combustíveis; [vi] teatro, cinema, casa de diversão; [vii] depósito (por ex.: armazém, silo fixo, reservatório); [viii] hospital, clínica, casa de repouso; [ix] cemitério; [x] supermercado; [xi] estádio, arena; e [xii] estabelecimento de ensino.

Considerados como investimentos de longo prazo de maturação com perfil conservador, os empreendimentos de base imobiliária tendem a proporcionar renda em padrões estáveis para seus investidores. O retorno do capital aplicado raramente ocorre em prazos curtos e está sempre sujeito a oscilações oriundas da conjuntura econômica, como, por exemplo, aquelas provenientes dos efeitos inflacionários.

Independente da sua natureza, a securitização é admitida como um processo mais moderno e evoluído de participação num empreendimento e, em especial, aqueles com lastro imobiliário. Os produtos securitizados têm diversas vantagens em relação à aquisição imobiliária tradicional, em virtude do próprio processo de securitização que é capaz de:

- [i] reduzir os custos de transação, por meio da facilitação na formalização de documentos como escrituras e certidões;²
- [ii] flexibilizar a formação e desmobilização total ou parcial de carteira de investimentos imobiliários, além de agilizar as transações;

² Dentre os diversos custos a que estão sujeitas as transações imobiliárias, podem ser destacadas: impostos – em particular, o Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) –, custos de lavratura da escritura e do registro do imóvel cobrados por cartórios (até 4% do valor da transação), comissão de corretagem (de 4% a 6% do valor da transação), honorários advocatícios (até 1% do valor da transação) e, se for o caso, o *laudêmio* que incide sobre antigas áreas indígenas e faixas litorâneas pertencentes à União Federal (até 5% sobre o valor calculado pela Secretária do Patrimônio da União, ou do valor da transação, o que for maior).

- [iii] fracionar o investimento, permitindo ao pequeno e o médio investidor o acesso a empreendimentos de maior porte;
- [iv] potencializar a diversificação do *portfolio* de investimentos em vários empreendimentos;
- [v] incrementar a liquidez potencial dos ativos;
- [vi] aumentar o rigor na fiscalização do desempenho; e
- [vii] profissionalizar a administração através da terceirização da gestão para empresas especializadas.

Esses ganhos inequívocos que o processo traz para os investidores tendem a ser um grande atrativo para o mercado, possibilitando um incremento significativo no volume de recursos assim aplicados. Em suma, a utilização do empreendimento de base imobiliária securitizado como vetor de poupança é uma tendência irreversível nas mais diversas economias do mundo e assim deverá ser também no Brasil. Entretanto, existem algumas questões relativas aos produtos securitizados ainda não equacionadas de modo satisfatório no mercado brasileiro, como a liquidez ainda relativamente reduzida na sua comercialização³.

Os riscos embutidos em investimentos, sobretudo no mercado imobiliário, não são, muitas vezes, de reconhecimento elementar pelos diversos agentes que compõem esse mercado. Decisões sobre investimentos ocorrem diante de condições de incerteza, seja pela ausência de estreito vínculo com os acontecimentos passados ou pela ausência de conhecimento presente para projetar tendências para o futuro. Agrava o fato que é praticamente impossível atribuir probabilidades às trajetórias da economia.

Muitas vezes, investidores são levados a tomar decisões sem ter informações adequadas, seja do ponto de vista de sua densidade, seja de sua veracidade, fato este que tem

³ Entende-se por liquidez reduzida a relativa dificuldade com a qual se deparam os investidores para transformar os produtos imobiliários securitizados em moeda corrente. Isto se deve, principalmente, ao fato de que não se faz investimentos especulativos em empreendimentos de base imobiliária, nem em títulos oriundos de sua securitização, sendo que muitos investidores fazem a retenção do imóvel pela satisfação com o patamar de renda. Soma-se a isso à pequena dispersão, em termos de número de participantes, da colocação desses produtos na economia.

consequências graves para o mercado à medida que expectativas são severamente frustradas. BULLA [2002] afirma que “as empresas precisam ter a clara percepção dos riscos do segmento da indústria em que estão inseridas, não apenas para minimizar a ocorrência de irregularidades, como identificar soluções estruturais que propiciem ganhos de produtividade e de vantagem competitiva”. Aos investidores cabe identificar oportunidades que possam elevar seus ganhos com manutenção de riscos dentro de níveis compatíveis com os padrões de renda.

A transação de uma propriedade imobiliária é feita mediante o registro da transferência junto ao Oficial Registro de Imóveis competente. Quando se trata de investimentos em produtos securitizados que transitam livremente no mercado de capitais, o imóvel é registrado em nome do ambiente de securitização, sendo a transação efetivada por meio da transferência da titularidade do valor mobiliário.

As empresas responsáveis por análises de riscos buscam atribuir parâmetros que possam sinalizar, nos valores mobiliários em circulação, o grau de risco de não cumprimento de suas obrigações. As agências de classificação de risco, denominadas de agências de *rating*, atribuem nota a uma empresa, título, emissão ou fundo com base em determinada escala que indica se um investimento tende a ser mais agressivo ou conservador no que se refere aos riscos envolvidos. A escala mais usada para definir o grau mais baixo é “AAA”. Os níveis decrescem, muitas vezes acompanhado de um indicador de perspectiva positiva ou negativa, até chegar ao nível mais baixo deles, que normalmente é “D” (*default*, ou insolvência).

Esses processos de obtenção de *rating* têm como foco principal a avaliação da capacidade de crédito da companhia em análise (ou dos seus valores mobiliários) em relação aos compromissos assumidos, verificando assim suas condições de honrá-los. Os riscos podem ser analisados por diversos vetores em função dos atributos de cada investimento.

No caso de empreendimentos de base imobiliária, suas configurações são de natureza distinta daquelas associadas a produtos específicos do mercado financeiro. Em produtos securitizados, a obrigação existente é de distribuir a renda aos investidores, porém não existente garantia de que os resultados operacionais possam gerar renda. Logo, a

hipótese de descumprimento fica centrada na retenção por parte do administrador dos valores aos quais os investidores fazem jus.

Os trabalhos desenvolvidos sobre investimentos imobiliários têm abordado a questão de riscos e a forma de mitigação destes. No entanto, identifica-se a necessidade de dar ao tema um tratamento denso e sistêmico de modo a estabelecer critérios de governança dos recursos no intuito de potencializar a captação de recursos financeiros junto a investidores privados. No caso de empreendimentos de base imobiliária em fase de implantação, em especial, a identificação dos riscos é fundamental para a proposição desses critérios.

1.2 OBJETIVOS DA TESE

O objetivo geral é estabelecer um modelo de estruturação e critérios de governança dos recursos aplicados pelos investidores em fundos imobiliários durante o ciclo de implantação do empreendimento, no intuito que seja possível proteger esses recursos até o momento no qual o empreendimento esteja em plenas condições operacionais para produzir resultados financeiros que remunerarão os mesmos investidores.

A proteção dos recursos deve estar fundamentada na preservação do lastro do investimento, que num primeiro momento é representada pelo volume de recursos captados na colocação de instrumentos de investimento vinculados a fundos imobiliários. Nesse sentido, há que se identificar e propor salvaguardas adequadas para proteger os interesses dos investidores com relação à possibilidade de não alcançar os resultados esperados para seus investimentos até o início do ciclo operacional. A proposição desses critérios poderá conduzir a uma sistemática de mecanismos para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados, com características de poupança, em empreendimentos de base imobiliária em fase de implantação.

Do ponto de vista do trabalho em si, não se pretende explorar os atributos de qualidade do *portfolio* do fundo imobiliário, visto que o foco principal reside nos empreendimentos que estão em fase de implantação. Logo, a formação do lastro que será capaz de proteger o investidor na fase operacional deve ser o alvo do

estabelecimento de critérios de governança. Admite-se que a qualidade do empreendimento de base imobiliária será garantida pela sua própria existência ao final do ciclo de implantação, nos moldes em que este foi planejado.

É importante enfatizar que os critérios buscam mitigar os riscos de que o empreendimento fique pronto e em condições de operação, ou seja, leva em conta os aspectos qualitativos do processo de securitização e implantação. Não é objetivo mitigar os riscos da capacidade de geração de renda por parte do empreendimento, até porque isso envolve uma temática de aspectos financeiros que não são abordados nesta tese.

Com a adoção dos critérios, mostra-se que o processo de securitização é capaz de captar parte da poupança de investidores privados de pequeno e médio porte. Em função da mitigação de riscos proporcionada pelos critérios, esses investidores tendem a ser atraídos, entre outros fatores, pelo ganho resultante da aplicação dos recursos na implantação, até a consolidação do valor do *portfolio* no início do ciclo operacional.

A constituição de grandes *portfolios* de empreendimentos de base imobiliária tende a propiciar uma maior proteção aos investidores, à medida que a diversificação geográfica e mercadológica potencializa a diluição de riscos. Todavia, o foco da tese está em implantar novos empreendimentos, os quais têm características individuais a serem respeitadas para assegurar a formação do lastro.

Por conseguinte, os critérios de mitigação visam ser aplicados à securitização de um único empreendimento de tal modo a proteger os recursos aplicados na execução da sua construção e na instalação de seus equipamentos. Na possibilidade de constituição de um *portfolio* de empreendimentos em fase de implantação, os critérios propostos deverão ser aplicados de forma múltipla, ou seja, replicados para cada um dos investimentos individualmente, mesmo que façam parte de um único veículo de securitização que está adquirindo participações nestes.

Diante das vantagens tributárias existentes no Brasil dos investimentos em fundos imobiliários para pequenos e médios investidores, o presente trabalho pretende descrever exclusivamente este meio de securitização de empreendimentos de base

imobiliária, a fim de permitir a identificação de suas características e propor mecanismos de mitigação de riscos através dos critérios de governança.

Nesta fase, busca-se identificar, sempre que necessário, outros mecanismos vigentes na economia brasileira e em outras economias, sobretudo, a norte-americana face ao seu pioneirismo, destacando seu histórico, evolução e adequação como meio para potencializar a captação de recursos financeiros para empreendimentos.

Através desses critérios de governança, os empreendedores de real estate poderão criar ferramentas de mitigação de riscos que sejam eficientes para atrair a poupança acumulada de parte da sociedade, em particular, de pequenos e médios investidores. Esses recursos, apesar de escassos quando comparados a outras economias, estão freqüentemente alocados com pouco grau de diversificação ou com baixo nível de profissionalismo, ficando à mercê de riscos não mensuráveis, muitas vezes desconhecidos de seus detentores.

Com um incremento do afluxo de recursos para real estate via fundos imobiliários lastreados em empreendimentos de base imobiliária, poder-se-á potencializar um novo ciclo de desenvolvimento econômico no setor, possibilitando, inclusive, atrair mais capitais internacionais para este segmento de mercado.

1.3 RELEVÂNCIA DO TEMA

O mercado de empreendimentos do setor de real estate é muito importante em todas as economias desenvolvidas do mundo, utilizando grande e intensa quantidade de mão-de-obra e capital. Por não dispor de capital suficiente e adequado para suas atividades, esse setor demanda, usualmente, recursos provenientes de outras instituições para alcançar equilíbrio financeiro.

Os meios de obtenção de recursos financeiros estão definidos em duas vertentes distintas, porém, de certa forma integradas. A primeira é composta pelas linhas de financiamento obtidas junto às instituições financeiras, regulamentadas no Brasil pelo Banco Central, que servem como intermediárias do capital aplicado no mercado financeiro pela sociedade (investidores privados individuais, empresas de todo porte,

investidores institucionais⁴, etc.). Esses financiamentos, usualmente com capitais de terceiros, ocorrem através de estruturas organizadas e amplamente disponíveis que seguem normas, leis e regulamentações específicas.

O mercado financeiro foi regulado no Brasil após a Primeira Guerra Mundial e por diversos motivos, entre eles a forte presença governamental e a alta rigidez estrutural até pouco existente, não foi capaz de atender, consistentemente e continuamente, a necessidade de recursos dos empreendimentos de real estate, sobretudo, aqueles de base imobiliária.

Já a outra vertente é formada pelos investidores que atuam diretamente no mercado de capitais, transacionando títulos e valores mobiliários emitidos por empresas, sociedades e pelo próprio Poder Público. O mercado de capitais, segundo a BOVESPA [1999], é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização, sendo constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Tradicionalmente, as pessoas aplicam parte de seus recursos de poupança, parcela não consumida da renda, em ativos imobiliários através da simples aquisição de bens imóveis ou frações destes. Ao aplicar seus recursos em determinado ativo, o investidor espera, segundo ROCHA LIMA [1995], obter: [i] uma condição financeira sustentável, através de um regime de aportes compatível com sua capacidade de gerar recursos livres e disponibilidade dos recursos aplicados; [ii] uma condição econômica aceitável, traduzida por uma rentabilidade oferecida⁵ acima dos padrões pretendidos; e [iii] uma condição de estabilidade validada, originada do lastro e da capacidade de sustentação dos resultados⁶.

⁴ Instituições que dispõem de recursos financeiros, frutos de aplicações coletivas, destinados a investimentos, previdência ou seguro, estando subordinadas a regras operacionais específicas. São exemplos de investidores institucionais: fundos de pensão, entidades de previdência complementar, montepios, fundações de seguridade social, fundos de investimentos, companhias de seguro e capitalização e companhias de investimentos.

⁵ A rentabilidade pode advir da geração periódica de renda disponível para o investidor e/ou da valorização do capital aplicado que permanece retido como lastro do investimento.

⁶ Muitos estudos acabam por empregar o conceito de volatilidade da renda para atribuir um maior ou menor grau de risco a determinado *portfolio* de investimento. Infelizmente, esse não é um conceito

É de se admitir que ao aplicar recursos em determinada alternativa, os investidores busquem alcançar, no seu entender, rentabilidades compatíveis com os padrões de riscos assumidos. Isso não se restringe apenas a investidores, mas também é válido para as empresas de real estate. Essa busca conduz à implementação de mecanismos de programação e controle mais apurados e eficientes, que possam, inclusive, avaliar riscos das suas operações.

De modo análogo, investidores também necessitam identificar os riscos aos quais estão expostos quando da aplicação de seus recursos em determinada alternativa de investimento. Verifica-se, no entanto, que o nível de informações disponíveis nem sempre atende de modo satisfatório ao potencial investidor que acaba, muitas vezes, por decidir sem subsídios suficientes. Esse fato se agrava no caso dos investimentos imobiliários em função das particularidades a que esse mercado está sujeito.

Como consequência natural do processo, potenciais investidores, diante do quadro de limitado conhecimento da dinâmica do mercado e/ou de eventuais frustrações de expectativas em outros negócios realizados, deixam de direcionar uma maior fração do seu patrimônio para ativos imobiliários voltados à geração de renda.

Ao tratar de fundos imobiliários, em particular aqueles em fase de implantação, os empreendedores se deparam com uma dificuldade maior de captar recursos junto a esses investidores, visto que os receios são ainda majorados, principalmente no que tange à possibilidade de inadimplência da obrigação assumida de implantação quando da oferta de venda.

Nesse sentido, fica evidente que a definição e implementação de critérios de governança dos recursos captados durante a fase de implantação pode ser um dos meios capazes de reduzir esses receios e, por conseguinte, alavancar com recursos de investidores a implantação de empreendimentos de base imobiliária, traduzindo em geração de riquezas e novas oportunidades de empregos e desenvolvimento no país.

perfeitamente adequado na medida em que admite que investimentos com certo nível de sazonalidade temporal possuem maiores riscos que outros. Vale lembrar que hotéis por apresentar certos ciclos temporais associados à sua demanda não são necessariamente mais arriscados que, por exemplo, edifícios de escritórios para locação.

Um dos resultados do trabalho é permitir aos empreendedores e demais agentes atuantes neste segmento identificar quais os instrumentos mais adequados a serem associados aos fundos imobiliários na fase de implantação do *portfolio* no intuito de facilitar a alienação destes a investidores em geral.

Nessa linha, a melhor aceitação no mercado deverá repercutir numa ampliação da quantidade de investidores e do volume de recursos captados que, por sua vez, deverá conseqüentemente incrementar a liquidez desses fundos imobiliários no mercado, sem que haja a necessidade de implementação de outros mecanismos de fomento às transações entre os diversos investidores no ciclo operacional.

Com o crescimento da economia e a globalização dos mercados financeiros mundiais, produtos novos, formatados de uma maneira profissional que permita ao investidor maior liquidez potencial, segurança no conceito de lastro imobiliário e rentabilidade atraente, são, cada vez mais, o alvo dos investidores.

1.4 METODOLOGIA DO TRABALHO

Inicialmente, foi feito um levantamento sobre as formas de securitização dos empreendimentos de base imobiliária, destacando as alternativas adotadas no exterior, sobretudo nos Estados Unidos, e também o que vem sendo utilizado no Brasil, em particular para pequenos e médios investidores.

Importante destacar que as contribuições oriundas de outras economias são sempre analisadas a luz das condições legais e do ambiente macroeconômico vigente no Brasil. Soluções identificadas como adequadas e eficientes em outras economias são, às vezes, impraticáveis no país, em função de restrições de cunho legal ou pela própria dinâmica econômica local. Isso implica que o trabalho em si está intimamente ancorado em estabelecer critérios novos que podem apresentar similaridades no exterior, mas que são originais face à conjuntura local onde serão aplicados.

As fontes de dados foram revistas especializadas, artigos publicados, teses, dissertações, livros e outras formas de publicações encontradas em universidades, centros de pesquisa, empresas de real estate, instituições governamentais, etc. Além destes,

normas, leis, regulamentações, decretos, portarias, instruções e outros instrumentos jurídicos que definem as condições legais sobre as quais as economias se baseiam serviram como referências bibliográficas para o trabalho.

Os dados coletados foram analisados criteriosamente a fim de obter base bibliográfica para redação da tese e, quando inseridos ao longo do texto, foram alvo de comentários e observações julgadas pertinentes. A coleta de dados foi feita no local, através de solicitação de material por fax ou carta ou na rede internacional de computadores (Internet). Todos os resultados obtidos foram apresentados no conteúdo do trabalho, sendo aqueles não essenciais para a compreensão da obra incorporados em apêndices e citados na lista de bibliografia consultada que permitirá ao leitor se aprofundar sobre o tema.

Após a coleta de dados, foi feita uma análise crítica das informações obtidas com ênfase nas experiências observadas em economias de países mais desenvolvidos e em outros setores da nossa economia (em particular os segmentos ligados à infra-estrutura, como os setores energético, de transportes e de telecomunicações). Procurou-se identificar similaridades entre projetos destes setores e os empreendimentos de base imobiliária de tal modo que a proposição dos critérios pudesse ser implementada através de novos mecanismos.

Com uma visão de ferramentas e estruturas adotadas por outros segmentos, foi produzido um entendimento dos condicionantes legais, tributários, comerciais, financeiros e mercadológicos dos fundos imobiliários no sentido de produzir critérios factíveis aos investidores e empreendedores do setor.

A partir desta contextualização dos fundos imobiliários, procurou-se propor critérios que, ao serem incorporados ao processo de securitização, permitissem reduzir os riscos aos quais os investidores estariam sujeitos durante a fase de implantação. Esses critérios foram submetidos a uma avaliação frente a uma classificação de riscos identificados no processo de implantação. Eventuais lacunas importantes nas proteções aos investidores foram preenchidas pela proposição de novos critérios ou revisão dos já propostos.

A envoltória da tese está limitada aos critérios, fundamentalmente de natureza qualitativa, adotados durante o processo de securitização e implantação do empreendimento que levam maior nível de proteção ao investidor na preservação do lastro dos recursos aplicados na aquisição das quotas do fundo imobiliário. Extrapola o objetivo desta tese a discussão sobre a capacidade de geração de renda do empreendimento após a conclusão da implantação. Tal assunto envolve o tratamento de métodos e modelagens financeiras que fogem do propósito da tese.

Além disso, os critérios propostos visam proteger os poupadores de pequeno e médio porte que aceitam aplicar seus recursos durante a fase de implantação, desde que tenham salvaguardas que protejam seus recursos até que o empreendimento seja capaz de produzir renda. Não se procura aqui elaborar estruturas complexas voltadas para grandes investidores privados ou institucionais que tenham condições para analisar instrumentos de investimentos mais sofisticados.

Ao atrair investidores privados com característica de poupança, a implementação desses critérios devem, como um dos efeitos resultantes, ampliar o mercado de fundos imobiliários com o ingresso de novos recursos. À medida que podem até ser beneficiados por isenções fiscais dos fundos imobiliários com maior número de quotistas, esses investidores passam a ser o público-alvo das novas ofertas de quotas que incorporem os critérios de governança.

Com intuito de ratificar a capacidade de esses critérios serem adotados, construiu-se um modelo matemático, baseado num protótipo de um shopping center, por meio do qual foi possível exemplificar os impactos nos indicadores da qualidade do investimento para os empreendedores. Procurou-se ainda com a manipulação do modelo produzir uma análise de riscos por meio dos desvios de algumas variáveis adotadas no cenário referencial de comportamento.

As conclusões da tese foram extraídas ao longo do desenvolvimento do texto, sendo ratificadas com a apresentação das simulações com o protótipo. Ao leitor, procurou-se ainda mostrar caminhos para futuras pesquisas que tratem dos fundos imobiliários, destacando ainda as novas perspectivas que uma revisão da legislação deste veículo de investimento, como pretende a Comissão de Valores Mobiliários, pode proporcionar.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Um panorama geral sobre o tema é descrito em detalhes neste intróito, no intuito de demonstrar a importância da tese e a sua perspectiva inovadora, ao tratar de uma questão ainda não equacionada no mercado. Neste capítulo foram, ainda, apresentados os objetivos da tese e, conjuntamente, a metodologia adotada no seu desenvolvimento e a estrutura do texto em capítulos, no sentido de elucidar a abrangência dos assuntos tratados em cada um deles, o que é fundamental para uma melhor compreensão.

No segundo capítulo, é feita uma leitura da situação dos mercados internacionais de securitização imobiliária e como a questão tem sido abordada no intuito de que suas experiências possam agregar alguma contribuição à obra. Na seção seguinte é contemplada uma análise dos condicionantes impostos pelo processo de securitização por meio de fundos imobiliários que, de alguma maneira, influenciam a decisão dos investidores em aplicar seus recursos em empreendimentos em fase de implantação.

No quarto capítulo é descrita a tese: **modelo de estruturação e critérios de governança para mitigação de riscos no intuito de proteger os recursos aplicados pelos investidores de pequeno e médio porte num fundo imobiliário lastreado em empreendimentos de base imobiliária em implantação**, classificados por sua relação com o processo de securitização e implantação, ou seja, intrínsecos ou extrínsecos em relação a estes.

No quinto capítulo, são ilustrados os diferentes tipos de riscos que um investidor pode incorrer quando da aplicação dos seus recursos. Procura-se, neste capítulo, aglutinar os fatores de risco de acordo com a sua raiz de origem e a forma segundo a qual foram tratados pelos critérios de modo a reduzir os impactos no desempenho do fundo.

No sexto capítulo, é apresentada a análise econômico-financeira do investimento em um empreendimento prototipado que utiliza os critérios de governança para mitigação de riscos da implantação por meio de fundos imobiliários. A última seção traz as conclusões obtidas no trabalho.

2. BREVE RELATO DO MERCADO INTERNACIONAL

2.1 INSTRUMENTOS DE SECURITIZAÇÃO NO MUNDO

O mercado de produtos imobiliários securitizados é relativamente recente na economia mundial, apesar de ter surgido há quase meio século em alguns países mais desenvolvidos. Entretanto, o conhecimento internacional sobre o tema de securitização de empreendimentos de base imobiliária pode ser identificado como sendo mais evoluído do que aquele existente no Brasil.

Segundo ECKERT [2004], desde a criação do modelo do *Real Estate Investment Trust* (REIT) nos Estados Unidos no início dos anos 1960, um número cada vez maior de países na Europa e na Ásia tem adotado o regime dos REITs. Recentemente, a França, a Alemanha e o Reino Unido introduziram um novo regime de REITs, assim como países asiáticos, como Japão e Coréia do Sul, criaram modelos similares, conforme pode ser visualizado na tabela 1.

Todos os modelos recentemente instituídos têm utilizado a estrutura dos REITs norte-americanos como referência legal para aglutinar recursos de investidores em propriedades imobiliárias para renda. A principal premissa em quase todos os modelos é que os REITs não são obrigados a pagar imposto de renda na corporação se eles distribuírem a maior parte do resultado tributável para seus acionistas. ECKERT [2004] afirma que esse modelo tem provado ser bem sucedido em atrair mais investimentos para imóveis, dando às empresas acesso a capital de mais baixo custo, aumentando a liquidez do mercado de capitais imobiliários, e fornecendo empreendedores e investidores imobiliários com recursos de investimento e financiamento para sustentar projetos e aquisições de propriedades.

Todas as economias desenvolvidas apresentam suas particularidades em termos de mercado de securitização imobiliária. Segundo ECKERT [2004], como um número crescente de investidores individuais, fundos de pensão, fundos de investimento e outras instituições têm buscado oportunidades de investimentos imobiliários em mercados globais e regionais, a competição entre os países para atrair investimentos em imóveis tem também aumentado.

Tabela 1 – Legislação Mundial para Criação de Estruturas Similares a REITs

REGIÃO	PAÍS	Estrutura Similar aos REITs	Legislação				
			Década 60	Década 70	Década 80	Década 90	Década 2000
América do Norte							
	Estados Unidos	Real Estate Investment Trust (REIT)	1960				
	Canadá	Mutual Fund Trusts (MFT)				1994	
América Latina							
	Brasil	Fundo de Investimento Imobiliário (FII)				1993	
	México	Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS)					2004
Europa & África							
	Holanda	Fiscale Belegginstinstelling (FBI)	1969				
	África do Sul	South Africa Property Trust			1981		
	Luxemburgo	FCP, SICAV, SICAF			1988		
	Espanha	Fondos de Inversion Inmobiliaria				1994	
		Sociedades de Inversion Inmobiliaria					2003
	Itália	Fondo di Investimento Immobiliare (FII)				1994	
		Società d'Intermediazione Immobiliari Quotate (SIIQ)					2007
	Bélgica	Société d'Investissements a Capital Fixe Immobilière (SICAFI)				1995	
	Turquia	Real Estate Investment Companies (Gayrimenkul Yatirim Ortakligi)				1998	
	Grécia	Real Estate Investment Companies				1999	
	França	Sociétés d'Investissements Immobilières Cotés (SIIC)					2003
	Bulgária	Special Purpose Investment Companies (SPIC)					2005
	Reino Unido	United Kingdom Real Estate Investment Trust (UK-REIT)					2007
	Alemanha	German Real Estate Investment Trust (G-REIT, REIT-AG)					2007
Oceânia							
	Austrália	Listed Property Trust (LPT)		1971			
	Nova Zelândia	Real Estate Investment Trust (REIT)		1971			
Ásia							
	Japão	Japanese Real Estate Investment Trust (J-REIT)					2000
	Córea do Sul	CR-REIT, K-REIT, RETF					2001
	Cingapura	Singapore Real Estate Investment Trust (S-REIT)					2002
	Hong Kong	Hong Kong Real Estate Investment Trust (HK-REIT)					2003
	Taiwan	Real Estate Investment Trust (REIT)					2003
	Malásia	Real Estate Investment Trust (REIT)					2005
	Tailândia	Thai Property Trust					2005
	Dubai	Real Estate Investment Trust (REIT)					2006
	Israel	Real Estate Investment Trust (REIT)					2006

A questão principal, segundo ECKERT [2004], na competição entre os países é como estruturar o modelo de REIT mais eficiente do ponto de vista fiscal. Na Europa, as ações de companhias imobiliárias abertas (não formatadas sob o modelo de REIT) são geralmente transacionadas com profundos descontos em relação ao valor patrimonial líquido (*net asset values – NAVs*) de seus *portfolios*. Contudo, empresas que operam como REITs ou convertidas para REITs são percebidas no mercado como mais eficientes e transparentes do ponto de vista fiscal, e são transacionadas com descontos menores.

Em 1995, a Bélgica criou o SICAFI (*société d'investissements à capital fixe en immobilière*), um regime de REIT que dá tratamento tributário favorável para incrementar o desenvolvimento de imóveis belgas e competir com veículos similares na

Holanda e em Luxemburgo. A Holanda introduziu o BI (*fiscale beleggingsinstelling*) REIT regime, e hoje BIs estão entre os maiores investidores institucionais na Europa.

O modelo japonês de Real Estate Investment Trust (J-REIT) foi criado em 2000, sendo pioneiro na Ásia em termos de consolidação do setor. Impôs que a gestão do *portfolio* fosse feita por uma empresa terceirizada. Novos projetos só podem ser desenvolvidos desde que mais do que 50% dos ativos sejam capazes de produzir renda para os investidores. Não existem restrições para financiamentos.

A França introduziu um novo regime de REIT (*Sociétés d'Investissements Immobiliers Côtées – SIIC's*) em 2003, para encorajar o desenvolvimento dos fundos imobiliários domésticos franceses e fortalecer sua posição na competição com os fundos alemães, belgas e holandeses. A maioria das companhias imobiliárias listadas na França tem requerido a conversão para o status de REIT. Os SIIC's podem administrar suas propriedades com profissionais internos. A legislação permite que sejam desenvolvidos e implantados novos empreendimentos pelos SIIC's.

Em setembro de 2008, haviam listados 47 SIIC's na Bolsa de Valores de Paris. As principais atividades dos SIIC's são a aquisição e/ou a construção de propriedade para locação. Atividades de desenvolvimento e gerenciamento de empreendimentos são permitidas com restrições (até 20% do patrimônio). Não existe limitação para assunção de financiamentos e nem prazo mínimo de retenção da propriedade após a conclusão. 85% dos lucros e 50% do ganho de capital precisam ser distribuídos aos investidores.

Uma das mais importantes economias européias, o Reino Unido, definiu seu modelo de REIT recentemente. A proposta britânica foi modelada de acordo com a estrutura norte-americana dos REITs entrou em vigor em 01 de janeiro de 2007. Os UK-REITs podem se envolver com o desenvolvimento de novos empreendimentos, mas se estes forem vendidos em até 03 anos após a conclusão, haverá incidência de tributos com a perda das isenções fiscais a que faria jus.

Cada país tem diferentes abordagens e requisitos para que empresas sejam qualificadas dentro do modelo de REIT, e passem a ter um tratamento fiscal mais favorável. A Holanda e os Estados Unidos têm regras que dizem respeito ao número mínimo de

investidores do REIT ou o número máximo de ações que podem ser detidas por um único investidor, enquanto tais requisitos não existem na Bélgica e na França. REITs devem ser listados como companhias abertas na França e na Bélgica, enquanto que na Holanda e nos EUA, esses podem ou não ser listados. Os três países europeus requisitam a atividade principal de REITs seja de um investidor passivo em imóveis. Os EUA requisitam que os REITs derivem ao menos 75% de sua receita bruta de aluguéis ou juros de empréstimos hipotecários.

Os Estados Unidos permitem que REITs se envolvam em atividades de desenvolvimento para seu próprio *portfolio* por meio de entidades denominadas como subsidiárias de REITs tributáveis (*taxable REIT subsidiaries*), sendo que estas subsidiárias estão sujeitas aos impostos de renda ordinários. Na Holanda, os REITs não podem se envolver em atividades de desenvolvimento para seus próprios *portfolios*, e isto tem sido uma questão de debate entre as autoridades holandesas e a indústria imobiliária do país, que tem pressionado para flexibilização desta regra.

Em síntese, observa-se uma busca contínua na maioria dos países desenvolvidos e emergentes para criar e aprimorar a legislação que trata sobre estes veículos de investimento, de tal modo a conseguir atrair capitais financeiros internacionais para seus respectivos mercados de empreendimentos de base imobiliária. Para se ter uma idéia do tamanho e do potencial deste mercado, a tabela 2 mostra dados de diversos países levantados pela empresa ERNST & YOUNG [2008], bem como do porte da economia para ter uma relação de grandeza dos mercados.

Pode-se observar que o mercado norte-americano representa quase 50% do valor total de mercado na pesquisa, sendo que quase um terço dos veículos de securitização são os US-REITs. Nota-se que ao utilizar este mercado como referência, estima-se que o potencial de crescimento desta tipologia de investimento é de, no mínimo, o dobro do porte atual, podendo ultrapassar o montante de um trilhão de dólares norte-americanos.

Isso se deve a estágio embrionário e pouco desenvolvido que os REITs estão em países como a Alemanha, a Itália e Espanha. Mesmo em países como o Reino Unido e o Japão, o potencial esperado não foi totalmente explorado, o que permite admitir haver espaço

para evolução destes mercados. Outros países ainda nem formataram estruturas similares aos REITs com destaque para a China, a Rússia e a Índia.

Tabela 2 – Dimensão dos Mercados de Instrumentos de Securitização Imobiliária

PAÍS	Legislação	Nº	Valor de Mercado (Global REIT's)		Produto Interno Bruto (PIB)	
			US\$bi	%	US\$bi	% do mundo
			[Jun-08]		[2007]	
Estados Unidos	1960	148	294,6	48,7%	13.844	25,49%
Austrália	1971	64	78,1	12,9%	909	1,67%
França	2003	48	72,8	12,0%	2.560	4,71%
Reino Unido	2007	19	41,4	6,9%	2.773	5,10%
Japão	2000	42	38,1	6,3%	4.384	8,07%
Canadá	1994	33	22,4	3,7%	1.932	3,56%
Cingapura	2002	20	19,5	3,2%	161	0,30%
Holanda	1969	8	12,2	2,0%	769	1,42%
Hong Kong	2003	7	8,8	1,5%	207	0,38%
Bélgica	1995	14	6,9	1,1%	454	0,84%
Nova Zelândia	1971	8	2,8	0,5%	128	0,24%
África do Sul	1981	6	2,4	0,4%	283	0,52%
Turquia	1998	13	1,7	0,3%	663	1,22%
Malásia	2005	13	1,5	0,3%	186	0,34%
Alemanha	2007	2	1,0	0,2%	3.322	6,12%
Córea do Sul	2001	6	0,4	0,1%	957	1,76%
SUBTOTAL		451	604,7		33.532	
Demais Países					20.780	
MUNDO					54.312	

Fonte: Ernst & Young [2008] e FMI [2008]

Logo, pode-se admitir, a partir da referência norte-americana, que o mercado brasileiro de instrumentos securitizados lastreados em empreendimentos de base imobiliária pode alcançar US\$ 30 bilhões, sendo que hoje não atinge mais do que US\$ 2 bilhões como será ilustrado no capítulo seguinte.

2.2 ESTADOS UNIDOS – REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (US-REIT)

Em virtude da sua pujança, porte e pioneirismo, o mercado norte-americano de securitização serve como paradigma da capacidade de evolução e importância para o crescimento econômico de uma nação e, sobretudo, do setor de real estate. Esse mercado desenvolveu vários mecanismos de captação de recursos para financiamento e investimento de empreendimentos de base imobiliária.

A principal estrutura criada foi denominada de *Real Estate Investment Trust* (REIT) e tinha o intuito de facilitar o investimento em empreendimentos de base imobiliária. O

REIT é uma estrutura jurídica com regras específicas de gestão para atuar no segmento imobiliário, na qual investidores de pequeno ou médio porte podem aplicar seus recursos financeiros no intuito de auferir renda fruto de negócios com imóveis.

Um dos atrativos, desde a época de sua regulamentação, é um tratamento fiscal diferenciado daquela estrutura em comparação às tradicionais. Atualmente, os REITs têm muita flexibilidade em relação à aplicação de recursos, podendo dispô-los em títulos lastreados em hipotecas (*mortgage backed securities*) e em ações de outros REITs. Além disso, há possibilidade destas estruturas terem empresas “subsidiárias” atuantes em determinados nichos de mercados, sendo totalmente integradas aos REITs. RUDGE; AMENDOLARA [1997] colocam que “essencialmente, o REIT é uma corporação que reúne os capitais de muitos investidores para adquirir ou administrar imóveis, formando uma carteira diversificada de imobilizações, e suas ações, freqüentemente, são negociadas nas Bolsas de Valores”.

Segundo NAREIT [2008], historicamente, imóveis comerciais para renda eram financiados com altos níveis de alavancagem (endividamento). As propriedades forneciam uma segurança tangível para o financiamento hipotecário, e a renda de locação daquelas propriedades era uma fonte clara de receita para pagar a despesa de juros da dívida. Os mercados imobiliários eram dominados por empreendedores ou empresários que eram tentados a construir fortunas pessoais e que desejam assumir riscos enormes para tanto.

Antes da recessão imobiliária do início dos anos 90, não era incomum para propriedades individuais carregar hipotecas que representavam mais de 90% dos seus valores de mercado estimado ou do custo de construção. Eventualmente, a relação entre a dívida e o valor era ainda superior. A severa recessão dos anos 90 forçou as instituições financeiras, os empreendedores e os proprietários a reconsiderar o uso apropriado do financiamento em projetos imobiliários.

NAREIT [2008] complementa que as propriedades, atualmente, pertencentes aos REITs são financiadas em bases muito mais conservadoras. Na média, REITs têm seus projetos financiados com cerca de metade de dívida (*debt*) e metade de investimento (*equity*), o que significativamente reduz a exposição a taxa de juros e cria uma operação do negócio

mais forte e menos volátil. Dois terços dos REITs com *ratings* de dívida sênior não-securitizados são grau de investimento (*investment grade*).

O mercado norte-americano de REITs apresentou historicamente um crescimento vertiginoso do início da década de 90 até meados de 2007, alcançando volumes de aplicação superiores a centenas de bilhões de dólares, conforme pode ser visualizado no Gráfico 1. Esse crescimento observado na última década se deve aos resultados apresentados por essa modalidade de investimento que tem associado rentabilidades atrativas comparadas com os riscos envolvidos. HAMMER [2003] coloca que “até o início dos anos 90, equity-REITs eram basicamente companhias cuja única fonte de receitas era aluguéis das propriedades para renda de seus *portfolios*”.

Gráfico 1 – Valor de Mercado do US-REITs públicos (US\$ bilhões)

FONTE: NAREIT [2009]

Todavia, a crise imobiliária norte-americana do início dos anos 90, provocada pelas dificuldades das companhias e bancos de crédito imobiliário (*Savings & Loans*), pela super-oferta de novas construções e a pressão regulatória das companhias de seguros e de empréstimo, acarretou na desvalorização acentuada dos preços dos imóveis agravada pela falta de liquidez. Neste ambiente, várias companhias imobiliárias privadas decidiram que seria mais eficiente acessar capital do mercado de capitais por meio de

REITs, o que ficou conhecido como a moderna era deste segmento. ROCHA LIMA [2001] coloca que:

Empreendedores líderes do mercado, nas áreas de apartamentos para locação, escritórios e shopping centers, se transformaram nos grandes incentivadores da constituição dos modernos REITs, acreditando a eles suas marcas de qualidade e passando a gerir capitais de pequenos investidores conjuntamente com os seus, para construir grandes *portfolios*, cujos critérios de gestão de risco permitiriam a esses pequenos capitais o acesso a investimentos conservadores, associados a remunerações vigorosas.

Uma grande variedade de produtos com graus distintos de proteção e conseqüente potencial de rentabilidade contribuiu para conduzir esse mercado de securitização a dimensões maiores e a um maior nível de sofisticação. A emissão de títulos com diferentes perfis de prazos e risco a partir de um mesmo lote foi um dos mecanismos que possibilitou ampliar a base de investidores.⁷ Vale ressaltar que existem ainda regras de governança e transparência na divulgação de informações que contribuem significativamente para a aglutinação de capitais nos REITs.⁸

A crise no mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos (créditos *subprime*) acabou por se alastrar para o setor imobiliário e repercutiu diretamente nos preços dos imóveis comerciais e residenciais, afetando diretamente no valor de mercado dos US-REITs (*equity market capitalization - EMC*). Os REITs são fundamentalmente instrumentos de investimento direto em propriedades imobiliárias e não estão sujeitos aos riscos dos créditos de títulos securitizados de hipotecas do mercado imobiliário norte-americano. VISCONTI [2008] coloca que:

Dadas as características de fracionamento e facilidade de investimento, de retorno acima do ativo livre de risco, da baixa volatilidade e da correlação negativa com outros ativos financeiros de livre negociação em bolsas de valores, os REITs são uma excelente alternativa de diversificação de *portfolio*, capazes de melhorar significativamente a fronteira eficiente do investidor.

⁷ Segundo SANTOS [2002], “nos relatórios publicados pelas empresas americanas é muito comum verificaram-se explicações acerca de riscos que possivelmente afetarão de forma negativa seus lucros, o que se deve em grande parte à crescente preocupação com as práticas de boa governança corporativa”. Em países europeus, como Inglaterra e Alemanha, existem leis que obrigam as companhias abertas a divulgarem suas exposições a riscos e como os mesmos são gerenciados.

⁸ Segundo informações de mercado, 60% do volume de escritórios nos Estados Unidos são de propriedades de REIT's.

No entanto, o mercado norte-americano é ainda uma referência para os demais países, visto que sua experiência bem-sucedida pode fornecer subsídios para ampliar e fortalecer o mercado brasileiro que ainda se situa num estágio embrionário. A nova legislação dos fundos imobiliários, recentemente promulgada pela CVM, foi inspirada em diversos aspectos no modelo norte-americano, como, por exemplo, na possibilidade de diversificação da carteira de investimentos em ativos ligados ao setor imobiliário.

Não se pretende aqui explorar os mecanismos de funcionamento dos US-REIT's, mas é importante destacar que lhes é permitido possuir, operar, administrar e desenvolver empreendimentos para seu próprio *portfolio*. Se um US-REIT desenvolve empreendimentos para terceiros (por meio de suas subsidiárias sujeitas à tributação), a receita obtida é desqualificada e deve ser considerada nos 5% de outros tipos de faturamento permitidos. Além disso, os US-REITs podem investir em empreendimentos localizados em outros países.

2.3 REFLEXOS NO MERCADO BRASILEIRO

Após ilustrar a importância que os países mais desenvolvidos têm dado ao tema e, principalmente, como têm evoluído os investimentos nestes tipos de instrumentos de real estate, nota-se que o Brasil deve buscar continuamente novas formas de aperfeiçoar a legislação e potencializar os investimentos em instrumentos atrelados ao mercado imobiliário para renda.

Como é demonstrado adiante, as dificuldades para que o mercado de investimentos em instrumentos imobiliários evolua no Brasil como nos países de economia consideradas mais evoluídas são: [i] conhecimento insuficiente por parte dos investidores deste tipo de investimento; [ii] pequeno histórico de operações realizadas com sucesso, em volume suficiente; [iii] taxa de juros elevada praticada pelo governo causa desinteresse por parte dos investidores; [iv] dificuldade em avaliar adequadamente os riscos das operações; [v] inexistência de um mercado para negociação secundária com liquidez, fazendo com que investidores que precisem vender seus papéis tenham maior dificuldade em fazê-lo num prazo curto.

A experiência de outros países auxilia no desenvolvimento dos critérios propostos pela tese, porém não os justifica mediante a simples comparação com outros mercados, tendo em vista o arcabouço legal e o ambiente macroeconômico vigentes no país serem distintos dos constatados em outras nações. A partir da identificação de vantagens e desvantagens, os critérios são propostos baseados em acontecimentos e estruturas já testadas e eficientes tanto no Brasil como no exterior.

Vale ressaltar que o mercado brasileiro de fundos imobiliários pode passar por uma profunda transformação a partir da publicação da nova instrução normativa CVM, a qual promoveu importantes alterações nas regras de funcionamento destes veículos de investimento. Tal legislação foi necessária para atualizar o arcabouço jurídico dos fundos de investimento imobiliário, porém ainda não resolve questões como a governança deste veículo que nas economias mais evoluídas é conduzida pelos empreendedores do mercado imobiliário e no Brasil é obrigatoriamente por uma instituição financeira.

A experiência internacional demonstra que os REITs devem se comportar como instrumento de aglutinação de investidores para aplicar num *portfolio* de base imobiliária, preferencialmente focado num determinado mercado ou numa tipologia de empreendimento. O capítulo seguinte ilustra o estágio atual que o mercado de fundos imobiliários se encontra e quais são as expectativas trazidas pela nova resolução para o avanço do setor em ritmo tão acentuado ao observado em economias como a francesa e a japonesa.

3. SECURITIZAÇÃO POR MEIO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Conforme descrito no primeiro capítulo, a securitização é uma operação estruturada, cujo principal objetivo é promover a segregação dos ativos (lastro da emissão) e da gestão, com a criação de títulos fracionados (valores mobiliários), gerando maior liquidez em potencial.

No caso do mercado imobiliário, os recursos são captados através da colocação de valores mobiliários junto ao mercado de capitais e destinados a aplicação em empreendimentos de base imobiliária. Para ser oferecida a pequenos e médios investidores de forma pulverizada, os empreendimentos de base imobiliária podem ser securitizados em dois formatos distintos: [i] Títulos de Investimento em Real Estate (TIRE'S); ou [ii] quotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII).

A securitização através da emissão de TIRE'S é realizada por uma Sociedade de Propósito Específico (SPE)⁹, devidamente registrada como companhia aberta junto aos órgãos competentes, obedecendo as instruções da CVM nº 202/93 e nº 284/98, além da Resolução nº 2.517/98 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

A identidade de uma SPE se estabelece por meio da definição, em sua constituição, de um objeto social limitado que lhe obrigue a realizar exclusivamente atividades intrinsecamente associadas ao planejamento, construção, implantação e exploração dos empreendimentos que são lastro dos TIRE'S. Essas atividades podem ser desenvolvidas pela própria SPE ou por terceiros por ela contratados.

Os TIRE'S são utilizados como instrumentos de captação de recursos para sustentar o desenvolvimento de projetos e forma de alienação dos direitos sobre a propriedade do empreendimento, possibilitando, assim, participar integralmente nos resultados alcançados pela atividade exercida neste. Eles são tecnicamente formatados como

⁹ No idioma inglês, utiliza-se o termo *Special Purpose Company* ou SPC. Trata-se de uma denominação negocial, pois não é um tipo novo de sociedade dentro da legislação brasileira. Pode ser uma sociedade limitada ou sociedade anônima, tanto de capital aberto como fechado. A Lei nº 8.934/94 proíbe o arquivamento do ato constitutivo de sociedade em que não conste a declaração precisa de seu objeto.

debêntures subordinadas, perenes, de renda variável com eventual equivalência patrimonial¹⁰ ou como ações nominativas.

Os investidores detentores de TIRE'S no formato de debêntures são tributados em alíquotas regressivas de 22,5% a 15% de imposto de renda, no caso do investimento superar o prazo de 02 anos, sobre os rendimentos auferidos ou sobre o eventual ganho de capital quando da alienação.

Caso o formato adotado seja de ações nominativas, em moldes semelhantes aos REITs dos EUA, os rendimentos são isentos de imposto de renda, pois são distribuídos como dividendos. O ganho de capital na alienação das ações é tributado na alíquota de 15% de imposto de renda. Todavia, a SPE é tributada no regime de lucro real ou, eventualmente, de lucro presumido com o pagamento de Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), sendo que, no caso de emissão de debêntures, as despesas com o pagamento da remuneração aos investidores são dedutíveis da base de cálculo do IRPJ e da CSLL.

Já os fundos de investimento imobiliário (ou, simplesmente, fundo imobiliário) foram criados pela Lei 8.668 de 25.06.1993 e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através das Instruções Normativas nº 205 e nº 206 em 14.01.1994. A Lei nº 9.779 de 19.01.1999 fez uma série de alterações na regulamentação dos fundos imobiliários relativamente à sua tributação. A Instrução Normativa nº 389 de 29.12.2003 permitiu agilizar o processo de listagem de quotas no mercado de balcão organizado, na qual basta apenas a maioria simples dos investidores para aprovar a negociação no mercado de balcão organizado.

¹⁰ Debêntures, em geral, são títulos emitidos por sociedades anônimas que necessitam captar recursos no mercado de capitais e asseguram aos seus detentores direitos contra a empresa emissora em condições definidas na escritura de emissão do próprio título. Esses títulos são freqüentemente representativos de parcela de empréstimo contraído pelo emitente com o investidor, a médio e/ou longo prazos, garantidos pelo ativo da empresa. O empréstimo é liquidado normalmente no prazo previsto nas condições da emissão, que estabelecem ainda o resgate, rendimentos e vencimento.

Diferentemente desse conceito tradicional de debêntures, os TIRE'S não são exatamente títulos de crédito e nem instrumentos de dívida, pois usualmente não há renda fixa estabelecida para a debênture como ocorre nesta forma de valor mobiliário emitido por outras companhias abertas do mercado.

Recentemente, a Instrução Normativa CVM nº 472 de 31.10.2008 fez diversas alterações na forma de constituição, administração, funcionamento dos fundos imobiliários, além de consolidar disposições contidas em outras instruções e revogar a própria Instrução Normativa CVM nº 205. Foi o resultado das discussões feitas por meio da audiência pública em que a CVM colocou a disposição uma minuta da nova instrução para receber contribuições feitas pelos agentes de mercado.

O fundo imobiliário é um condomínio de investidores com objetivo de aplicar recursos financeiros, solidariamente, em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, a serem implantados ou já concluídos.¹¹ PALERMO [2002] afirma:

A versatilidade do fundo imobiliário é muito grande, pois qualquer empreendimento de base imobiliária é passível de ser incluído. Do patrimônio do fundo também podem participar direitos imobiliários, como a concessão e o aluguel. Pode-se captar recursos via fundo imobiliário para construir um imóvel em terreno público, havido por concessão, auferindo renda pelo tempo pactuado.

A aquisição direta do imóvel para renda por pessoas físicas enseja no pagamento de Imposto de Renda e, caso seja feita por meio de uma pessoa jurídica, também de PIS, COFINS e CSLL. No caso dos fundos imobiliários, existe isenção de alguns impostos, como, por exemplo, Imposto de Renda, CSLL, PIS e COFINS.¹²

O Imposto de Renda incide sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa do fundo, as distribuições de rendimento ao quotista e o eventual ganho de capital derivado da venda de quotas. A alíquota de imposto de renda, tanto para pessoas físicas ou jurídicas, é atualmente de 20% (vinte por cento) calculados sobre o ganho de capital nominal ou sobre os rendimentos distribuídos.

¹¹ Segundo a CVM [2005], “o fundo de investimento imobiliário permite a formação de uma carteira composta de empreendimentos imobiliários, os quais, pelo volume de recursos envolvidos para sua formação ou aquisição, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimentos lastreados em imóveis”.

¹² Vale destacar que esta imunidade é válida desde que o administrador do fundo distribua, ao menos a cada seis meses, 95% do rendimento aos quotistas e não invista em empreendimentos que tenham incorporador, construtor ou sócio como um investidor com mais de 25% das quotas do fundo. Caso isso não ocorra, o fundo imobiliário equipara-se a uma pessoa jurídica, recolhendo os tributos de forma equivalente.

A tributação dos rendimentos pode ser diferenciada para pessoas físicas em relação às pessoas jurídicas, isto porque as primeiras podem ser isentas da tributação, conforme determina a Lei nº 11.196, promulgada em 22.11.2005, se não detiverem, individualmente, 10% ou mais do total de quotas do fundo imobiliário e que este tenha um mínimo de 50 (cinquenta) quotistas e suas quotas sejam negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

Com isso, os fundos imobiliários se tornaram a melhor alternativa para captar recursos de pequenos e médios investidores destinados a empreendimentos de base imobiliária securitizados. Para ter referência da vantagem, o investimento direto em imóveis para locação por pessoas físicas é tributado pela alíquota progressiva do imposto de renda que atualmente alcança 27,5%. ALENCAR; ROCHA LIMA [2005] afirmam que:

Na economia brasileira, cujo custo dos tributos é um desincentivador de investimentos, as isenções tributárias oferecidas aos FII e seus investidores são tantas e de tal expressão, que outras soluções de securitização de *portfolios* de base imobiliária terminam por ser rejeitadas, mesmo que apresentem um desenho estrutural mais avançado que o dos FII.

Tendo isto em vista, a propositura dos critérios de governança de tal modo a potencializar investimentos privados, na atual política econômica e tributária, faz mais sentido sob o formato de fundos imobiliários que fiscalmente é mais eficiente. Logo, não serão discutidas outras alternativas de securitização nesta tese, tais como os TIRE's.

3.1 BREVE HISTÓRICO E PANORAMA GERAL

No início da década de 90, os primeiros fundos imobiliários foram criados a partir de interesses de empreendedores, em função de sua vantagem fiscal na época. Com a mudança da legislação em dezembro de 1997, tais operações de planejamento tributário deixaram de ser viáveis. Em seguida, os fundos imobiliários passaram a ter origem em produtos imobiliários, servindo mais como embalagem para a venda de empreendimentos para investidores, num primeiro momento, os institucionais.

Em 1999, foram lançadas as primeiras ofertas públicas de quotas de fundo imobiliário destinadas a investidores privados de pequeno e médio porte. Os pioneiros foram o FII FINANCIAL CENTER, que comprou 06 andares do edifício de escritórios na região do

bairro do Itaim em São Paulo (SP) com a captação de R\$ 36 milhões, e o FII SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS, que adquiriu 25% do empreendimento de mesmo nome, administrado pela rede Plaza, localizado no bairro de Higienópolis, em São Paulo (SP), com a captação de R\$ 40 milhões, lançados em agosto e outubro daquele ano respectivamente. Contam com algo em torno de 300 e 600 quotistas respectivamente.

Em março de 2001, os investidores em geral puderam ter acesso ao primeiro empreendimento em fase de implantação por meio da oferta de quotas do FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA. O fundo adquiriu um hotel cinco-estrelas administrado pela rede Caesar Park e 06 andares do Complexo de Escritórios localizado na Vila Olímpia, em São Paulo (SP), após receber aproximadamente R\$ 74 milhões por meio de duas distribuições secundárias de quotas. Atualmente, o fundo possui cerca de 800 investidores.

Com aproximadamente 500 investidores hoje em dia, o FII EUROPAR foi o primeiro fundo imobiliário cujas quotas passaram ser negociadas livremente em bolsa de valores após a sua constituição. Lançado em abril de 2002, o fundo adquiriu um *portfolio* de 06 galpões industriais e armazéns de distribuição, localizados nos municípios do Rio de Janeiro e São Paulo, voltados para o setor de logística.

Já em novembro de 2002, o FII ALMIRANTE BARROSO foi estruturado e ofertado a pequenos e médios investidores pela Caixa Econômica Federal (CEF) por meio da sua rede de agências bancárias. Com uma captação de R\$ 104,8 milhões, o FII ALMIRANTE BARROSO adquiriu um edifício localizado no Rio de Janeiro (RJ) com 83.000m² construídos em 30 andares, no qual estão instalados escritórios administrativos e agências bancárias da própria CEF. Tal lançamento pode ser considerado uma referência em termos de pulverização dos investimentos, pois atraiu 5.279 investidores, superando pela primeira vez a casa dos mil quotistas num fundo imobiliário.

Outro fundo imobiliário que realizou uma maior pulverização de suas quotas na oferta pública foi o FII TORRE ALMIRANTE, que atraiu 4.271 investidores numa captação total de R\$ 104,7 milhões. Com estes recursos, foi adquirida uma fração de 40% do edifício de escritórios denominado Torre Almirante, em fase de construção, com 36 andares e

41.409m² privativos, posteriormente locados para a Petrobrás por um prazo de 05 anos, renovável por mais um período igual.

Por sua vez, o Banco do Brasil estruturou e lançou o BB FII PROGRESSIVO em junho de 2005 com o qual captou R\$ 123,5 milhões para comprar o 02 complexos de edifícios comerciais alugados pelo próprio Banco do Brasil nas cidades de Brasília e do Rio de Janeiro. Com uma ação de divulgação junto às agências bancárias da instituição financeira, o fundo atraiu 6.514 investidores, dos quais 5.870 eram pessoas físicas.

Recentemente, foram ofertados novos fundos imobiliários que têm como característica o objeto de investir em empreendimentos imobiliários de um determinado segmento, sem que seja definido na captação quais são os imóveis a serem adquiridos. Estes fundos imobiliários foram denominados por algumas instituições financeiras do mercado de genéricos, pois o investidor aplica seus recursos sem conhecer as características do *portfolio* a ser adquirido. Apesar de terem sido criados há mais de 10 anos, o volume de oferta de novos fundos não tem apresentado um ritmo consistente como pode ser verificado na Tabela 3 que ilustra o histórico nos últimos anos.

Tabela 3 – Histórico de ofertas de fundos imobiliários

OFERTAS DE QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO						
ANO	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Operações	Valor (R\$mil)	Operações	Valor (R\$mil)	Operações	Valor (R\$mil)
1998	28	615.351	0	-	28	615.351
1999	15	232.332	0	-	15	232.332
2000	31	129.463	1	15.250	32	144.713
2001	23	511.721	4	169.626	27	681.347
2002	42	1.024.547	1	33.701	43	1.058.248
2003	15	280.959	0	-	15	280.959
2004	31	279.752	1	123.500	32	403.252
2005	8	35.365	0	-	8	35.365
2006	6	80.362	2	65.400	8	145.762
2007	36	1.029.807	0	-	36	1.029.807
2008	25	574.866	1	42.000	26	616.866
TOTAL	260	4.794.526	10	449.477	270	5.244.003

Fonte: CVM [2009]

Em dezembro de 2008, os 76 fundos imobiliários em operação possuíam um patrimônio total de R\$ 3,87 bilhões, segundo dados da CVM [2009], dos quais 19 deles (patrimônio de cerca de R\$ 1,8 bilhão) foram destinados a pequenos e médios investidores “pessoa física”, conforme pode ser visualizado em destaque na tabela 4.

Tabela 4 – Listagem dos Fundos Imobiliários em Dezembro de 2008

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Nº DE COTAS
1	ALDEIA DO VALE FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ -	1.000.000
2	BB FII PROGRESSIVO	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	31/12/2008	R\$ 124.323.627,91	130.000
3	CSHG BRASIL SHOPPING FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	31/12/2008	R\$ 59.642.371,78	60.000
4	F ALPHAVILLE II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 1.915.162,80	1.200.000
5	F BRASÍLIO MACHADO II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 12.341.789,69	14.000.000
6	F FINANCIAL CENTER II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 24.457.838,28	38.810.000
7	F FORTALEZA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 37.647.550,31	500.000
8	F JK II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 24.621.941,05	26.218.723
9	F SIGMA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 10.213.486,72	80.000
10	FII ABC PLAZA SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 53.454.383,21	40.000.000
11	FII ANCAR IC	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 43.663.649,94	109.117
12	FII ARAUCÁRIAS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ (1.034.521,10)	10.000
13	FII BCO BBM BARRA FIRST CLASS	BANCO BBM SA	31/12/2008	R\$ 1.897.684,57	469
14	FII BM ASSET	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 495.650,00	5000
15	FII BR MALLS	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	31/12/2008	R\$ -	150000
16	FII BRAZILIAN CAPITAL REAL ESTATE FUND	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 412.881.475,18	4.205.000
17	FII CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 40.740.498,02	36.319.906
18	FII COMERCIAL PROGRESSIVO	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 50.417,82	7.400
19	FII COMERCIAL PROGRESSIVO II	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 274.851.845,36	2.976.700
20	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	BR-CAPITAL DTVM S.A.	31/12/2008	R\$ 60.856.760,06	69.033.500
21	FII CR2 JARDIM BOTANICO	BANCO CR2 S.A.	31/12/2008	R\$ 2.166.398,70	35.000
22	FII CR2 LARANJEIRAS	BANCO CR2 S.A.	31/12/2008	R\$ 677.108,41	44.720
23	FII CR2 RJZ II	BANCO CR2 S.A.	31/12/2008	R\$ 394.031,80	38.400
24	FII CR2 RJZ III	BANCO CR2 S.A.	31/12/2008	R\$ 38.995,61	42.000
25	FII ED ALMIRANTE BARROSO	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 79.199.317,63	104.800
26	FII EDIFÍCIO OURINVEST	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	31/12/2008	R\$ 21.153.050,57	236.000
27	FII EUROPAR	BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL) S/A	31/12/2008	R\$ 29.317.478,81	355.000
28	FII EXCELLENCE	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 498.100,00	5.000
29	FII FATOR-RIO OFFICE PARK	BANCO FATOR SA	31/12/2008	R\$ 74.015.061,89	135.527
30	FII FCM	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ (4.178.429,29)	46.971
31	FII GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV	BANCO BBM SA	31/12/2008	R\$ 1.008.689,13	840
32	FII GAFISA BCO BBM INTERATIVEFLAT	BANCO BBM SA	31/12/2008	R\$ 499.031,14	500
33	FII GEO GUARARAPES	BANCO SCHAHIN S/A	31/12/2008	R\$ 5.873.792,00	12.583.000
34	FII HERMES	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 47.717.676,76	54.316
35	FII HOSPITAL DA CRIANÇA	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 14.148.678,98	200.000
36	FII HOTEL MAXINVEST	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 60.585.186,30	655.000
37	FII HYPER I	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ (38.888,32)	5.000
38	FII MANHATTAN	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 19.908.376,95	106.700
39	FII MEMORIAL OFFICE	COIN - DTVM LTDA.	31/12/2008	R\$ 51.485.873,49	508.008
40	FII MISTRAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 33.732.499,77	8.703.994
41	FII NOSSA SENHORA DE LOURDES	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 81.606.840,00	880.000
42	FII NOVA MORADA	C & D DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 9.480.787,29	66.100
43	FII PANAMBY	BANCO BRASCAN SA	31/12/2008	R\$ 296.875.222,65	758.400
44	FII PATEO MOINHOS DE VENTO	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 61.092.477,98	233.608
45	FII PATRIMONIAL I	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 7.819.663,93	73389
46	FII PATRIMONIAL II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ (50.000,00)	100
47	FII PATRIMONIAL III	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 10.000,00	100
48	FII PATRIMONIAL IV	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 10.000,00	100
49	FII PENINSULA	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ (166.143.454,59)	69.231
50	FII PHORBIS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ -	36.000
51	FII PREMIER REALTY	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 58.126.709,63	776.113
52	FII PROJ AGUA BRANCA	COIN - DTVM LTDA.	31/12/2008	R\$ 80.582.095,51	750.000
53	FII PROPERTY	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 55.763.698,22	54.000
54	FII PROPERTY INVEST	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 23.168.027,27	234.500
55	FII RB LOGÍSTICA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 99.065.140,64	117.127.515
56	FII RODOBENS	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 4.019.331,02	40.000
57	FII SÃO FERNANDO	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 9.721.813,48	981.472
58	FII SHOPPING PARQUE D PEDRO	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 170.433.917,85	1.916.800
59	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 95.905.224,37	531.000
60	FII SHOPPING WEST PLAZA	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 94.339.872,74	959.000

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	DATA	VALOR DO PL (R\$)	Nº DE COTAS
61	FII SUPERQUADRA 311 NORTE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 2.738.261,00	279.872
62	FII TORRE ALMIRANTE	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 87.589.910,83	104.700
63	FII TORRE NORTE	BANCO OURINVEST SA	31/12/2008	R\$ 392.815.340,60	3.935.562
64	FII TRES FIGUEIRAS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ -	20.000
65	FII TROPICAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 8.438.868,55	20.041.000
66	FII VEREDA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 11.546.095,97	98.352
67	FII VIA PARQUE SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 81.412.528,76	2.120.589
68	FII VILLE DE FRANCE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 1.850.825,43	1.200
69	FP F ANDROMEDA FII	COINVALORES CCVM LTDA	31/12/2008	R\$ 120.665.740,21	1.330.000
70	GUANABARA FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 16.479.696,34	3.000
71	HG REAL ESTATE FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	31/12/2008	R\$ 82.924.565,22	80.000
72	LAGRA FII	MOMENTO DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 123.407.107,30	56.701
73	LOGINVEST FII INDUSTRIAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 46.057.666,22	17.100
74	MINAS INDUSTRIAL FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	31/12/2008	R\$ 94.502.319,71	5.301.000
75	OPPORTUNITY FII	BANCO OPPORTUNITY SA	31/12/2008	R\$ 170.646.670,02	160.640
76	SCP FII	BR-CAPITAL DTVM S.A.	31/12/2008	R\$ 24.331.912,01	4.200.000
TOTAL:				3.868.458.518,09	

Fonte: CVM [2009]

3.2 CARACTERÍSTICAS E AVANÇOS DA NOVA LEGISLAÇÃO

Um fundo imobiliário é tecnicamente um fundo de investimento fechado e, portanto, não permite o resgate de quotas. O investimento é concretizado por meio da aquisição de quotas, enquanto o retorno do capital investido se dá por meio da distribuição de resultados, da venda da quota, em negociações em bolsa de valores (BOVESPA) ou no mercado de balcão¹³, ou da dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e a distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas. Destaca-se que não há exigibilidade legal para que o fundo tenha prazo de duração determinado.

Apesar dos fundos imobiliários terem seus ativos constituídos por imóveis ou por direitos relacionados a eles, os direitos dos quotistas são exercidos sobre todos os ativos da carteira coletivamente. O artigo 13^o da Lei nº 8.668/93 dispõe que:

O titular das quotas do fundo de investimento imobiliário não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo, bem como não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas.

A administração de um fundo imobiliário é feita obrigatoriamente por uma instituição financeira e fiscalizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia

especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, cuja responsabilidade é disciplinar, normatizar, fiscalizar e promover o mercado de valores mobiliários no Brasil, de modo a assegurar o exercício de práticas equitativas, além de se responsabilizar por coibir irregularidades. O administrador deve distribuir na forma de rendimentos aos quotistas, no mínimo, 95% do lucro auferido.

Nos fundos imobiliários, é cobrada uma taxa de administração, como nos fundos de investimento financeiros. A taxa pode incidir sobre o rendimento ou sobre o patrimônio do fundo. O rendimento depende da receita gerada pelo seu *portfolio*, sendo que alguns empreendedores oferecem, na venda das quotas, rentabilidade mínima garantida durante um determinado período.

Os custos e taxas de administração acabam por afetar os rendimentos que são disponibilizados aos investidores. Além disso, existe uma taxa cobrada por corretagem na comercialização de quotas dos fundos, em torno de 1%, que apesar de menor em relação à de aquisição direta (4% a 6%), ainda afeta a rentabilidade do investimento.

Até outubro de 2008, ao menos 75% do patrimônio do fundo deveria ser aplicado em bens ou direitos imobiliários de um ou mais empreendimentos, sendo o saldo remanescente aplicado em ativos de renda fixa. Os fundos imobiliários só podiam comprar, vender (alienação), alugar (locação) ou arrendar¹⁴ imóveis, não sendo permitido comprar equipamentos, como nos negócios imobiliários que, para produzir renda, exigem agregar equipamentos específicos (exemplo equipamentos de diagnósticos para hospitais).

Com a nova legislação, os fundos passaram a poder aplicar seus recursos em valores mobiliários e outros ativos ligados ao setor imobiliário, que dispõe da seguinte forma:

¹³ Entende-se, segundo a BOVESPA [1999], como sendo “o mercado de títulos sem lugar físico determinado para as transações, as quais são realizadas por telefone entre instituições financeiras”.

¹⁴ Segundo a CVM [2005], “o arrendamento gera receitas por meio da cobrança de valor correspondente a um percentual do lucro auferido pela empresa arrendatária, ou de valor fixo, correspondente a um percentual do valor total do imóvel arrendado, podendo os dois critérios serem adotados concomitantemente”.

Art. 45. – A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

- I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;
- II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;
- III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;
- IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;
- V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;
- VI – cotas de outros FII;
- VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;
- VIII – letras hipotecárias; e
- IX – letras de crédito imobiliário.

Esta disposição confere flexibilidade às políticas de investimento e à composição das carteiras dos fundos imobiliários, principalmente no que se refere à aquisição indireta de participações em empreendimentos de base imobiliária e mesmo na atividade de incorporação de empreendimentos destinados à venda. Além disso, os fundos terão o direito de investir em créditos imobiliários por meio de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), cédulas ou letras hipotecárias, bem como de adquirir quotas de outros fundos imobiliários.

Todavia, o benefício das isenções tributárias aos quais os rendimentos dos fundos imobiliários fazem jus não é transferido às entidades nas quais investem os fundos. Logo, companhias imobiliárias de capital aberto, sociedades de propósito específico, fundos de investimento em participações terão suas receitas tributadas de acordo com a legislação pertinente.

Esse novo perfil de composição da carteira do fundo não é o alvo do trabalho e, portanto, sua aplicabilidade e restrições impostas pela nova resolução não afetam a adoção dos critérios ora propostos. Pretende-se explorar os fundos imobiliários que busquem adquirir uma parte ou a totalidade da propriedade de empreendimentos de base imobiliária para a renda em estágio anterior ao início de suas atividades operacionais.

A nova legislação busca disciplinar situações potencialmente caracterizadoras de conflitos de interesses que antes eram vedadas pela Instrução CVM nº 205/93. Com a aprovação em assembléia geral por quotistas que representem a maioria das quotas emitidas, é permitido ao administrador do fundo imobiliário realizar negócios em situação de conflito, desde que os quotistas sejam informados previamente a respeito.

Um dos grandes avanços da nova resolução está na possibilidade de colocação parcial das quotas do fundo imobiliário sem que haja necessidade de cancelá-las integralmente na hipótese de que toda a emissão não seja subscrita. Isso permite reduzir o tamanho do patrimônio do fundo quando não houver procura compatível pelas quotas e vice-versa, A Instrução CVM nº 472/08 coloca que:

Art. 13. O regulamento poderá prever a subscrição parcial das cotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado, observadas as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003.

§ 1º Na hipótese do *caput*, o ato que aprovar a emissão deverá estipular um valor mínimo a ser subscrito, sob pena de cancelamento da oferta pública de distribuição de cotas, de forma a não comprometer a execução de empreendimento imobiliário que seja objeto do fundo.

§ 2º Caso o valor mínimo referido no § 1º não seja alcançado, o administrador deverá, imediatamente:

- I – fazer o rateio entre os subscritores dos recursos financeiros recebidos, nas proporções das cotas integralizadas e acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do fundo; e
- II – em se tratando de primeira distribuição de cotas do fundo, proceder à liquidação do fundo, anexando a seu requerimento o comprovante de rateio a que se refere o inciso I deste § 2º.

§ 3º A CVM poderá determinar a liquidação do fundo caso o administrador descumpra o disposto no § 2º.

De modo a segregar os fundos imobiliários pelo perfil de risco associado, a CVM analisou a possibilidade de classificar os fundos de acordo com o estágio de maturação

do investimento ([i] fundos para adquirir e desenvolver projetos; ou [ii] fundos de empreendimentos consolidados) e com o tipo de ativo que compõe a carteira de investimento ([i] propriedade imobiliária; [ii] recebíveis imobiliários; ou [iii] híbridos).

Apesar de não aprovar a criação de subdivisão em classes, a nova instrução criou uma classe de fundos voltados exclusivamente para investidores qualificados, no qual pode ser dispensada a publicação de anúncio de início e encerramento de distribuição e elaboração de prospecto ou de laudo de avaliação para integralização de quotas em bens e direitos. Além disso, essa tipologia de fundo imobiliário, segundo a instrução CVM nº 472/08, pode “prever a existência de quotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo da liquidação”.

3.3 IDENTIFICAÇÃO DOS INVESTIDORES PRIVADOS DE PEQUENO E MÉDIO PORTE

Os investidores são classificados em grupos de acordo com critérios que podem variar da capacidade de investimento ao nível de conhecimento. O enfoque regulatório da CVM classifica o público alvo de ofertas públicas de valores mobiliários em investidores em geral, para o qual há necessidade da sua ação para garantir a ampla divulgação das informações (“*full disclosure*”), sendo que para os investidores qualificados a disponibilidade das informações é apenas declarada. Pelo porte e conhecimento do investidor qualificado, não há necessidade de intervenção da CVM para garantir o *full disclosure*.

Segundo a Instrução CVM n.º409/04 em seu artigo 109, o conceito de investidor qualificado abrange instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM.

Com a Instrução n.º450/07, passaram a ser considerados investidores qualificados os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.¹⁵

A tabela 5 identifica, conforme determina a CVM para ofertas públicas de valores mobiliários, a estratificação dos investidores por sua natureza. O autor procurou fazer um agrupamento destes tipos de investidores para eludicar, principalmente, aqueles que podem ser enquadrados como de pequeno e médio porte.

Tabela 5 – Classificação dos Tipos de Investidores

TIPO DE INVESTIDOR	AGRUPAMENTO
<i>Pessoas Físicas</i>	PEQUENO/ MÉDIO / GRANDE INVESTIDOR
<i>Clubes de Investimento</i>	INVESTIDOR INSTITUCIONAL
<i>Fundos de Investimento</i>	
<i>Entidades de Previdência Privada¹⁶</i>	
<i>Companhias Seguradoras¹⁷</i>	
<i>Investidores Estrangeiros</i>	ESTRANGEIRO
<i>Instituições Intermediárias Participantes do Consórcio de Distribuição</i>	INSTITUIÇÃO FINANCEIRA
<i>Instituições financeiras ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio</i>	
<i>Demais Instituições Financeiras</i>	
<i>Demais Pessoas Jurídicas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio</i>	PEQUENO / MÉDIO / GRANDE INVESTIDOR
<i>Demais Pessoas Jurídicas</i>	
<i>Sócios, administradores, empregados, prepostos e demais pessoas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio.</i>	

FONTE: Instrução Normativa da CVM nº 400/03

A CVM não exerce julgamento de valor sobre a emissão ou sobre a emissora (análise do mérito), mas zela pelo fornecimento adequado de informações (análise da qualidade e

¹⁵ A publicação da Instrução CVM nº 465/08, que tornou mais flexível a aplicação de recursos de fundos de investimento no exterior, criou, na prática, outra categoria de investidores, denominados pelo mercado financeiro de super-qualificados, aqueles que podem fazer uma aplicação inicial de R\$ 1 milhão.

¹⁶ Usualmente denominados como fundos de pensão, estes estão limitados a ter, no máximo, 8% de seu patrimônio aplicado em imóveis, incluindo quotas de fundos imobiliários.

¹⁷ As normas estabelecem limites para aplicação dos recursos das reservas, das provisões técnicas e dos fundos das seguradoras, empresas de capitalização, e entidades de previdência complementar em imóveis (p.ex. nas seguradoras era de 18% no ano de 2002).

suficiência da informação). A responsabilidade da informação é da emissora, cabendo à instituição financeira e, se for o caso, ao agente fiduciário verificar diligentemente a qualidade, suficiência e veracidade de tais informações. Segundo a CVM [2008]:

A diretriz de concepção do registro adotada pela CVM é de não exercer julgamento de valor sobre empresas e fundos que desejam captar recursos no mercado público, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações aos investidores. A sistemática de registro estabelece os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas. Serve também como proteção para os investidores, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários e legais que lhe deram origem, não se constituindo, todavia, em atestado de qualidade do empreendimento.

Por sua vez, as instituições financeiras, ao buscar segmentar seus clientes de tal modo a oferecer serviços e produtos especializados, também fazem uma classificação dos investidores, usualmente baseada na capacidade de investimento e/ou no patrimônio total. A figura 1 ilustra uma classificação de clientes com patrimônio total elevado feita pela PRICEWATERHOUSECOOPERS por meio de uma pesquisa com 130 entidades financeiras de 30 países.

Figura 1 – Pirâmide de Gestão de Fortunas

FONTE: BELLOTTO [2005]

Cada tipo de investidor tem diferentes objetivos de retorno, propensão a risco e restrições de investimentos. Investidores mais conservadores, voltados para obtenção de renda, têm o perfil de buscar uma “previdência” que lhe possibilite rendimentos

relativamente homogêneos por um prazo longo. Estes têm usualmente um horizonte indeterminado de investimento (“*long term holding*”), sendo que a questão tributária é muito relevante. A ênfase maior fica na estrutura de garantias proporcionadas no investimento do que na gestão em si. MOSCA [2006] afirma que:

As pessoas físicas representam o grupo mais diverso de investidores que existe. Ao contrário dos fundos de pensão, cujo balanço entre obrigações e ativos é um balizador eficiente para desenhar a composição da carteira de investimentos, os investidores pessoa física possuem tamanha variedade de renda, patrimônio, objetivos, limitações, conhecimento, para não mencionar perfil psicológico, que torna mais complexa a decisão de investimento. Adicionalmente tais características sofrem contidas movimentações ao longo do tempo e são fortemente influenciadas pela conjuntura que as rodeiam.

Investidores qualificados têm o perfil de buscar taxas de retorno mais elevadas e estão usualmente preocupados com custos de carregamento e da transação em si. São capazes de melhor mensurar os riscos da aplicação e buscam rentabilidade acima daquelas alcançadas com títulos públicos federais no Brasil, adotado como referência de análise. Esses investidores tendem a investir diretamente em imóveis através da aquisição, por exemplo, de escritórios corporativos, participações em shopping centers ou de imóveis resultantes de operações *build-to-suit*.

Já os investidores de pequeno e médio porte são usualmente mais racionais na compra e buscam diversificar com o menor risco possível, maior estabilidade e garantias firmes. Utilizam como referencial de remuneração as taxas praticadas pela caderneta de poupança e costumam adquirir apartamentos e casas, salas comerciais e *flats*, todos voltados para locação. MOSCA [2006] afirma que “o investidor racional possui aversão ao risco, à materialização do risco e à conseqüente perda financeira que o acompanha”.

Segundo MOSCA [2006], a composição da carteira de investimentos depende da realidade pela qual passa o investidor, que envolve fatores como necessidade de liquidez e horizonte de tempo para aplicação, objetivo ao qual se destinam os recursos investidos e outras circunstâncias concretas. Fatores subjetivos, como a psicologia do comportamento humano, também desempenham um papel fundamental na decisão de investimento. Por ser avessa aos prejuízos, a maioria das pessoas está mais propensa a agir com medo de sofrer perdas do que com base na possibilidade de obter ganhos.

Com isso, a adoção dos critérios é fundamental para atrair estes investidores à medida que pode mitigar os riscos inerentes às atividades de implantação de um empreendimento de base imobiliária.

3.4 PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO NA FASE DE IMPLANTAÇÃO

A estratégia adotada nesta tese para securitizar o empreendimento por meio de um fundo imobiliário não é a única possível, porém é aquela que apresenta mais vantagens em relação às demais, tendo sido mais testada e validada em operações já efetuadas no mercado. Este processo, por si só, já contempla proteções ao investidor e ao empreendedor que são mencionadas ao longo do texto. Portanto, trata-se de adotar um processo de securitização durante a implantação que já é mais recomendado pelos agentes do mercado e que tende a ser escolhida em face da nova instrução CVM.

Figura 2 – Ações para Implementação com Emissão de Quotas

A figura 2 indica as várias etapas para securitização e implantação do empreendimento de base imobiliária, agrupadas de acordo com os agentes envolvidos na operação. Admite-se que o empreendimento já está aprovado e licenciado para implantação, sendo

que a aquisição do terreno e a execução dos projetos foram devidamente concluídas em etapa anterior dentro do ciclo de formatação.

Estas etapas, que serão a seguir descritas, não são sequenciais e nem devem obedecer rigorosamente à ordem cronológica ora estipulada. Procura-se aqui elucidar um possível encadeamento do processo de implantação de um empreendimento por meio da constituição de um fundo imobiliário. Tal descrição torna essencial para que se possa identificar os riscos envolvidos neste processo e propor os mecanismos de salvaguardas aos investidores.

A implantação de um empreendimento de base imobiliária freqüentemente se inicia a partir da aquisição de um terreno para o qual o empreendedor pretende desenvolver e aprovar um projeto. Utiliza-se ao longo deste texto o termo originador ou empreendedor para denominar aquele responsável pelo desenvolvimento e implantação do empreendimento, em vez de incorporador, usualmente associado a empreendimentos imobiliários destinados à venda. Vale destacar que, segundo a Instrução Normativa nº 474/04 da Secretaria da Receita Federal, veiculada em 06.12.2004, publicada no Diário Oficial da União, incorporador é:

A pessoa física ou jurídica que, embora não efetuando a construção, compromisse ou efetive a venda de frações ideais de terreno objetivando a vinculação de tais frações a unidades autônomas, em edificações a serem construídas ou em construção sob regime condominial, ou que meramente aceite propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a termo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega em certo prazo, preço e determinadas condições, das obras concluídas. [...] Também são considerados incorporadores os proprietários e titulares de direitos aquisitivos que contratem a construção de edifícios que se destinem à constituição de condomínio, sempre que iniciarem as alienações antes da conclusão das obras.

A formatação deste empreendimento deve ter sido feita baseada num estudo de inserção mercadológica que estabeleceu as diretrizes para elaboração dos projetos e comercialização das suas unidades. Importante destacar que os projetos, após a sua definição, são aprovados por órgãos competentes e, se for o caso, registrados junto com o memorial de incorporação. No Brasil, a obtenção de toda a documentação necessária para a implantação de um empreendimento de base imobiliária pressupõe a análise, autorização, anuência e/ou registro em diversos órgãos como, por exemplo, Ofício de

Registro de Imóveis, Prefeitura Municipal, Secretaria do Meio Ambiente, Corpo de Bombeiros, Concessionária de Saneamento Básico local, etc.

Com o projeto aprovado e as licenças e autorizações obtidas, o originador pode alienar ao fundo imobiliário o empreendimento, no conceito de pronto e operando, ficando responsável, direta ou indiretamente, pela sua execução num determinado prazo. É a partir deste instante que se inicia efetivamente o processo de estruturação do fundo e captação de recursos.

Em algumas operações, a estruturação do fundo é feita durante a aprovação dos projetos e obtenção das licenças. Todavia, é improvável admitir que os investidores estejam dispostos a aplicar seus recursos na fase de formatação do empreendimento. Em economias mais desenvolvidas, nas quais os veículos de securitização de ativos imobiliários estão mais evoluídos, pode-se admitir que essas atividades são feitas pelos próprios investidores por meio destes veículos. Contudo, trata-se de uma pequena parcela dos recursos investidos que é direcionada para novos projetos em virtude dos grandes *portfolios* já constituídos.

A nova instrução CVM nº472/08 permite que os fundos imobiliários possam adquirir participações em empresas do setor imobiliário, inclusive sociedades de propósito específico (SPE's), as quais são largamente utilizadas para desenvolver e implementar novos empreendimentos. É importante destacar que o trabalho admite que os investidores estão interessados exclusivamente na aquisição dos imóveis prontos para gerar renda conservadora, sem qualquer participação direta ou indireta nas atividades de desenvolvimento, construção, equipamentos e outras inerentes aos empreendedores.

Não se trata do investidor, por meio do fundo imobiliário, tomar o papel de empreendedor, ou se associar a um grupo empreendedor. O objetivo da securitização é permitir que os pequenos e médios investidores possam adquirir participações em empreendimentos de base imobiliária, já na fase de implantação, com o intuito de auferir rendimentos provenientes da sua exploração na fase operacional.

3.4.1 Fase A – Constituição do Fundo Imobiliário e Emissão das Quotas

A implementação ocorre primeiramente com a estruturação e constituição do fundo imobiliário por meio da elaboração e registro de seu regulamento em cartório de títulos e documentos, atos societários e demais documentos que regem o seu funcionamento e suas atividades [ETAPA-01], conforme mostrado na figura 3. Esse trabalho pode ser realizado por um prestador de serviços, denominado de AGENTE ESTRUTURADOR, contratado pelo empreendedor.

Figura 3 – Transações com Emissão das Quotas e Compromisso de Venda e Compra

Neste texto, admite-se a existência de um grupo empreendedor (AMBIENTE ORIGINADOR) composto por um líder (empreendedor-líder), usualmente empresa que fica responsável pelas atividades do projeto, e seus parceiros (co-empresendedores), usualmente outras empresas do setor ou investidores privados que são responsáveis por aportar recursos financeiros necessários à consecução do projeto. Todos são sócios-parceiros do AMBIENTE ORIGINADOR e participam, em tese, das decisões relativas à

implantação do empreendimento. Esse ambiente é usualmente constituído no formato de uma sociedade de propósito exclusivo ou similar.¹⁸

A ser definido em conjunto pelo AGENTE ESTRUTURADOR e o Empreendedor, o principal documento é o regulamento que configura e define as regras de funcionamento do fundo imobiliário, dentre as quais a política de investimento e os direitos e obrigações da INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA e do quotista. Futuras alterações, complementações e exclusões no regulamento só poderão ser feitas através de deliberação dos investidores em Assembléia Geral de Quotistas. A CVM [2005], em particular, destaca que:

O regulamento dispõe sobre o objeto do fundo, ou seja, os investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados, o prazo de duração do fundo, a política de investimento do fundo, a taxa de ingresso ou critérios para sua fixação, o número de quotas a serem emitidas, a possibilidade ou não de futuras emissões, os critérios para subscrição de quotas, a política de comercialização dos empreendimentos, o mecanismo de distribuição de resultados, a qualificação do administrador e suas respectivas obrigações, o tratamento das despesas e dos encargos, os critérios de apuração do valor patrimonial das quotas, as informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas, a taxa de administração, as demais despesas e os casos de liquidação do fundo, bem como os mecanismos previstos.

Com a definição de seus atos constitutivos, o fundo imobiliário firma um compromisso de venda e compra do imóvel com o AMBIENTE ORIGINADOR, no qual são estabelecidas todas as condições para entrega do empreendimento pronto e operando. Tal documento, que pode ser uma Escritura de Promessa de Compra e Venda ou um Instrumento Particular de Compromisso de Venda e Compra de Bem Imóvel em Caráter Fiduciário, deve ser registrado em Cartório de Registro de Imóveis.

Nessa condição, a propriedade ou os direitos aquisitivos do imóvel sobre o qual será implantado o empreendimento pertencem ao AMBIENTE ORIGINADOR, o que permite que seja firmado um compromisso de venda e compra com cláusulas suspensivas e resolutivas que condicionam a sua eficácia a eventos subseqüentes, dentre os quais a

¹⁸ A maioria das empresas do mercado imobiliário tem constituído sociedades de propósito específico (SPEs) para execução de seus empreendimentos. Segundo AMATO [2007], várias são as motivações ou imposições que estão relacionadas com a constituição de SPEs, dentre as quais se destacam: maior facilidade para obtenção de financiamentos bancários; maior eficiência e transparência para partes relacionadas; flexibilidade para realização de parcerias na incorporação imobiliária; e limitação dos riscos inerentes a cada empreendimento àquela SPE. Associa-se a isto o fato de ser mais vantajosa a apuração do lucro presumido para recolhimento de tributos federais pelas SPEs.

própria constituição do fundo imobiliário. Esta solução permite maior flexibilidade ao empreendedor à medida que a transferência dos imóveis pode ser feita até o final da implantação¹⁹. Além disso, a responsabilidade legal da incorporação fica restrita no AMBIENTE ORIGINADOR.

O preço pelo qual o fundo imobiliário irá adquirir uma fração ou a totalidade do empreendimento deve ser arbitrado com base de uma prévia avaliação, conduzida por uma empresa independente. Tal laudo de avaliação, cujas regras de elaboração e requisitos mínimos são definidas pelas instruções da CVM, fará parte do Prospecto a ser entregue ao investidor antes da subscrição das quotas. Dentro do preço, estão incluídas todas as despesas de desenvolvimento, custos de obras civis, mecânicas e instalações, despesas com locação de espaços, remuneração do empreendedor, etc. Com o progresso das atividades de implantação, podem ser feitas medições do percentual executado ou da(s) tarefa(s) concluída(s), as quais são pagas pelo fundo imobiliário ao AMBIENTE ORIGINADOR. Esses serviços devem ser faturados para o fundo imobiliário, detentor da propriedade do imóvel, de acordo com medição executada.

Na fase de estruturação, são contratados ainda prestadores de serviços para a operação do fundo imobiliário. Durante a fase de implantação e após a subscrição das quotas, uma parte dos recursos captados pelo fundo imobiliário é utilizada para arcar com as suas contas gerais de administração, que envolvem o recolhimento de tributos, despesas de registro na Bovespa e na CBLC, honorários do banco custodiante, remuneração dos auditores independentes, etc. [ETAPA-03].

Uma destas contas é a taxa cobrada pela instituição financeira contratada para ser administradora do fundo imobiliário que somente pode ser banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de valores mobiliários, sociedade de crédito imobiliário e caixa econômica, e associação de poupança e empréstimo. A CVM [2005]

¹⁹ Vale destacar que nem todos os imóveis resultantes do desenvolvimento do empreendimento podem ser transferidos para o fundo imobiliário. É comum em empreendimento de uso misto que determinadas unidades sejam vendidas a terceiros, principalmente quando se trata de imóveis residenciais. Neste caso, seria necessário transferir a fração ideal do terreno correspondente ao *portfolio* pertencente ao fundo imobiliário, sendo este solidário ao AMBIENTE ORIGINADOR nas obrigações de conclusão da implantação perante os adquirentes das unidades residenciais.

ênfatiza que “é importante que o investidor considere antes de adquirir quotas de um fundo, a estrutura, a qualificação e a experiência de seu Administrador, bem como a regularidade deste junto aos órgãos responsáveis”.

Definidos os instrumentos jurídicos, estes são protocolados pelo administrador junto à CVM que fica responsável pela concessão automática do registro da distribuição (prazo de até 05 dias úteis), desde que atendidas as condições definidas pela nova instrução, como a indicação do nome do auditor independente, dos prestadores de serviço contratados e do diretor do administrador responsável pelo fundo. Esta etapa envolve desde o planejamento e modelagem da operação até a obtenção dos registros juntos à CVM, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)²⁰. Importante ressaltar que a CVM [2008] coloca que:

O registro de emissão e distribuição de valores mobiliários é um procedimento que fornece aos investidores dados sobre os valores mobiliários a serem oferecidos, entre os quais se destacam suas características, volumes, preço, forma e locais de colocação, comissões de intermediação, agentes de colocação, etc. Tais informações, em conjunto com aquelas da operação em si e do emissor dos títulos, são consideradas suficientes para que o investidor possa tomar uma decisão consciente.

Vale destacar que o fundo é constituído por meio de um ato do seu administrador. A CVM apenas concede o registro da distribuição das quotas do fundo ao mercado por meio da análise do prospecto. A CVM não aprova o fundo imobiliário e nem julga a sua qualidade, mas apenas verifica se atende à legislação e permite que a instituição faça uma oferta ostensiva ao mercado do valor mobiliário.

O funcionamento do fundo imobiliário depende: [i] do registro da subscrição da totalidade das quotas objeto do registro de distribuição ou da subscrição parcial, desde que atingido o valor mínimo previsto; [ii] da publicação do anúncio de encerramento; e [iii] da sua inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ junto à Receita Federal.

²⁰ A CBLC é uma sociedade anônima de capital fechado que provê serviços de compensação, liquidação, controle de riscos de operações e de custódia fungível de ativos, sendo supervisionada pela CVM.

3.4.2 Fase B – Distribuição das Quotas e Captação dos Recursos

A partir da concessão do registro de distribuição da oferta pública pela CVM, inicia-se o processo de distribuição primária das quotas emitidas no mercado de capitais, conforme pode ser visualizado na figura 4.

Figura 4 – Ações e Transações para Distribuição Primária das Quotas

O AMBIENTE ORIGINADOR contrata uma instituição financeira para ser responsável pelo processo, sendo intitulada de COORDENADOR DA DISTRIBUIÇÃO. Usualmente, a colocação das quotas é feita também por distribuidores e agentes autônomos, os quais são gerenciados pelo coordenador da distribuição.

Do ponto de vista legal, o regime de colocação pode ser por meio de garantia firme, na qual o coordenador da distribuição garante a colocação de determinado lote em condições previamente acordadas, ou por melhores esforços, onde o coordenador não garante a colocação dos valores mobiliários, mas apenas irá empenhar seus melhores esforços para colocar a totalidade destes junto a seus clientes.

A oferta pode ser iniciada com um *road show* (rodada de apresentação) a grandes investidores selecionados (fundos de pensão, investidores estrangeiros, sociedade seguradores e de capitalização, instituições financeiras e/ou investidores qualificados) para obtenção do capital mínimo, antes da divulgação para o grande público (oferta pulverizada). A colocação destes ativos pode ser feita ainda através do sistema de *bookbuilding*, processo de precificação que leva em consideração uma avaliação prévia dos valores mobiliários através da sua apresentação para os investidores. Em data determinada, os investidores fazem suas ofertas de compra, especificando preço e quantidade.

Para análise da oportunidade de investir nas quotas, o investidor recebe os documentos relativos à oferta, como por exemplo, o Prospecto, onde constam diversas informações, inclusive o regulamento do fundo imobiliário e a escritura do imóvel registrada no Cartório de Imóveis. A decisão de compra tomada por parte dos investidores está usualmente sustentada por informações contidas no Prospecto de Distribuição dos Valores Mobiliários. A CVM [2008] afirma que:

O Prospecto, que contém o resumo da documentação enviada à CVM, é o documento de informação necessário ao investidor para tomar sua decisão quanto ao empreendimento. A responsabilidade de disseminação do prospecto cabe ao emissor e, quando for o caso, às instituições financeiras encarregadas da distribuição dos valores mobiliários, que devem garantir a existência de um número adequado de cópias para fornecimento aos interessados.

Com a nova instrução CVM nº 472, os prospectos devem conter informações detalhadas em relação à política de investimento, à descrição dos imóveis a serem adquiridos e seus dados operacionais. Todavia, a CVM reconhece que informações sigilosas sobre planos de aquisições podem ser omitidas do prospecto na medida em que sua divulgação pode prejudicar o interesse do emissor e, por conseguinte, dos investidores.

Os INVESTIDORES adquirem as quotas por meio da assinatura do boletim de subscrição [ETAPA-04] e do compromisso de investimento. Dali em diante, são necessários os documentos do adquirente para que seja feita a transferência das quotas para este por meio eletrônico através da BOVESPA. Concluída a operação, o investidor passa a receber freqüentemente informações relativas ao fundo imobiliário e ao seu lastro, ou seja, o empreendimento.

A oferta pública das quotas do fundo imobiliário deve ser feita num prazo de até 180 (cento e oitenta) dias contados da data de concessão do registro de distribuição, de acordo com o disposto pela legislação e regulamentação vigente. Dentro deste prazo, os investidores devem subscrever uma parcela mínima de quotas emitidas pelo fundo imobiliário naquela distribuição para garantir a sua constituição.²¹ Caso as quotas emitidas não sejam totalmente subscritas, o fundo imobiliário será capaz de adquirir apenas uma fração ou parte do *portfolio* de empreendimentos previsto no compromisso de venda e compra, proporcional ao sucesso na captação dos recursos.

As quotas podem ser integralizadas à vista ou a prazo determinado pelo compromisso de investimento [ETAPA-05], documento pelo qual o investidor se obriga a integralizar as quotas na medida em que a INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA do fundo fizer chamadas de capital, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento e no regulamento. Naturalmente, os investidores em geral tendem a não estar dispostos a aportar todos os recursos necessários à aquisição de sua fração no empreendimento (por meio das quotas) antes deste estar pronto e operando.

Junto com o Boletim de Subscrição, o investidor assina um “Instrumento Particular de Compromisso de Investimento”, no qual se compromete a cumprir pontualmente as chamadas para aportes de recursos mediante a integralização parcial ou total das quotas a ser realizado dentro do período de implantação do empreendimento. O aporte pode ser feito por meio de cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente, transferência eletrônica disponível ou outro mecanismo de transferência de recursos.

Em caso de atraso ou falta de pagamento do valor da chamada de capital, o investidor fica sujeito à multa não compensatória, devida à vista ao Fundo, proporcional ao valor não integralizado, e juros moratórios incidentes sobre o valor devido em atraso,

²¹ A disposição de poder cancelar quotas emitidas e não subscritas é uma novidade introduzida pela nova instrução CVM nº 472/08. Até a sua publicação, a constituição de um fundo imobiliário somente era possível com a subscrição integral das quotas emitidas. Vale lembrar o caso do Fundo Imobiliário Novo Anhembi, lançado em junho de 2002, com objetivo de construir um novo centro de convenções e exposições em São Paulo (SP). A oferta para investidores privados em geral buscava captar R\$ 190 milhões numa única emissão, oferecendo inclusive garantia de renda de 1% ao mês do início da obra até um ano depois de concluído. O total captado atingiu R\$ 55 milhões com 760 investidores, porém o fundo não foi constituído, sendo os recursos devolvidos a estes.

calculados *pro rata temporis*, desde a data em que o pagamento deveria ser feito até a data do efetivo pagamento, sem prejuízo de honorários advocatícios que venham a ser arbitrados em sentença judicial, na eventualidade de instauração de procedimento judicial. O investidor ainda se responsabiliza por todo e qualquer dano que causar ao fundo imobiliário, obrigando-se a indenizá-lo integralmente por qualquer prejuízo causado pela quebra, inveracidade ou imprecisão das declarações e garantias feitas.

Na hipótese do descumprimento do aporte não seja sanado nos prazos definidos no regulamento, a INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA poderá, caso previsto no regulamento e no compromisso de investimento, suspender os direitos do investidor inadimplente: [i] de voto nas Assembléias Gerais, [ii] de alienar ou transferir suas quotas do fundo; e [iii] de receber quaisquer rendimentos, amortizações e, remotamente, todos os valores que lhe caberiam por ocasião da liquidação do fundo imobiliário. Além disso, poderá haver a previsão do direito de alienação pela INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA das quotas detidas pelo investidor inadimplente a qualquer terceiro, nos termos e condições do compromisso de investimento, a fim de obter recursos para pagamento dos valores devido ao fundo. Isso representa uma proteção aos demais investidores que tem uma maior garantia da capacidade financeira do fundo imobiliário em honrar seus compromissos perante os empreendedores.

Os recursos financeiros captados são incorporados ao patrimônio do fundo, sendo utilizados para pagar o AMBIENTE ORIGINADOR, de acordo com as condições estipuladas no compromisso de venda e compra, e para custear a administração, gestão e auditoria do fundo imobiliário, bem como os custos de constituição do fundo, composto por honorários de estruturação, comissão de colocação das quotas (ambas pagas às instituições financeiras contratadas), taxas de registro de distribuição pública das quotas e despesas de promoção e publicidade.

O INVESTIDOR poderá negociar suas quotas no mercado secundário [ETAPA-06], em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, desde que o novo investidor se obrigue a aderir aos termos e condições do regulamento do fundo imobiliário, bem como assuma integralmente todas as obrigações previstas no compromisso de investimento em nome do INVESTIDOR.

Importante enfatizar que a estrutura de securitização escolhida nesta tese já contempla determinados mecanismos no intuito de mitigar riscos para os investidores. Não se pretende aqui analisar várias alternativas possíveis através das quais se pode securitizar o empreendimento em fase de implantação, mas, sim, partir de uma estrutura que já tenha um patamar de proteção considerado satisfatório pelos agentes do mercado de capitais, sendo, portanto, mais difundido e aceito pelos investidores. É importante deixar claro que a estrutura apresentada não é a única forma possível de securitização e nem é aquela permitida pela regulamentação vigente. Não há nenhuma imposição legal que implique peremptoriamente na adoção desta estrutura.

Com a comprovação da subscrição das quotas do fundo imobiliário e o encerramento da distribuição, os investidores deliberam a constituição do Fundo de Investimento Imobiliário em ata de uma Assembléia Geral dos Quotistas e autorizam a Instituição Administradora a praticar todos os atos necessários à obter a autorização para funcionamento do fundo junto à CVM.

Caso haja sucesso na captação de recursos junto a investidores, após o encerramento da oferta, pode-se iniciar imediatamente a execução do projeto e, por conseguinte, o cumprimento do disposto no compromisso de venda e compra. Em algumas operações, o empreendimento já está em fase de implantação e os recursos captados podem ser utilizados imediatamente para sustentar o programa de produção.

3.4.3 Fase C – Construção, Equipamento e Administração

Concluída a captação ou até mesmo até a data de sua finalização, podem ser contratadas as obras, os equipamentos, serviços de administração²² com empresas especializadas, ou seja [ETAPA-07], [ETAPA-08] e [ETAPA-09], respectivamente, conforme consta na figura 5. Como as características do projeto já estão definidas, caberá ao empreendedor selecionar os responsáveis por executar as atividades que permitirão consolidar a configuração física do empreendimento.

²² Em determinadas tipologias de empreendimentos de base imobiliária, é comum a contratação de empresas especializadas na administração de propriedade durante o ciclo operacional. Este é o caso de hotéis e shopping centers, segmentos nos quais existem grandes cadeias com experiência e capacidade para agregar ao empreendimento marca/identidade, padrão de qualidade e de serviços, e, conseqüentemente, maior potencialidade na sua inserção mercadológica.

Figura 5 – Ações e Transações para Construção, Equipamento e Administração

Em alguns casos, as empresas contratadas para tais atividades podem estar ligadas direta ou indiretamente aos próprios empreendedores, em particular, ao empreendedor-líder. Caso esta hipótese não seja válida, os empreendedores podem convidar essas empresas para apresentarem propostas para execução dos serviços em moldes semelhantes a uma licitação pública. Isso permite com que sejam contratados os serviços baseados nas melhores técnicas e/ou menor preço, trazendo benefícios diretos aos empreendedores e indiretos aos investidores.

Na medida em que os serviços contratados são executados, o AMBIENTE ORIGINADOR deve realizar os pagamentos às empresas contratadas com capital próprio proveniente de aportes dos empreendedores e/ou com os recursos financeiros adiantados pela INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA do fundo imobiliário.

A nova instrução CVM nº 472/08 permitiu a manutenção dos recursos ociosos que não são aplicados imediatamente na execução das obras no ambiente do fundo imobiliário.

Tal situação não era permitida, o que dificultava a integralização de recursos financeiros em curto prazo quando se ofertava um maior volume de quotas, pois o fundo passava a desrespeitar o limite máximo de 25% do patrimônio aplicados em outros ativos que não diretamente em imóveis. A CVM [2008] coloca que:

Art. 46 – Uma vez integralizadas as cotas objeto da oferta pública, a parcela do patrimônio do FII que, temporariamente, por força de cronograma físico-financeiro das obras constantes do prospecto, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, deverá ser aplicada em:

- I – cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, de liquidez compatível com as necessidades do fundo; e
- II – derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo e desde que previsto na política de investimento do fundo.

Com isso, é mais conveniente estruturar oferta pública de distribuição primária de quotas diretamente aos investidores, emitidas ou não em séries. Os recursos financeiros passam a ser utilizados para pagamento das medições do andamento da implantação, sem que haja quaisquer penalidades por descumprimento das políticas de investimento do fundo e/ou do marco regulatório deste veículo de investimento, conforme dispõe a nova instrução:

Art. 45 § 2º O administrador pode adiantar quantias para projetos em construção, desde que tais recursos se destinem exclusivamente à aquisição do terreno, execução da obra ou lançamento comercial do empreendimento e sejam compatíveis com o seu cronograma físico-financeiro.

A instrução impõe de forma explícita a obrigação da INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA de exercer efetivo controle sobre a evolução dos empreendimentos que estejam em fase de implantação, de modo a não adiantar quantias que não sejam relacionadas aos custos de desenvolvimento. Contudo, não impede a contratação de empresas especializadas em realizar o gerenciamento e a fiscalização das obras.

Importante destacar que a legislação dispõe que o prospecto deve conter informações sobre o estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do

Até num hotel, as administradoras divulgam a sua abertura através de canais de comunicação que possam atrair a potenciais hóspedes e, eventualmente, firmam convênios com empresas sediadas no entorno do empreendimento para praticar tarifas subsidiadas mediante a ocupação dos quartos [ETAPA-11].

3.4.5 Fase E – Obtenção de Alvarás, Recolhimento de Taxas e Tributos

Durante a comercialização do empreendimento, seja pelo recebimento das parcelas do preço pelo AMBIENTE ORIGINADOR ou pela venda ou locação das unidades imobiliárias, as receitas auferidas pela SPE são consideradas como tributáveis pela legislação. Logo, o encaixe destes recursos financeiros enseja imediatamente na obrigatoriedade de recolhimento de tributos ao fisco [ETAPA-12].

Figura 7 – Ações e Transações para Obtenção de Alvarás e Recolhimento de Tributos

Além dos tributos incidentes sobre a receita e, por conseguinte, sobre o lucro, há taxas e encargos relacionados às atividades executadas durante a obra, que também são pagas periodicamente aos órgãos competentes. Um exemplo destes encargos é a contribuição ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) calculada, principalmente, sobre a folha de pagamentos de funcionários e autônomos das empresas.

Na fase final da implantação do empreendimento, é necessário obter, em nome do fundo imobiliário, junto aos órgãos competentes todas as licenças, alvarás e autorizações para permitir a ocupação e o pleno funcionamento das instalações físicas deste imóvel.

Isso depende de órgãos públicos, como, por exemplo, a Prefeitura Municipal, Corpo de Bombeiros, Vigilância Sanitária, concessionárias de serviços públicos (água, esgoto, energia elétrica, gás, telefonia, etc.), os quais são responsáveis por vistoriar o empreendimento antes de emitir os alvarás [ETAPA-13].

O processo de aprovação e licenciamento do empreendimento é dinâmico ao longo de todo período de implantação, pois cada atividade a ser realizada na obra pode pressentir de autorizações específicas a serem dadas pelas autoridades competentes. Esta gestão do licenciamento deve acompanhar ainda novas resoluções, leis, instruções e normativas emanadas do Poder Público que podem afetar o desenvolvimento da implantação, na medida em que novas licenças e aprovações podem ser necessárias.

3.5 ASSUNÇÃO DE ENDIVIDAMENTO PELOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

A nova regulamentação proposta mantém vedada a possibilidade de os fundos imobiliários constituírem ônus reais sobre os imóveis integrantes do fundo imobiliário. Segundo a legislação, o fundo imobiliário está proibido de contrair ou efetuar empréstimos. Além do fato que esta medida pode aumentar a volatilidade das quotas, o argumento utilizado pela CVM na audiência pública é:

Por ser organizado em regime de condomínio, se o fundo não adimplir os empréstimos contraídos, incorrendo em situação de patrimônio líquido negativo, os cotistas permanecerão obrigados ao pagamento, com a conseqüente obrigação dos cotistas em aportar recursos adicionais, realizando assim uma perda superior ao montante inicialmente investido. Vale observar que, por imposição legal, o FII não poderá dar seus ativos em garantia, o que poderia reduzir os custos de empréstimos que o fundo viesse a contrair.

Tal possibilidade não impede que o fundo imobiliário, agora com a permissão de adquirir ações ou quotas de sociedades cujo único propósito seja atuar no mercado imobiliário, tome empréstimos de forma indireta pela simples assunção de dívidas no âmbito da sociedade na qual aplicou seus recursos. Todavia, não cabe no âmbito desta tese abordar o novo papel dos fundos imobiliários como sócios de companhias imobiliárias, compartilhando assim os direitos e obrigações da atividade empresarial.

Além disso, a nova instrução incorpora a possibilidade de aquisição, pela INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA, de imóveis que já estejam onerados previamente, o que pode levar

determinadas tipologias de empreendimentos se valer de recursos de financiamento para formar o seu *funding*. É o caso dos shopping centers que para serem edificadas freqüentemente utilizam as linhas de crédito do BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES) em virtude das taxas e juros praticados dos prazos de carência e amortização. Na audiência pública, a CVM [2008] já argumentava sobre a possibilidade que:

Quanto aos imóveis, vale esclarecer que a instrução expressamente permite a aquisição de imóveis sobre os quais tenham sido constituídos ônus reais anteriormente ao seu ingresso no patrimônio do fundo. A observação é necessária por conta do disposto no art. 7º, VI, da Lei nº 8.668, que determina que “não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis”. Assim, a permissão prevista reflete a interpretação que a CVM faz do dispositivo legal, no sentido de que aquela vedação somente se aplica uma vez que os imóveis passem a integrar o patrimônio do fundo (a partir do que, o administrador não poderá constituir novos ônus reais sobre tais imóveis), mas não há vedação à aquisição de um imóvel com ônus preexistente. Já houve manifestações da Procuradoria Federal Especializada da CVM e do Colegiado neste sentido.

Com isso, o AMBIENTE ORIGINADOR pode contar com empréstimo bancário para a implantação do empreendimento alvo da securitização, seja por meio do financiamento para produção, seja do financiamento para compra de equipamentos. Em empréstimos bancários, é comum a exigência de hipoteca do imóvel como garantia do cumprimento da obrigação de pagamento do financiamento²³.

Há duas formas de garantias reais sobre uma propriedade imobiliária: a hipoteca e a alienação fiduciária. A hipoteca é um direito real que o devedor constitui sobre seu bem imóvel a favor do credor, como garantia exclusiva de pagamento de dívida, empréstimo ou cumprimento de uma obrigação. Pode ser constituída em 1º grau ou demais do terreno e respectivas benfeitorias.

²³ O risco de compra de um imóvel hipotecado pode ser minimizado com a retirada de certidões atualizadas nos cartórios que comprovem boa índole do empreendedor e a situação do bem. Caso contrário, a transação do imóvel não é anulada por uma ação de execução promovida por um credor do empreendedor. Na realidade, a penhora sobre o bem é mantida, de forma que o credor não seja prejudicado, uma vez que o imóvel continuará, mesmo após a transação, garantindo o crédito. Somente uma ação de cancelamento do registro de venda do imóvel movida pelo administrador do fundo imobiliário poderia reconhecer a invalidade da venda.

Alienação fiduciária é o negócio jurídico pelo qual o devedor/fiduciante, objetivando constituir a garantia do financiamento contratado para aquisição de um bem imóvel, contrata a transferência ao credor/fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel, que será cancelada se e após a liquidação do mútuo contratado e seus acessórios. Com a constituição da propriedade fiduciária, a posse direta do bem fica com o devedor/fiduciante e a indireta, com o credor/fiduciário.²⁴ Caso haja alienação fiduciária, na hipótese de não pagamento da dívida, o processo de retomada do imóvel passa a ser extrajudicial, equivalente à execução de um título comum, o que reduz o prazo médio de recuperação do crédito de 05 a 10 anos para alguns meses.

Na hipótese de contar com empréstimo bancário para implantação do empreendimento, é comum o vínculo da quitação do saldo devedor antes da transferência da propriedade do imóvel ao fundo imobiliário, tendo em vista ser a garantia do crédito bancário.

De acordo com a legislação vigente, a liberação da garantia junto à instituição financeira pode ser feita antes ou depois da transferência dos direitos aquisitivos sobre imóvel para o fundo imobiliário, independentemente do pagamento integral do preço de implantação estipulado no contrato com o AMBIENTE ORIGINADOR. Os custos de elaboração da escritura, registro e imposto de transmissão são pagos usualmente pelo AMBIENTE ORIGINADOR, pois estão incluídos no valor da emissão das quotas. Isso faz com que os fundos imobiliários, à medida que podem ter imóveis onerados previamente à sua aquisição pela INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA, passam a incorrer em riscos relativos à quitação do saldo devedor deste financiamento bancário.

Assim, pode-se conceber a implantação com auxílio de instituições financeiras por meio de empréstimos bancários. A contratação de empréstimos como forma de captação alternativa de recursos para fazer frente às necessidades do empreendimento poderá ser feita por meio da SPE que é responsável pela implantação. É importante identificar se existe autorização explícita dos empreendedores, na qualidade de sócios da SPE, para

²⁴ Em operações de securitização de recebíveis imobiliários, o imóvel fica alienado como garantia do financiamento, dessa forma o financiador mantém a propriedade indireta até que o imóvel esteja quitado. Segundo PINHEIRO [2005], o financiador pode exigir a utilização de “*put option*”, ou seja, caso ocorra redução do volume das receitas do projeto, passível de comprometer a solvência da empresa devedora, pode o financiador, a seu critério, optar por vender a dívida para um ou mais acionistas daquela, que estarão automaticamente obrigados a adquiri-la.

negociar e contratar um empréstimo junto a uma instituição financeira, cujas condições básicas deverão se situar dentro dos parâmetros mínimos e máximos pré-estabelecidos.

A utilização de financiamentos bancários na composição do *funding* para implantação do empreendimento de base imobiliária não elimina a necessidade do empreendedor em aportar recursos próprios para a consecução do projeto. Se por um lado isso atenua o risco da insuficiência de capital de giro, por outro, impõe novos riscos relacionados às garantias exigidas pelas instituições financeiras que podem concorrer, inclusive de forma prioritária, com os direitos que os investidores teriam na hipótese de inadimplemento das obrigações da SPE perante os quotistas do fundo imobiliário.

Diante deste novo cenário, é importante destacar que as garantias destes financiamentos tendem a se apoiar sobre a titularidade do imóvel sobre o qual está sendo edificado o empreendimento, situação esta que pode ensejar na transferência da propriedade ao credor em caso de inadimplência do pagamento do financiamento.

Para prevenir a situação de impossibilidade de transferir o imóvel ao fundo, a INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA e os quotistas podem condicionar a disponibilização de parte dos recursos financeiros oriundos da vendas das quotas à liberação da hipoteca ou de quaisquer outros ônus que impeça a escritura definitiva, livre de hipoteca, de ser lavrada. Tal condição deve ter a anuência das instituições financeiras provedoras de empréstimos bancários.

É importante destacar que os critérios propostos nesta tese não estão ancorados na contratação de financiamentos bancários para a implantação do empreendimento e nem na instituição de qualquer tipo de ônus sobre os imóveis que constituem o *portfolio* do fundo imobiliário.

A tese enfatiza que a implementação de uma estrutura jurídica nos moldes de um *project finance* intrinsecamente associada à adoção dos critérios de governança aqui propostos pode proteger os interesses dos pequenos e médios investidores. É premente colocar que os bancos estão focados em fazer com que o empreendimento se concretize e que seus recursos sejam restituídos remunerados adequadamente, não lhes cabendo a intenção de deter a propriedade imobiliária.

Desse modo, a eventual proteção adicional trazida pelas exigências das instituições financeiras de crédito aos empreendedores tende a atrair tais investidores durante a implantação, que podem se sentir mais seguros com a conclusão do empreendimento. Por outro lado, introduz riscos de maior magnitude, visto que os credores bancários podem ser privilegiados em relação aos investidores no caso de descumprimento das obrigações assumidas pelo empreendedor.

4. PROPOSIÇÃO DOS CRITÉRIOS DE GOVERNANÇA

Os processos de securitização imobiliária de empreendimentos em fase de implantação são comumente mais complexos do ponto de vista de sua estrutura jurídico-legal. Os conceitos mais modernos pressupõem a implantação por meio de um *project finance* que significa o sistema de estruturação da equação de fundos para implantação de um empreendimento, cuja configuração de pagar e remunerar os investimentos é fundamentada exclusivamente na sua geração de resultados, sem intervenção, ou aval, do empreendedor.

Portanto, o foco do sistema está na análise da capacidade de pagamento do projeto. O equacionamento dos recursos financeiros ocorre através de investimento autônomo, economicamente separável, isto é, os ativos do projeto passam a pertencer a uma sociedade criada com o propósito específico de implantar o projeto.

A principal diferença para o *corporate finance* é de que neste último o foco está na análise da capacidade da empresa proponente, incluindo a análise do empreendimento proposto. Na estrutura no formato de um *project finance*, o projeto deve ser capaz de ser auto-sustentável, e retornar os recursos àqueles que ali aplicaram. Assim, a securitização permite desvincular o risco da empresa em relação ao risco do empreendimento.

O *project finance* toma por base a receita futura do projeto com a constituição de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que congrega os ativos do projeto, os quais servem de garantia acessória em caso de inadimplemento das suas obrigações. O direito de regresso dos investidores aos empreendedores do projeto é limitado ou nulo.

Toda a modelagem para desenvolvimento dos novos empreendimentos de base imobiliária que serão alvo da securitização para pequenos e médios investidores pressupõe a criação de um veículo de propósito específico segregado das empresas que são os originadores do projeto (“AMBIENTE ORIGINADOR”). A própria legislação que

trata das incorporações já propõe a formação de estruturas independentes, seja pela criação de SPE's, seja pela constituição do patrimônio de afetação.²⁵

Usualmente, o *project finance* é um processo de estruturação de prazo mais longo e de custo mais elevado que só se justifica para projetos de grande porte com grandes investimentos de capital. Seu arranjo jurídico é complexo. Os riscos do investidor normalmente se limitam ao capital investido, sendo parte dos riscos transferida aos financiadores que usualmente emprestam recursos para viabilizar o projeto. O empreendimento pode ser isolado de uma possível insolvência do patrocinador, fazendo com que a dívida fique restrita ao projeto. Segundo BONOMI, MALVESSI [2004], as estruturas jurídicas do *project finance* podem ser classificadas em três tipologias:

1. Sem Garantia (*Non-recourse*): não há garantias oferecidas pelos empreendedores antes do início das operações, ou seja, as garantias estão unicamente relacionadas ao fluxo de recursos gerados pelo empreendimento;
2. Garantia Limitada (*Limited-recourse*): os empreendedores garantem até o final das obras e início das operações, quando então o próprio projeto dá cobertura ao débito financeiro;
3. Garantia Total (*Full-recourse*): os empreendedores figuram como avalistas por toda a duração do financiamento, inclusive na fase de operação do empreendimento.

²⁵ A promulgação da Lei nº 10.931/04, em 03.08.2004, consolidou e trouxe inovações relevantes para o mercado imobiliário, como a instituição do “Regime Especial Tributário do Patrimônio de Afetação” (RET). As contas de um edifício construído em regime de condomínio são separadas do conjunto das contas do empreendedor, evitando que o risco de insolvência deste afete aquele patrimônio apartado. Empreendimentos são segregados das construtoras e incorporadoras, em contas separadas e com tributação exclusiva. Anteriormente, empresas utilizavam um imóvel em construção como garantia de financiamento de outros imóveis projetados, misturando as contas de empreendimentos com as das construtoras e incorporadoras.

A adesão ao regime é opcional, mas irrevogável enquanto perdurarem quaisquer créditos ou obrigações do incorporador junto aos adquirentes dos imóveis. Isso é feito através do termo de constituição de patrimônio de afetação do terreno e suas acessões, firmado pelo incorporador (e, quando aplicável, pelos titulares de direitos reais de aquisição) e averbado no Cartório de Registro de Imóveis. O terreno e suas acessões, objeto da incorporação imobiliária, sujeitos ao regime do patrimônio de afetação, assim como outros bens e direitos vinculados, somente responderão por dívidas tributárias, relativas ao IPRJ, CSLL, COFINS e PIS/PASEP. Ao adotar o RET, o incorporador estará obrigado a manter escrituração contábil segregada para cada incorporação, que poderá ser efetuada em livros próprios ou nos da incorporadora.

É importante destacar que as estruturas de garantias definidas para implantação de um projeto não são capazes de impedir uma eventual ação judicial para desconconsideração da personalidade jurídica da(s) empresa(s), para que eventuais garantias não fiquem restritas apenas ao patrimônio da(s) empresa(s), mas se estenda também aos bens particulares de seus sócios.

Segundo a ABNT [2002], *project finance* é a modalidade de financiamento de projetos baseada no seu fluxo de caixa, em que os financiadores aceitam como garantia as receitas futuras do projeto e a hipoteca da base física do empreendimento (ex. terreno, benfeitorias ou instalações a serem construídas).

Essa estruturação jurídica implica na criação de novas proteções e garantias contratuais que sejam corretamente amparadas no aspecto jurídico, adequadamente registradas nos órgãos competentes e, se for o caso, de domínio público. As garantias imobiliárias num processo de securitização de um empreendimento em fase de implantação são importantes para concretizar a captação dos recursos mediante a venda das quotas do fundo imobiliário.

É importante esclarecer que os investidores buscam ter a garantia da entrega do empreendimento pronto e operando, o qual constituirá o lastro do seu investimento. Isso pode, em tese, ser assegurado por meio da contratação de uma apólice de seguro garantia de conclusão das obras (*completion bond*), conforme será proposto adiante. Todavia, para dar maior conforto e segurança aos quotistas, os critérios propostos avançam além da relação entre o fundo imobiliário e o AMBIENTE ORIGINADOR para entender a forma através da qual o empreendimento será implantado, impondo proteções adicionais nas relações legais, comerciais e financeiras nas operações indiretas do fundo imobiliário por meio do AMBIENTE ORIGINADOR.

A estruturação proposta para securitização de empreendimentos de base imobiliária por meio da emissão de quotas de fundo imobiliário está baseada no conceito de *project finance*. Dentro deste conceito, os critérios foram agrupados em duas tipologias distintas: [i] intrínsecos; ou [ii] extrínsecos em relação ao processo de securitização dos empreendimentos de base imobiliária.

Como a outorga da escritura pública e o registro da transferência da propriedade ocorre ao final do ciclo de implantação²⁶, a proposta dos critérios de governança para mitigação dos riscos num processo de securitização por meio de um fundo imobiliário pode ser ilustrada conforme a figura 8. Observa-se que, nesta hipótese, admite-se que as garantias estão centradas na capacidade do empreendedor sustentar o programa de produção do empreendimento.

Figura 8 – Arranjo de Proteções para o Quotista do Fundo Imobiliário

No primeiro grupo de critérios estão todos aqueles que devem ser formatados de modo a obedecer a condicionantes pré-determinados que vão ao encontro das necessidades e anseios dos investidores. Trata-se de propor ações ou mecanismos durante o processo de formatação e securitização do empreendimento que permitirão configurar um produto cuja governança dos recursos estará melhor acondicionada do ponto de vista do investidor.

²⁶ A proposição de que a titularidade do imóvel junto ao Oficial Registro de Imóveis seja transferida ao fundo imobiliário somente ao final do ciclo de implantação tem a diretriz estratégica de permitir que o empreendedor possa ter maior flexibilidade na formatação do *funding* do empreendimento, utilizando inclusive de empréstimos bancários para a consecução dos seus objetivos. Alternativamente, pode o empreendedor transferir o imóvel (terreno e benfeitorias existentes) para o fundo imobiliário e firmar um contrato de prestação de serviços de implantação (contrato de empreitada) para entregar a edificação e equipamentos.

Já no segundo grupo, estão as salvaguardas adicionais proporcionadas pelo empreendedor no sentido de atrair um grupo ampliado de potenciais investidores. O protótipo apresentado adiante busca auferir os impactos que essas garantias e obrigações adicionais fornecidas pelo empreendedor na forma de compromissos contratuais restritivos podem causar na qualidade do investimento, na configuração do empreendimento e até mesmo na sua evolução desde a fase de formatação até o início do ciclo operacional.

Procura-se identificar quais as vantagens e desvantagens que estes instrumentos adicionais (denominados de *covenants*²⁷) podem acarretar nos empreendimentos. À medida que são disposições contratuais restritivas de direitos, os *covenants* oferecidos pelos agentes envolvidos num processo de securitização também devem observar as restrições impostas pela legislação vigente ou por propostas passíveis de serem implementadas por projetos de lei e regulamentações em tramitação nas esferas governamentais.

A proposição de todos os critérios foi feita com base no reconhecimento dos riscos e na identificação de mecanismos ou ações que conduzam a uma posição com maior grau de proteção dos recursos aplicados pelo investidor.

²⁷ *Covenants*, terminologia adotada do idioma inglês e largamente utilizada no Brasil, são obrigações contratuais definidas de comum acordo entre as Partes envolvidas numa determinada operação. Os mais comuns são os relacionados à performance financeira, mas existem outros como compromissos com a manutenção do controle acionário, políticas de proteção do patrimônio, e de transparência de informações. Usualmente numa emissão de TIRE'S, é o Agente Fiduciário o responsável pelo acompanhamento destes compromissos, podendo convocar uma assembléia geral para tomar medidas em caso de descumprimento (desde um *waiver* – perdão – até o resgate do título). Já nas emissões de quotas de fundos imobiliários, esta obrigação tende a ficar sob a responsabilidade da INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA. Os *covenants* podem atrair investidores e/ou reduzir o custo da operação.

Já um *waiver* é um pedido de dispensa do cumprimento de cláusulas financeiras do contrato entre partes usualmente de empréstimo. *Waiver* é traduzido como um comunicado oficial de resignação ou abdicação. Pode ser pedido em função de problemas contábeis (indicadores financeiros acima de limites acordados, por exemplo, o nível de endividamento) ou até a incapacidade de pagamento no prazo estipulado. Normalmente, os credores aceitam o *waiver*, ou seja, a nova condição da empresa, e cobram uma taxa (custo da quebra do contrato) que pode variar de 0,3% a 1% do total da dívida a ser paga no vencimento, podendo haver inclusive um rebaixamento do risco de crédito da empresa.

4.1 CRITÉRIOS INTRÍNSECOS AO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO

4.1.1 Critério #01 - Mitigação de Riscos de Obras e Equipamentos

Um dos principais pólos de geração de riscos para os investidores reside na execução das obras civis e na aquisição e instalação dos equipamentos necessários para colocar o empreendimento em condições de entrar em operação.

Muitas empresas que atuam no segmento de empreendimentos de base imobiliária são construtoras que têm por hábito construir suas próprias edificações. Nos casos em que tais empresas contam com parceiros capitalistas, ou seja, investidores que aportam recursos financeiros num formato de co-incorporadores, os empreendimentos são freqüentemente desenvolvidos por sociedades de propósito específico (denominadas de SPE's), ou por meio da constituição de uma sociedade em conta de participação (denominada de SCP's), na qual o sócio ostensivo é o empreendedor-líder, responsável por realizar as atividades de “incorporação”.

Em ambas as hipóteses, tais sociedades usualmente contratam a construtora, ligada ou não ao empreendedor-líder, num modelo onde se assegura um preço definido para a execução das obras, sendo que eventuais reduções destes preços beneficiam tanto a construtora quanto os empreendedores. Nestes contratos, os serviços, insumos e mão-de-obra terceirizados são comumente faturados diretamente para a sociedade dos empreendedores, enquanto que a remuneração da construtora é recebida em função da evolução da obra ou do total já desembolsado pela sociedade.

Neste modelo, eventuais variações nos custos do empreendimento podem ser alvo de litígio entre a construtora e os empreendedores, em função de que os valores faturados diretamente pelos fornecedores e prestadores de serviços podem não representar obrigatoriamente a evolução física da execução da obra e da instalação dos equipamentos. Adicionalmente, o faturamento direto pode transferir a responsabilidade pela obra, inclusive em termos de passivos trabalhistas, fiscais e ambientais, para a sociedade dos empreendedores.

Para mitigar os riscos de execução das obras e instalação de equipamentos do empreendimento, a proposição é de que seja firmado um **“Contrato de Construção por**

Preço Fixo”, com data definida para entrega da obra, o qual pode ser estabelecido em duas modalidades distintas (figura 9).

A primeira delas é denominada de contrato *EPC (Engineering, Procurement & Construction)*, sendo aquela no qual a parte contratante fornece o projeto básico, cabendo ao empreiteiro o detalhamento do referido projeto, bem como o fornecimento de serviços e equipamentos que permitam a perfeita implementação do empreendimento por um preço fixo. Nesta modalidade, o contratado é responsável por todas as subcontratações que se façam necessárias para permitir a implantação do empreendimento, nos termos do projeto básico.

Figura 9 – Critério # 1 – Riscos de Obras e Equipamentos

Já a segunda, denominado de um contrato *turn-key* (chaves na mão), é aquela no qual o empreiteiro realiza, por um preço fixo, as atividades relacionadas não somente à instalação e construção do empreendimento, como também às atividades relativas às pesquisas e projeto para a perfeita implementação do empreendimento, sendo, pois, o empreiteiro, responsável por todo o processo. A contratação em sistema “*turn key*”

pressupõe a execução de todas as edificações, instalações, máquinas, equipamentos, sistemas de processamento de dados, móveis, utensílios, mão-de-obra, contratos, etc. necessários para colocar o empreendimento pronto e operando.

Nesse contrato são estabelecidas as condições de preço e prazos, além do escopo do trabalho a ser executado, inclusive no que se refere às características especificadas que podem ser detalhadas em projetos técnicos de arquitetura e engenharia. Esta modalidade prevê a entrega da obra pronta e acabada dentro das características especificadas e em condições de operar imediatamente. A construtora é sempre responsável pelo fornecimento integral de todos os insumos e equipamentos necessários ao empreendimento.

Neste contrato devem constar todas as obrigações da construtora que incluem a integral responsabilidade pela boa e eficiente execução dos serviços, os quais deverão ser efetuados de acordo com os projetos, normas técnicas da ABNT (inclusive no que se refere ao controle tecnológico da obra) e a legislação em vigor, bem como as normas de segurança do trabalho, devendo exigir de seus funcionários o uso de equipamentos de proteção individual. Fica a cargo da construtora também a obtenção de todas as licenças e autorizações necessárias à realização das obras do empreendimento.

Independente do modelo contratual, o critério contempla a contratação de apólices de seguros que sejam capazes de reduzir os riscos oriundos da execução da obra do empreendimento. Essas apólices devem prever que o beneficiário pode ser a SPE, mas os direitos de ressarcimento em caso de sinistro devem ser sub-rogados aos investidores que se protegem assim contra a má gestão financeira da sociedade. O pagamento da indenização é feito em conta gerenciada pelo Administrador do fundo imobiliário e os valores somente devem ser liberados mediante o andamento da obra ou remediação dos danos causados pelo sinistro.

As empresas do mercado segurador devem possuir uma boa classificação no que tange à qualidade de crédito, o que tende a minimizar os eventuais riscos de inadimplência do pagamento da indenização em caso de sinistro. Logo é fundamental que seja contratado um sistema integrado de seguros junto a empresas seguradoras e resseguradoras

idôneas²⁸ sem vínculo de qualquer natureza com a construtora ou o empreendedor. As principais apólices fornecidas pela construtora para implantação do empreendimento são de seguro garantia, de riscos de engenharia e de responsabilidade civil.

A cobertura básica de um seguro garantia é garantir o cumprimento de um contrato firmado entre empresas. Segundo a Circular SUSEP (Superintendência de Seguros Privados) nº 232, de 03 de junho de 2003, existem diversas modalidades de seguro garantia, conforme descrito na tabela 6.

O seguro garantia que dá maior segurança aos investidores é aquele denominado de *completion bond*, o qual estará contemplado na proposição do mecanismo de proteção a ser fornecido pela SPE ao fundo imobiliário. Todavia, na relação entre a construtora e o empreendedor, propõe-se a contratação de seguro de executante/construtor (*performance bond*) que busca assegurar a execução da obra, dentro de um prazo pré-determinado, nos termos acordados do contrato.

O seguro *performance bond* fornece garantia de indenização, até o valor fixado na apólice, dos prejuízos decorrentes da inadequação do preço, prazo e qualidade da construção, bens fornecidos ou serviços prestados, conforme o contrato firmado entre as partes. Tem por objetivo garantir o perfeito funcionamento e qualidade do contrato de construção, fornecimento ou prestação de serviços, figurando a seguradora como garantidora de tais obrigações.

Se o empreendimento não for entregue, a seguradora poderá dar prosseguimento e finalizar o empreendimento, ou então ressarcir o contratante, mediante o pagamento da indenização estipulada quando da contratação do seguro. Os valores assegurados (usualmente entre 10% e 50% do valor do contrato) devem ser suficientes para promover a eventual troca daquele prestador de serviços inadimplente. Com isso, fornece-se ao empreendedor garantia da continuidade da execução do empreendimento nos prazos acordados e com as especificações estipuladas no contrato.

²⁸ A idoneidade das empresas de seguro pode ser avaliada por meio de informações obtidas junto à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), que é o órgão responsável por fiscalizar e regulamentar o setor de seguros.

Tabela 6 – Modalidades de Seguro Garantia

MODALIDADES DE SEGURO-GARANTIA		
1	GARANTIA DO LICITANTE	Garantia de indenização, até o valor da garantia fixado na Apólice, se o tomador adjudicatário se recusar a assinar o contrato principal, nas condições propostas, dentro do prazo estabelecido no edital de licitação
2	GARANTIA DE PERFEITO FUNCIONAMENTO	Garantia de indenização, até o valor da garantia fixado na apólice e durante a sua vigência, pelos prejuízos decorrentes de disfunção de equipamento fornecido ou executado pelo tomador ao segurado, na forma prevista no contrato principal.
3	GARANTIA DO CONSTRUTOR, DO FORNECEDOR E DO PRESTADOR DE SERVIÇOS	Garantia de indenização, até o valor da garantia fixado na apólice, pelos prejuízos decorrentes do inadimplemento das obrigações assumidas pelo tomador, em contrato de construção, fornecimento ou prestação de serviços, firmado entre ele e o segurado, e coberto pela apólice.
4	GARANTIA DE RETENÇÃO DE PAGAMENTOS	Garantia de indenização, até o valor da garantia fixado na apólice, dos prejuízos causados em razão do inadimplemento das obrigações assumidas pelo tomador, decorrentes da substituição de retenções de pagamento previstas no contrato principal firmado com o segurado.
5	ADIANTAMENTO DE PAGAMENTOS	Garantia de indenização, até o valor da garantia fixado na apólice, pelos prejuízos decorrentes do inadimplemento das obrigações assumidas pelo tomador em relação aos adiantamentos de pagamentos, concedidos pelo segurado, que não tenham sido liquidados na forma prevista no contrato principal.
6	GARANTIA JUDICIAL	Garantia do pagamento de valor correspondente aos depósitos em juízo que o tomador necessite realizar no trâmite de procedimentos judiciais. A cobertura desta apólice, limitada ao valor da garantia, somente terá efeito depois de transitada em julgado a decisão ou acordo judicial favorável ao segurado, cujo valor da condenação ou da quantia acordada não haja sido paga pelo tomador.
7	GARANTIA ADUANEIRO	Garantia ao segurado, até o valor da garantia fixada na apólice, o cumprimento das obrigações do tomador vinculadas ao Termo de Responsabilidade a que se refere o Decreto nº 4.543, de 26 de dezembro de 2002, em conformidade com as Instruções Normativas da Secretaria da Receita Federal sobre o assunto.
8	GARANTIA IMOBILIÁRIO	Garantia de indenização, até o valor fixado na apólice, pelos prejuízos decorrentes do inadimplemento do tomador em relação às obrigações assumidas no contrato de construção de edificações ou conjunto de edificações de unidades autônomas alienadas durante a execução da obra. A cobertura desta apólice garante o ressarcimento dos prejuízos causados pelo acréscimo no custo de construção da obra projetada, seja ele fixo ou reajustável, no caso de regime de empreitada, ou integral, em se tratando de regime de administração.
9	GARANTIA ADMINISTRATIVO	Constitui objeto deste seguro a prestação de garantia pelo tomador para atestar a veracidade de créditos tributários e para a interposição de recurso voluntário em processo administrativo, no âmbito Federal, Estadual e/ou Municipal, na forma da legislação em vigor.

Fonte: SUSEP [2003]

Na apólice do seguro-garantia devem constar algumas condições particulares que impeçam que alterações no contrato entre a construtora e a SPE não elidam o pagamento da indenização aos beneficiários (inclui valor máximo da apólice e eventuais endossos) ou que tornem o prazo de vigência do seguro inferior ao prazo do “Contrato de Construção”.

A vigência da apólice é encerrada mediante a devolução da apólice ou a entrega de termo ou declaração assinada pelo segurado com a quitação das obrigações da

construtora. Contudo, eventuais atrasos na execução dos serviços que extrapolem a data do término de vigência da apólice podem acarretar na falta de cobertura por parte da seguradora de sinistros que porventura venham a ocorrer.

Não existem proteções para alterações das condições vigentes na assinatura do contrato que provoquem uma quebra do equilíbrio econômico-financeiro para sua execução. Alterações do escopo do contrato, elevações significativas dos preços de insumos ou obstruções legais que impeçam a boa condução dos trabalhos são exemplos de situações que podem levar o construtor a pleitear uma revisão contratual que, por sua vez, tem impacto direto nos custos e nos prazos de execução. Tais reivindicações não estão cobertas pelo seguro garantia do executante, devendo as partes, em caso de acordo, fazerem um aditivo à apólice para ajustar a cobertura do seguro às novas condições contratuais.

Já apólice de seguros contra riscos de engenharia fornece cobertura para riscos relacionados ao projeto, incluindo obras civis em construções, instalações e montagens, bem como quaisquer acidentes que possam ocorrer durante a execução do serviço. O critério proposto pressupõe uma apólice que garanta uma indenização pelas avarias, perdas e danos decorrentes de acidentes ocorridos na construção do empreendimento, devendo ter multiplicidade de coberturas (*all risks*).

No caso de instalação e montagem de equipamentos, o seguro oferece uma proteção contra avarias, perdas e danos ocorridos no local da obra, durante a fase de montagem e instalação dos equipamentos. Este deve proteger contra danos produzidos por avarias internas ou acidentes externos, em qualquer tipo de equipamento em operação, causados por defeitos de fabricação, material inadequado, erro de projeto ou de montagem. Equipamentos eletrônicos, como computadores, quando em operação, podem também ser assegurados contra danos de causa interna ou externa causados por defeitos de fabricação.

Os seguros de responsabilidade civil têm por objetivo proteger a empresa dos prejuízos materiais e pessoais causados a terceiros, incluindo por mortes e danos pessoais em perdas e danos a propriedades relacionadas à execução do empreendimento. Um exemplo deste tipo de seguro é o de *Erros e Omissões* (E&O, em inglês), voltado para

empresas prestadoras de serviços profissionais, que garante uma cobertura “*all risks*”²⁹ para aqueles que estão sujeitos a processos judiciais de seus clientes por erros na prestação de serviços remunerados como advogados³⁰, consultores, auditores, corretores de imóveis ou de seguros, engenheiros ou arquitetos.

É importante assegurar que as apólices de seguros tenham vigência contínua por todo o período da implantação, e que seja avaliada a conveniência da adoção de juízo arbitral para solução de dúvidas ou controvérsias e de prazo limite para liquidação do sinistro, quer seja pagando a indenização ou assumindo a execução da obra.

Apesar do “Contrato de Construção por Preço Fixo” buscar transferir os riscos de obras e equipamentos, não se pode assegurar que a construtora implemente procedimentos para reduzir impactos ambientais adversos na fase de implantação do empreendimento. Por mais rígidas que sejam as cláusulas contratuais, desastres ambientais afetam diretamente a imagem dos empreendedores (e de outros agentes do empreendimento), sem contar eventuais multas impostas órgãos ambientais e custos de reparação dos danos provocados.

As apólices de seguros garantia não protegem totalmente os seus beneficiários de eventuais situações provocadas por eventos relacionados ao meio ambiente, os quais podem ser alvos de reivindicações por parte da construtora.

A inclusão da questão ambiental no planejamento dos empreendimentos é cada vez mais fundamental. O objetivo legítimo e legal de um empreendimento goza de presunção de boa-fé e dos favores do direito. Todavia, isso não elimina a possibilidade de ocorrerem ações que sejam potencialmente danosas ao meio ambiente.

Preocupadas com a questão ambiental, as instituições financeiras criaram os Princípios de Equador, cuja adesão pressupõe o comprometimento de avaliar impactos sócio-

²⁹ Cobertura “*all risks*” cobre qualquer reclamação decorrente da atividade profissional do cliente, incluindo os custos judiciais de defesa e a indenização determinada pelo juiz em ações transitadas em julgado. Excluem-se, no entanto, os erros por ‘dolo’ – ou seja, com intenção de prejudicar – por descumprimento do código de conduta da atividade e também por multas geradas por erros.

³⁰ Um exemplo deste tipo de seguro é o caso de perda de prazo para apresentação de processos nos tribunais que podem causar danos grandes aos clientes.

ambientais de pedidos de crédito de projetos acima de US\$ 10 milhões³¹, segundo a revisão introduzida em julho de 2006. Além da preocupação com a governança corporativa dos projetos, os princípios prevêm um conjunto de critérios mínimos ambientais e de responsabilidade social para a concessão de crédito. Essas diretrizes para concessão de crédito foram o resultado de um acordo firmado em junho de 2003 por 10 bancos internacionais sob patrocínio da INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), instituição afiliada ao BANCO MUNDIAL voltada para financiamentos ao setor privado.

Os projetos são classificados em três categorias: [i] no nível A, são enquadrados os projetos de risco sócio-ambiental alto e potencialmente irreversível; [ii] no nível B, os de impacto restrito; e [iii] no C, os de pouca ou nenhuma probabilidade de risco. Conforme o nível, são então exigidas análises específicas, licenças extras e salvaguardas a serem compiladas no formato de um relatório gerencial para mitigar esses riscos durante a fase de implantação.

Em áreas não-urbanizadas ou em glebas de maior porte, o processo de aprovação de um empreendimento tende a solicitar que seja feito uma análise dos condicionantes ambientais que se relacionam com a implantação e a operação deste. Os órgãos de licenciamento ambiental – podem ser no âmbito federal ou estadual³² – exigem que seja feito um Relatório de Análise Preliminar ou Simplificada (RAP ou RAS), que antecede o licenciamento de projetos menos complexos, ou um Estudo de Impacto Ambiental – Relatório de Impacto no Meio Ambiente (EIA-RIMA) para aqueles com maior potencial poluidor ou que possam causar a degradação ambiental.

³¹ Até maio de 2007, 51 bancos internacionais já haviam se comprometido com os Princípios do Equador, dentre os quais ABN AMRO, BANCO DO BRASIL, BANK OF AMÉRICA, BARCLAYS, BBVA, BES GROUP, BRADESCO, CITIGROUP, CREDIT SUISSE GROUP, CALYON, DRESNER BANK, HSBC GROUP, HVB, ING, ITAÚ, JPMORGAN CHASE, RABOBANK, STANDARD CHARTERED, UNIBANCO e WESTLB atuavam no Brasil. Segundo estimativas do IFC, estes bancos respondem por 90% dos financiamentos de projetos no mundo todo.

³² Dentre os diversos órgãos responsáveis pela análise e eventual regulamentação de leis ambientais destacam-se: Conselho Estadual do Meio Ambiente - CONSEMA, Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis – IBAMA, Ministério Público Federal – MPF, Procuradoria Geral do IBAMA, FUNAI, Ministério do Meio Ambiente, Secretaria Estadual do Meio Ambiente, IPHAN, etc.

Durante o processo de licenciamento ambiental é possível definir questões relacionadas à topografia, drenagem, paisagismo, áreas de apoio (empréstimo, bota-fora e canteiros de obra), proteção de nascentes, monitoramento da fauna e da flora, reflorestamento, resgate de sítios arqueológicos, educação ambiental, qualidade da água, monitoramento do lençol freático, etc.

Com a emissão da licença de instalação após o atendimento das exigências realizadas pelo Poder Público, fica autorizado o início das obras, que devem ser fiscalizadas pelo órgão licenciador para evitar desvios de propostas feitas nos programas ambientais. Estes são cruciais para prevenir multas, interdições e até mesmo embargos, após a licença de instalação ser concedida.

O uso sistemático de auditorias ambientais, segundo KOCHEN [2003], leva a melhorias no controle da poluição, na conservação de recursos, na minimização de riscos e eventualmente a um aumento da produtividade. Trata-se de instrumento importante para melhoria da gestão ambiental das empresas, possibilitando-lhes obter ganhos indiretos ou implícitos (no que se refere à imagem, menor exposição a ações legais para reparação de danos ambientais, etc.), além de ganhos diretos (financeiros e na geração de resíduos).

Portanto, além de impor cláusulas contratuais que estabeleçam o compromisso formal da construtora com a prevenção da poluição e a redução dos impactos ambientais, é fundamental que sejam incluídas punições severas à construtora no caso de haver qualquer dano ambiental ou mesmo atuação por qualquer órgão ambiental.

É importante também que os critérios de seleção da construtora contemplem, de modo relevante, o respeito ao meio ambiente. Alguns destes critérios devem ser até mesmo eliminatórios para excluir, por exemplo, empresas que já foram condenadas por terem provocado, de forma criminosa, danos ambientais. Empresas com sistemas de gestão ambiental, preferencialmente certificados (p.ex. ISO 14.000), devem ser preferidas em condições de igualdade de propostas com outras.

No intuito de mitigar riscos ambientais para empreendimentos mais sensíveis e complexos, deve-se impor contratualmente à construtora a implantação de um sistema

de gestão ambiental, certificado e auditado por empresas independentes, que assegure a proteção do meio ambiente de acordo com as melhores práticas e preceitos definidos pelos órgãos competentes.

4.1.2 Critério #02 - Mitigação de Riscos de Conclusão da Implantação

As obrigações que o empreendedor assume perante os quotistas do fundo imobiliário suplantam a simples execução da obra e entrega dos equipamentos devidamente instalados, como se buscou proteger pelo critério anterior. Para exemplificar, na implantação de empreendimento hoteleiro, é preciso, além de concluir as obras civis e instalar os equipamentos, implementar uma série de medidas, como a instalação de sistemas de reservas, treinamento de equipes de funcionários, compra de móveis e utensílios, etc., o que freqüentemente não está no escopo de contratação da construtora.

O relacionamento contratual entre a SPE, controlada pelo empreendedor-líder e seus parceiros, e o administrador do fundo imobiliário, contratado pelos investidores, se dá por meio do **“Instrumento Particular de Compromisso de Venda e Compra de Imóvel e outras Avenças”**. Neste documento, são definidos os direitos e obrigações de cada uma das Partes, de tal modo que seja feita entrega futura do imóvel contra o pagamento integral do preço acordado (vide figura 10).

Como a alienação do imóvel ao fundo imobiliário é feita em data anterior à conclusão do empreendimento, o pagamento do preço é feito comumente em parcelas ao longo do período de implantação. O regramento deste parcelamento deve ter um vínculo direto com evolução do cronograma físico-financeiro, conforme preconiza a legislação recém promulgada. Logo, o administrador do fundo imobiliário antecipa à SPE parte do preço arbitrado pela fração empreendimento adquirida por meio do recebimento das parcelas de integralização das quotas subscritas pelos investidores.

Ao firmar o “Compromisso de Venda e Compra”, o fundo imobiliário passa a ter direitos aquisitivos em relação à propriedade mediante o atendimento de determinadas condições que são estabelecidas neste próprio documento. Todavia, para que a transferência se concretize, é recomendável que o imóvel se encontre no Ofício de Registro de Imóveis livre e desembaraçado de quaisquer opções, contratos,

compromissos, exigências, dívidas, dúvidas, ônus, penhoras, cauções, encargos, direitos de preferência ou outras restrições ou gravames, de qualquer natureza, estando sua descrição de acordo com as normas vigentes à época.³³

Figura 10 – Critério # 2 – Riscos de Conclusão da Implantação

Isto posto, para mitigar os riscos de que o imóvel não seja entregue ao fundo imobiliário em condições de entrar imediatamente em operação e, portanto, apto a gerar renda para os investidores, propõe-se como critério que seja contratado um Seguro Garantia de Conclusão de Projetos (*completion bond*), sendo válidos alguns condicionantes análogos aos do seguro garantia da construtora (p.ex. o prazo de vigência da apólice e alterações dos instrumentos jurídicos sem anuência da seguradora).

Tal seguro visa garantir, com cobertura do valor do empreendimento, a conclusão e implantação de um determinado projeto no prazo e na configuração acordada, bem

³³ Vale ressaltar que com a nova instrução normativa da CVM, os fundos imobiliários podem ter em seus patrimônios imóveis que estejam onerados, desde que tais gravames tenham sido instituídos antes da sua aquisição. Como já relatado no capítulo anterior, não será discutido no âmbito deste trabalho a hipótese de fundo imobiliário adquirir imóveis gravados, seja por terem sido dados em garantias a financiamentos bancários, seja por respaldarem operações estruturadas conduzidas ou não pelo empreendedor.

como alguns requisitos mínimos de funcionamento operacional (p.ex. licenças, alvarás, etc.). A ênfase está no fiel cumprimento do que foi avençado no compromisso de venda e compra do imóvel, tanto em termos de prazos, preço e condições.

Busca proteger os beneficiários dos riscos de atraso na obra, de aumento de preço de materiais e equipamentos, de força maior, de danos ao meio ambiente, de alterações de projeto, situações estas que levam ao incremento dos custos do empreendimento. A seguradora contratada normalmente exige que estejam em vigor outras apólices de seguros que possam cobrir riscos de engenharia e de responsabilidade civil.

As apólices de seguro-garantia permitem a conclusão do empreendimento no caso de eventual falha nos compromissos de entrega do produto com qualidade no prazo acordado assumidos pela construtora. O tomador do seguro, no caso o empreendedor, se compromete a entregar um “bem” pronto e acabado que foi por ele projetado e especificado. Este seguro difere do *performance bond*, que pode ser alvo de reivindicações na medida em que o projeto e as especificações são elaboradas pelo contratante. No *completion bond*, a seguradora assume a responsabilidade de entrega das obras e dos equipamentos no caso de inadimplemento por parte do empreendedor.

No setor de infra-estrutura, trata-se de um componente importante e usualmente utilizado na estruturação financeira de projetos e funciona como uma ferramenta dentro de operações tipo “*project finance*”, dando a segurança necessária para a obtenção do “*funding*”.³⁴ BARRETO [2003] afirma que:

No Brasil, uma das primeiras apólices de *completion bond* foi emitida por uma seguradora deste segmento para mitigar o risco de término de um shopping center localizado na cidade de São Paulo. O financiador do projeto e beneficiário da apólice foi o BNDES, que tinha então um programa específico de empréstimo para financiar shopping centers. O BNDES pediu aos empreendedores para fornecer uma garantia equivalente a 100% do empréstimo, emitida por terceiros, garantindo que o shopping center seria construído dentro do prazo definido no contrato de financiamento.

³⁴ Existe um tipo de apólice de seguro garantia para empreendimentos imobiliários, em particular do segmento residencial, que assegura uma indenização, até o valor da garantia fixado na apólice, pelos prejuízos decorrentes do inadimplemento do incorporador em relação às obrigações assumidas no contrato de construção de edificações ou conjunto de edificações de unidades autônomas alienadas durante a execução da obra.

Além disso, a seguradora exige a assinatura de um “Contrato de Contra-Garantia” com os empreendedores, permitindo assim obter um ressarcimento junto a estes e aos seus fiadores dos valores eventualmente pagos pela seguradora ao segurado. Nesse instrumento, os direitos da apólice de *performance bond* são usualmente cedidos à seguradora como contra-garantia do *completion bond*.

Em caso de ocorrência de sinistro, a seguradora tem a opção de ou reembolsar o total de gastos incorridos pelos investidores (denominado de beneficiário) devidamente corrigidos ou terminar o projeto a seu próprio custo. Se a companhia de seguros escolher por terminar o projeto, o administrador do fundo imobiliário continua a pagar as parcelas remanescentes do compromisso de venda e compra do empreendimento. A companhia de seguro irá subrogar os direitos e benefícios que o fundo imobiliário tem contra a SPE e também os empreendedores, em forma plena na primeira opção (reembolso) e em forma compartilhada no segundo caso (finalização do projeto).

Por avaliar o risco da implantação, a seguradora acaba por assegurar a capacidade de investimento dos empreendedores, a capacidade técnica da construtora e dos seus fornecedores e projetistas, e a qualidade dos seguros contratados no critério anterior.

Importante definir que em qualquer hipótese de ocorrência de sinistro coberto por seguros contratados pela SPE, toda e qualquer indenização deverá ser depositada na conta gerenciada pelo administrador do fundo imobiliário, que é o beneficiário do seguro (credor).

Em função dos valores altos que envolvem apólices desta natureza, pode ser necessário providenciar um resseguro no exterior no caso do seguro-garantia de um contrato for superior a R\$ 40 milhões. Ressegurador é o responsável por assumir o risco que excede a capacidade das seguradoras, dentro da lógica de distribuir os riscos para mitigá-los. O IRB BRASIL RE (Instituto Brasileiro de Resseguros) é a empresa que detinha o monopólio de resseguros no país, porém este mercado foi aberto para atuação de outras resseguradoras internacionais, em 15 de janeiro de 2007, por meio da Lei Complementar nº 126, e com regulamentação aprovada no mês anterior pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).

4.1.3 Critério #03 - Mitigação de Riscos de Inserção Mercadológica

Um empreendimento de base imobiliária é concebido e implantado com o objetivo de gerar renda por meio da exploração de uma atividade na sua base física ou pela locação de seus espaços a terceiros. Isto posto, não basta ao empreendedor construir e equipar o imóvel, pois para o investidor interessa que o empreendimento seja capaz de entrar em pleno funcionamento e produzir resultados operacionais que lhes são distribuídos periodicamente.

Logo, para minimizar eventuais dificuldades de inserção mercadológica do produto, é fundamental que haja investimento em pesquisas, que promovam a definição de regiões e produtos novos, identificação do potencial de mercado, reconhecimento de mudança de comportamento de clientes e/ou do perfil da população, pesquisa de oferta e de interesse no novo produto. Busca-se que o empreendimento tenha uma inserção mercadológica tal que ao final da implantação ele seja capaz de produzir receitas aos seus proprietários.

Dependendo de cada tipologia, isso se faz de forma totalmente diferente, pois a fonte de receitas está condicionada à forma através da qual o empreendimento é explorado. Para exemplificar, um edifício de escritórios obtém suas receitas por meio da locação de suas áreas privativas a empresas, profissionais e instituições que pagam aluguéis ao proprietário do imóvel. Num parque temático, as receitas são provenientes dos ingressos adquiridos pelos visitantes que lá vão para, de uma forma ou de outra, se entreter. Já um shopping center auferir receitas por meio de locações a lojistas que pagam aluguéis proporcionalmente aos seus faturamentos, garantindo, no entanto, um piso mínimo aos investidores.

Contudo, os fundos imobiliários têm uma restrição em seu marco legal, que os permite apenas alugar, arrendar, comprar e vender imóveis, dificultando assim a transferência de parte dos riscos operacionais para terceiros que são contratados para explorar o empreendimento. Este é o caso dos hotéis e *resorts* em geral, que são administrados por operadoras profissionais (as grandes cadeias hoteleiras nacionais e internacionais), cujo formato de contratação está baseado na cobrança de uma remuneração sobre o desempenho financeiro da operação. Investimentos em empreendimentos hoteleiros são

remunerados pela venda de diárias aos hóspedes e serviços complementares, como alimentos e bebidas, telefonemas, lavanderia e etc. Logo, para que o fundo imobiliário possua em seu *portfolio* de ativos um hotel, este deve estar arrendado para uma empresa que paga um valor fixo e/ou variável mensalmente aos quotistas.³⁵

Para mitigar o risco de comercialização do empreendimento, pode-se firmar de forma antecipada instrumentos que assegurem a ocupação dos espaços comerciais antes da conclusão das obras. Esses instrumentos podem ser um “Contrato de Locação”, um “Contrato de Direito de Uso” ou um modelo semelhante, de acordo com figura 11.

Figura 11 – Critério # 3 – Riscos de Inserção Mercadológica

Em algumas situações, é possível que o futuro ocupante do empreendimento esteja definido antes mesmo da formatação do empreendimento. São operações denominadas de *build-to-suit*, nas quais o imóvel é concebido, projetado e implantado para atender as necessidades e anseios de um usuário determinado. Neste caso, o processo se inicia com a assinatura de um contrato de locação atípico (ou um contrato de cessão do direito de

³⁵ Com a entrada em vigor da nova instrução CVM, os fundos imobiliários poderão adquirir participações societárias em empresas que atuem no mercado imobiliário, inclusive cuja atividade seja comercialização ou administração de imóveis. Todavia, companhias hoteleiras podem eventualmente ser enquadradas como atividade não-imobiliária, na medida em que suas receitas são oriundas da prestação de serviços de hospedagem, da venda de alimentos e bebidas, etc. Nesta situação, permanecem válidas as restrições impostas às atividades de gestão hoteleira.

uso da superfície³⁶), usualmente de prazo longo (10 ou mais anos), no qual o empreendedor e o futuro ocupante assumem obrigações em relação ao imóvel sobre o qual serão construídas as edificações para serem locadas³⁷. Fica assim claramente definida a demanda pelos espaços que ali serão criados. Estas operações são mais freqüentes para imóveis industriais (galpões, centros de distribuição, unidades fabris, etc.) e comerciais (sedes de empresas, agências bancárias, hipermercados e lojas de material de construção, etc.).

Outra forma de obter inserção mercadológica é por meio de um processo de pré-locação. Nesta hipótese, o empreendedor busca determinados locatários para o empreendimento de tal forma a constituir uma massa crítica que sinalize aos investidores o potencial comercial do projeto. Este é o caso dos shopping centers para os quais é usual compor o sistema de ancoragem (formado por um conjunto de operações denominadas de lojas âncoras ou semi-âncoras) sobre o qual se apóia o poder de atrair um público-alvo para sedimentar (migrar) seu hábito de consumo num novo local. Estas operações usualmente fazem parte de uma cadeia de lojas que possuem uma identidade própria e uma marca reconhecida pelo seu público consumidor.

Contratos de arrendamento ou locação em empreendimentos de base imobiliária especializados tendem a ser mais raros e freqüentemente não despertam o interesse de investidores em assumir os riscos de uma eventual vacância do imóvel. Este é o caso do segmento hospitalar ou do educacional, que são projetados para serem ocupados e utilizados por instituições com particularidades que tornam mais difícil a procura por outros locatários na eventual desocupação do imóvel. Adiciona-se a isto o caráter social

³⁶ Alguns empreendedores estão utilizando o direito de uso de superfície para comercializar a "posse" do imóvel e não o "domínio". Isso acarreta na venda a um preço certo com eventual pagamento a prazo de um produto (o direito de uso do solo, do subsolo e do espaço aéreo) ao superficiário. Este último não pode rescindir o contrato e pagar indenização inferior ao preço e também não pode solicitar a revisão do preço que foi fechado no ato da concessão. Todavia, ainda não existe jurisprudência sobre o assunto, tendo em vista se tratar de uma novidade introduzida pelo Estatuto das Cidades.

³⁷ Os contratos de locação atípicos são denominados do ponto de vista jurídico de *intuitu personae*, ou seja, são contratos firmados com objetivo de atender determinadas especificidades de seu locatário. Não existe jurisprudência consolidada no caso de rescisão antecipada destes contratos, ficando o locador à mercê do pagamento pelo locatário de apenas 03 (três) aluguéis de rescisão conforme estabelece a Lei do Inquilinato. Também não há sobre o direito à ação revisional de aluguel que beneficia o locatário na medida em que se o mercado estiver com tendência queda de preços, ele negocia para reduzir o aluguel e caso contrário, ele permanece no imóvel sem ter um incremento no aluguel.

presente em tais locações que tornam mais complexa a eventual revisão dos valores de locação destas propriedades.

De todo modo, caso o empreendimento tenha sido alvo de uma rotina de planejamento adequada, que buscou identificar a demanda potencial para um novo empreendimento em face à oferta existente e projetada, é de se esperar que no período que antecede a conclusão das obras haja uma procura dos seus espaços por parte de potenciais ocupantes. Essa é lógica freqüente nos edifícios de escritórios corporativos, onde os contratos de locação tendem a ser firmados em sua grande maioria após a conclusão das obras de estrutura dos prédios, usualmente em concreto armado e/ou protendido ou em elementos metálicos.

A propositura do critério de governança neste caso é estipular um percentual mínimo comercializado das áreas a serem disponibilizadas quando do início da operação para que seja feita a colocação das quotas para os investidores. Pode-se ser ainda mais preciso, exigindo-se que tal limite seja em relação ao total de aluguéis que o investidor receberá quando da exploração da propriedade pelo fundo imobiliário.

4.1.4 Critério #04 - Mitigação de Riscos de Gestão de Receitas da SPE

O quarto critério proposto está centrado na proteção dos recursos obtidos com a integralização das quotas do fundo imobiliário pelos investidores que subscreveram na oferta pública. Ao adotar a colocação primária das quotas, o lastro do investimento realizado está protegido pelo administrador que é obrigado legalmente a aplicar os recursos financeiros captados em ativos líquidos de natureza conservadora. Com o andamento físico da implantação, estes recursos são direcionados para o adiantamento das parcelas do preço conforme estipulado no Compromisso de Venda e Compra.

Caso a totalidade das receitas auferidas pela SPE seja proveniente da aquisição feita pelo fundo imobiliário, haverá uma proteção natural do lastro, pois os recursos captados ficarão sob custódia do próprio administrador do fundo que zelarà pela sua liberação adequada. À medida que outras receitas passam a ter uma representatividade maior na composição do *funding* do empreendimento, a gestão competente deste capital passa a ganhar importância como salvaguarda aos investidores.

A primeira proposição está na centralização dos recursos recebidos pela SPE numa conta que será administrada de forma independente por meio da assinatura “**Contrato de Contas Bancárias Vinculadas**”, com o objetivo pleno de sustentar o andamento físico do empreendimento (vide figura 12). Todos os recursos recebidos dos investidores através do fundo imobiliário e de eventuais locatários/ocupantes³⁸ do empreendimento são destinados a esta conta vinculada, ficando a administração a cargo de um agente contratado especialmente para este fim.

Figura 12 – Critério # 4 – Riscos de Gestão das Receitas da SPE

Além destes recursos, outras unidades ou frações do empreendimento podem ser alienadas a terceiros, cujos pagamentos podem ser à vista ou a prazo durante a execução das obras e a instalação dos equipamentos. Nesta hipótese, pode-se instituir a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis ou, ainda, a caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda

³⁸ Durante as obras, é comum em shopping centers a cobrança de cessão de direitos de uso (muitas vezes denominada de luvas) dos futuros locatários das lojas. Apesar de ser cada vez menor a participação das luvas no *funding* do empreendimento, estes valores também devem ser canalizados à conta vinculada de tal modo a proteger o investidor da má gestão do empreendedor com estes recursos. Analogamente, em hotéis, as operadoras especializadas, em casos muito particulares, podem assumir a responsabilidade por custear uma parcela dos investimentos necessários para equipar e mobiliar o empreendimento (em inglês – *Furniture, Fixtures and Equipment - FF&E e Operating Supplies and Equipment - OS&E*).

ou promessa de venda de imóveis. Isso se consolida através de um instrumento específico denominado de “Contrato de Penhor de Direitos de Crédito”.

Depositados na conta vinculada, é essencial garantir a manutenção do poder de compra desses recursos para cumprimento das obrigações assumidas na comercialização do empreendimento. O depositário da *escrow account* (“*Trustee*”) tem a obrigação de proteger os fundos, podendo inclusive dispor sobre as alternativas conservadoras de aplicação dos recursos nela depositados (p.ex. títulos públicos federais, descritos na tabela 7, certificados de depósito bancário (CDB) ou fundos de investimento de renda fixa).

Tabela 7 – Principais Títulos Públicos Federais

LTN	<i>LETRA DO TESOURO NACIONAL: título prefixado, cuja taxa é definida no momento da compra, com o resgate do valor do título na data de seu vencimento. Cada título é adquirido com deságio e possui valor de resgate de R\$ 1.000,00 no vencimento.</i>
LFT	<i>LETRA FINANCEIRA DO TESOURO: título com rentabilidade diária, vinculada à taxa de juro básica (taxa Selic). O resgate do principal e dos juros ocorre no vencimento do título.</i>
NTN-B	<i>NOTA DO TESOURO NACIONAL – SÉRIE B: título com rentabilidade vinculada à variação do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), acrescida de juros definidos no momento da compra. O pagamento dos juros é semestral e o resgate do valor nominal atualizado ocorre na data de vencimento do título.</i>
NTN-C	<i>NOTA DO TESOURO NACIONAL – SÉRIE C: título com rentabilidade vinculada à variação do IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado), acrescida de juros definidos no momento da compra. O pagamento dos juros é semestral e o resgate do valor nominal atualizado ocorre na data de vencimento do título.</i>

Importante destacar que estes recursos devem estar protegidos de eventuais oscilações que determinados ativos do mercado financeiro apresentam. Logo, é inadmissível a alocação destes recursos em aplicações em renda variável (p.ex. ações, ouro, dólar, etc.), de derivativos ou no mercado futuro. Apesar de terem uma maior rentabilidade potencial, estes ativos podem, em ciclos mais curtos (até de alguns anos), ter resultados negativos, o que compromete a capacidade do empreendedor em concluir o empreendimento conforme estipulado no cronograma de implantação.

Com esse capital, a SPE realiza os pagamentos à construtora e, eventualmente, aos prestadores de serviços, fornecedores de equipamentos e insumos, fazendo com que o

lastro esteja se consolidando na propriedade imobiliária e não mais no depósito dos recursos no sistema financeiro.

Sempre haverá o risco de que estes recursos financeiros sejam derivados para outros fins que não a implantação do empreendimento. Não são raros os casos de desvio do dinheiro proveniente da venda de unidades de um empreendimento no lançamento para custear outros empreendimentos que já se encontram em obras. A instituição do patrimônio de afetação nas incorporações procurou limitar tal possibilidade, porém sua adoção ainda é optativa.

Para evitar o mau uso deste recurso se antecipado em demasia, propõe-se a contratação de um agente independente para realizar o acompanhamento, a fiscalização e as medições do cronograma físico da implantação. Para isso, é firmado um **“Contrato de Vistoria”**, no qual uma empresa especializada (o **“Fiscal”**) é subcontratada pelo administrador para, de forma independente, vistoriar a execução do empreendimento, controlar sua evolução e medir o seu andamento.

De posse do relatório mensal ou quinzenal elaborado pelo fiscal, o administrador do fundo imobiliário deve liberar à SPE uma parcela dos recursos financeiros captados junto aos investidores, proporcional ao progresso físico da implantação e, se assim for definido, reter uma parte da liberação a título de caução para entrega do empreendimento. É o modo mais eficiente de garantir a aplicação correta destes recursos. Tal contratação não elimina a necessidade do administrador acompanhar a evolução física do empreendimento, mas simplesmente recebe um reforço técnico para ter uma atuação ainda mais ativa nesta fiscalização.

Tal medição irá nortear também a liberação dos recursos depositados na conta vinculada pelo *trustee*. Em alguns casos, o *trustee* pode liberar diretamente os recursos para pagamento de determinadas despesas relacionadas ao empreendimento, desde que haja previsão contratual. Este sistema (denominado de esquema de pagamentos em cascata) prioriza a destinação de recursos para quitação de tributos (governo federal, estadual e municipal), de custos e despesas operacionais (construtora e prestadores de serviços terceirizados) e de empréstimos financeiros (bancos e instituições de crédito), para provimento de capital de giro à SPE e para, por último, distribuir dividendos aos

acionistas ou pagar juros sobre capital próprio, os quais podem eventualmente vir a ocorrer somente após a conclusão das obrigações previstas no “**Compromisso de Venda e Compra**”.

É importante que antes do início efetivo das obras sejam definidos minimamente os projetos do empreendimento, tais como: projeto de arquitetura, projeto urbanístico, projeto social, projeto de paisagismo, estudo de impacto na vizinhança, projetos de engenharia (estruturas, fundações, instalações prediais, etc.) e projeto ambiental. São estes projetos que nortearão o acompanhamento pelo fiscal do andamento físico da implantação.

A fiscalização poderá realizar inspeções durante a realização das obras para constatar eventuais defeitos e problemas, bem como eventuais atrasos no cronograma de implantação, apontando tais fatos ao administrador do fundo e ao *trustee*. Independente do controle tecnológico executado pela construtora, o fiscal poderá exigir que se ateste a qualidade e as características dos materiais utilizados e dos serviços executados, através de ensaios, testes, laudos e demais provas estabelecidas em normas técnicas oficiais, correndo tais despesas por conta do empreendedor.

Dentre os trabalhos que ainda podem ser realizados por um fiscal está a auditoria periódica das áreas financeira, tributária e contábil da SPE para evitar a ocorrência de fraudes. O objetivo principal é avaliar os controles dos valores orçados versus os gastos, além de verificar, de forma preventiva, o recolhimento de obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias. Tal agente pode até ter poderes para contratar e substituir auditores, aprovar serviços de consultoria que podem ser prestados, e discutir práticas contábeis.

4.1.5 Critério #05 - Mitigação de Riscos de Crédito do Empreendedor

No intuito de assegurar de forma mais competente o comprometimento e capacidade dos empreendedores de honrarem suas obrigações perante os investidores, estabelece-se aqui a propositura de critérios rígidos de vínculo dos empreendedores com o negócio.

Como todo negócio empresarial, a implantação de um empreendimento de base imobiliária é feita mediante aportes de capital por parte de seus idealizadores ou

patrocinadores para sustentar a sua execução, tendo em vista haver um descasamento temporal entre os ingressos de receitas e retiradas para cobrir despesas e custos.

Todavia, estes capitais financeiros nem sempre podem estar disponíveis, seja em volume, seja no tempo, para cobrir os déficits de caixa no âmbito da sociedade que conduz o negócio. Em outras palavras, os empreendedores podem não ter capacidade de crédito para obter os recursos financeiros essenciais para agüentar a demanda de capital exigida pelo empreendimento.

Para proteger os investidores da insuficiência de crédito por parte dos empreendedores, propõe-se aqui o quinto critério de mitigação de riscos por meio da combinação de dois contratos firmados com os empreendedores, conforme figura 13.

Figura 13 – Critério # 5 – Riscos de Crédito do Empreendedor

O primeiro deles é o “**Contrato de Suporte dos Acionistas**”, no qual os empreendedores se comprometem a realizar previamente aporte de capital próprio (até um determinado valor) para sustentar o programa de produção e garantir a conclusão do empreendimento na eventual ocorrência de um evento de deficiência de dinheiro. A operação será considerada inadimplente se até a data de vencimento de qualquer

obrigação da SPE os empreendedores, em conjunto ou isoladamente, deixarem de efetuar os aportes previstos. BONOMI; MALVESSI [2004] colocam que:

Um Contrato de Suporte Financeiro dos Acionistas estabelece as condições em que acionistas da sociedade responsável pela exploração do projeto financiado, ou, em alguns casos, sociedades do grupo econômico dos acionistas, devam prover tal sociedade com os recursos necessários ao cumprimento de suas obrigações relacionadas ao contrato de empréstimo, ao contrato de concessão, se for o caso, ou, ainda, custos que excedam o orçamento do empreendimento.

Neste contrato, pode-se estabelecer mecanismo de solidariedade entre os empreendedores de forma a canalizar os recursos excedentes dos maiores geradores de caixa para SPE com vistas a suprir eventuais deficiências de caixa. Reforços de créditos podem ser vinculados ao empreendimento ora em implantação de modo a minimizar os efeitos causados pela ausência de recursos financeiros suficientes para sustentar o fluxo de caixa resultante de um programa eficiente de produção. Há diversos modos como, por exemplo, a cessão de recebíveis de outros negócios, denominada em inglês de *over collateral*, e a imposição de créditos subordinados à operação.

Assim, os empreendedores criam proteções contratuais contra a insuficiência de recursos financeiros no ambiente do empreendimento. Em garantia ao fiel cumprimento das obrigações os empreendedores podem comparecer ainda como fiadores solidários da SPE, responsabilizando-se perante os investidores.

Adicionalmente, propõe-se que seja assinado entre empreendedores e *trustee* o **“Contrato de Caução das Ações da SPE”**, no qual são definidas, entre outras cláusulas, o penhor das ações ou quotas da SPE e, conseqüentemente, dos direitos e obrigações relativos ao empreendimento, incluindo as licenças e autorizações obtidas junto ao Poder Público, a propriedade de máquinas e equipamentos, dos imóveis, dos créditos de comercialização, etc. BONOMI; MALVESSI [2004] colocam que esse contrato regula a caução das ações da sociedade responsável pela exploração do projeto financiado por seus acionistas em favor dos credores.

Tal contrato deve impedir ainda que os empreendedores possam alienar suas respectivas participações na SPE até a conclusão do empreendimento, sem que haja anuência explícita dos investidores por meio de uma assembléia de quotistas do fundo

imobiliário. Tal disposição não é prevista no regulamento do fundo imobiliário, mas pode ser contemplada no Compromisso de Venda e Compra e no Estatuto Social da SPE.

A proposição como critério de governança nesta tese é que os empreendedores mantenham, além do compromisso de aporte, uma reserva de liquidez financeira no ambiente da SPE para ser utilizada na eventualidade de descasamento entre o ingresso de recursos provenientes das parcelas dos preços e o desembolso de recursos necessários ao avanço físico da implantação do empreendimento. Para proteger os recursos dos investidores e incentivar a entrega no prazo e qualidade, os pagamentos das medições da implantação do empreendimento ficam sujeitos a uma retenção para formar uma conta-caução que será liberada quando o empreendimento estiver pronto e operando.

4.2 CRITÉRIOS EXTRÍNSECOS AO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO

Adicionalmente aos critérios intrínsecos ao processo, são indicados aqui outros critérios que buscam aprimorar e aperfeiçoar a proteção do investidor a eventuais riscos inerentes à implantação do empreendimento e atraí-lo a aplicar seus recursos financeiros naquela oportunidade. A estes critérios extrínsecos ao processo dar-se-á o nome de *covenants*.

Uma análise consistente das condições impostas por esses *covenants* agregada ao planejamento do empreendimento resulta no levantamento de indicadores da qualidade econômica para o agente promotor que será capaz de balizar o processo de tomada de decisão da empresa em adotá-los como alternativa atraente para seus novos lançamentos.

O impacto na qualidade econômica do empreendimento originada da adoção de *covenants* conduz a definir as especificidades que o empreendimento deve atender de forma a conseguir que o processo se torne atraente para o empreendedor do ponto de vista do retorno oferecido face ao risco envolvido. Neste sentido, analisa-se, também, o risco do investimento no ambiente dos empreendimentos configurados sob cada equação de fundos e, sobretudo, com a adoção de *covenants*, de forma a propiciar ao decisor que pretenda viabilizá-los indicadores de qualidade associados ao seu padrão de risco.

4.2.1 Critério #06 – *Covenant* de Rentabilidade do Empreendimento

O mercado de fundos imobiliários é extremamente recente se comparado a outras economias mais evoluídas. Sua regulamentação tem cerca de quinze anos de existência. A liquidez desses produtos é ainda relativamente reduzida face ao seu potencial, visto que o mercado secundário ainda está amadurecendo no Brasil.

Historicamente, o *covenant* mais utilizado no mercado para atrair novos investidores é a garantia de renda por períodos pré-definidos para os investidores. Praticamente, todas as operações realizadas que visavam a aquisição de um *portfolio* imobiliário como investimento tiveram incorporadas uma renda para investidores de pequeno e médio porte, mediante determinadas condições, durante a fase de implantação até a entrega da obra (“habite-se” ou auto de conclusão da obra).³⁹

Para exemplificar, algumas ofertas de fundos de investimento imobiliário, colocadas junto a investidores em geral (inclusive de pequeno e médio porte), ofereceram garantia mínima de renda durante um ou dois anos (em geral, de 1% a 1,25% ao mês) a partir da data da aquisição, inclusive aqueles cujo lastro imobiliário estava concluído e em operação. Após esse período, o quotista recebe o valor proporcional à quantidade de quotas que possui, de acordo com a rentabilidade dos empreendimentos que constituem o *portfolio* securitizado. Nesse sentido, cabe ao investidor verificar se o produto em questão é capaz de manter o padrão de renda “garantido” no início do ciclo operacional.

Essa renda garantida é comumente paga ao investidor por meio do fundo imobiliário que tem a obrigação de distribuir os recursos aos seus quotistas. Vale lembrar que a renda proporcionada potencializa o valor da quota com base na capacidade de pagamento dos empreendedores por meio da SPE em vez da qualidade da inserção mercadológica do empreendimento. Dependendo do rendimento pago, pode-se estar utilizando um subterfúgio para conseguir alavancar mais recursos financeiros com a venda de quotas a um custo financeiro relativamente barato.

³⁹ Em 2001, ocorreu uma das operações mais importantes neste formato que foi a distribuição de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima, composto por um hotel cinco estrelas e um complexo de escritórios de alto padrão, localizado na Vila Olímpia em São Paulo (SP). Foi oferecida aos investidores que adquirissem quotas com pagamento à vista uma renda mensal garantida de 1% sobre o valor pago durante a implantação do empreendimento. Alternativamente, os investidores podiam ainda comprar as quotas com pagamento em parcelas durante a construção.

Na colocação primária, propõe-se um mecanismo para que a SPE conceda a renda garantida aos investidores por meio do fundo imobiliário. Tal mecanismo pode ser um contrato de locação dos espaços ou um termo específico de assunção da obrigação de pagar a remuneração ao fundo imobiliário (vide figura 14). O Compromisso de Venda e Compra pode também prever a transferência de recursos durante a implantação para remunerar os quotistas.

Figura 14 – Critério # 6 – *Covenant* de Rentabilidade do Empreendimento

A existência de garantia de renda mínima pela SPE ao fundo não assegura aos quotistas o recebimento da renda equivalente, em decorrência das despesas porventura incorridas pelo fundo. Entretanto, a garantia de renda ao investidor impõe ao empreendedor uma despesa financeira adicional ao processo de implantação que, em função do prazo de vencimento e do volume da garantia, expõe o investidor a maiores riscos de crédito vinculados à operação. Na hipótese da capacidade financeira do empreendedor não ser suficiente para pagar a renda garantida durante esse prazo, o investidor pode não receber a quantia compromissada quando da aquisição do produto.

É importante identificar a possibilidade de retenção de uma parcela da propriedade pelos empreendedores. Investidores tendem a procurar proteções adicionais providas pelo

empreendedor para alcançar os resultados esperados pelo empreendimento. É crítico indicar quais são os fundos comprometidos com o projeto num prazo longo. O empreendedor pode tomar uma posição subordinada ou garantir um fluxo de caixa mínimo enquanto o projeto está numa fase inicial e, obviamente, deverá ser premiado com um bônus ou um retorno adicional dado acima do desempenho médio do projeto.

4.2.2 Critério #07 – *Covenant de Liquidez das Quotas do FII*

Para aumentar a liquidez e a negociabilidade das quotas do fundo imobiliário no mercado secundário, o empreendedor pode contratar instituições financeiras com o papel de *market maker* (“**Contrato de Formador de Mercado**”). Estas seriam responsáveis por utilizar de recursos financeiros disponibilizados pela SPE para comprar e vender quotas no mercado secundário em determinadas condições estabelecidas contratualmente (vide figura 15).

Figura 15 – Critério # 7 – *Covenant de Liquidez das Quotas do FII*

Tal operação pode ser feita por meio da constituição de um fundo de reserva no ambiente da SPE, o qual é utilizado para adquirir, até um determinado volume, quotas ofertadas no mercado secundário e ao mesmo tempo recolocá-las num momento subsequente até que o empreendimento esteja em condições de operação.

Se por um lado, isso potencializa a liquidez das quotas, por outro, pode exigir dos empreendedores o aporte adicional de capital neste fundo de reserva na hipótese de que os recursos financeiros sejam exauridos por ordens contínuas de venda pelos investidores. É importante ressaltar que o empreendedor pode ser consultado em situações de mercado que extrapolem os parâmetros estabelecidos dentro dos quais o formador de mercado pode operar.

É razoável admitir que as aquisições feitas pelo formador de mercado serão em valores mais baixos que os praticados em condições normais de mercado, porém não poderão ser em níveis depreciados, visto que podem comprometer distribuições futuras de novas quotas no mercado.

Ademais, é importante destacar que o valor pago na subscrição pelos investidores será utilizado em parte para a quitação das contas de estruturação e comercialização do fundo imobiliário. Logo, o montante líquido de recursos financeiros captados é inferior ao preço de colocação das quotas, o que impõe aquisições pelo formador de mercado por valores menores que o preço inicial pago pelo quotista.

A proposição deste *covenant* visa também reduzir a eventual volatilidade dos preços das quotas de tal forma a atrair os investidores de pequeno e médio porte, que porventura possam ter a percepção de um risco adicional proveniente da instabilidade ou mesmo da perda do lastro do investimento.

Todavia, é um mecanismo limitado na medida em que os recursos obtidos, se direcionados a recompra das quotas, comprometem a equação de fundos do empreendimento. Por outro lado, estas operações podem a médio ou longo prazo produzirem um resultado financeiro positivo, pois é de se esperar que ao serem recolocadas pelo formador de mercado, as quotas tenham um preço de venda superior ao custo de aquisição no mercado secundário.

4.2.3 Critério #08 – *Covenant de Gestão e Solvência da SPE*

Como forma de assegurar que a gestão da SPE, responsável pela implantação do empreendimento, seja feita de acordo com padrões adequados de governança, propõe-se que sejam estabelecidas disposições ao Estatuto Social (a SPE deve ser constituída preferencialmente no formato de sociedade anônima de capital fechado) e no Acordo de Acionistas, no sentido de fixar as responsabilidades, direitos e deveres dos sócios, valor do capital social, administração, necessidade de auditoria e publicação de balanços (vide figura 16).

Figura 16 – Critério # 8 – *Covenant de Governança e Solvência da SPE*

Uma das primeiras disposições é de que todas as ações da SPE sejam ordinárias com direito a voto, evitando assim que determinados sócios sejam controladores da sociedade sem que tenham maioria do seu capital. Desta forma, evita-se também a instituição de ações do tipo *golden share* para determinado sócio. Tais ações podem conferir o direito de veto em determinadas deliberações da companhia em particular em relação ao empreendimento e/ou ter o direito de apontar o gestor patrimonial do ativo e até mesmo exigir a sua substituição.

Estas ações podem ainda ter um grau de influência nas principais decisões comerciais (definição de mix de lojas em um shopping, programa de expansões, condições de venda, etc.), o que pode ser prejudicial ao desenvolvimento à medida que um decide a seu exclusivo critério.⁴⁰

Como princípios básicos da SPE constam ainda regras em seu estatuto social que impossibilitam a diluição da participação nos resultados através da emissão de outros valores mobiliários que alterem as condições iniciais de participação dos sócios minoritários ou afetem sua remuneração.

A estrutura acionária e administrativa da SPE pode prever a eleição de membros do Conselho de Administração e da Diretoria, definindo suas funções e poderes. Os investidores podem ser representados nas reuniões da administração da empresa por meio do *trustee* que fica responsável, entre outras obrigações, por: [i] acompanhar as decisões relativas ao empreendimento, estando presente em reuniões que tratam de assuntos estratégicos, manifestando-se sempre em prol dos interesses dos investidores; [ii] monitorar as garantias da operação; [iii] exigir informações da SPE e dos gestores do empreendimento; [iv] elaborar relatórios sobre os negócios pertinentes ao empreendimento; e [v] fiscalizar o cumprimento das condições estatutárias e contratuais estabelecidas e dos respectivos mecanismos de controle.

Decisões estratégicas devem ser tomadas mediante a aprovação por um quórum qualificado (2/3, 3/4 ou 4/5 dos acionistas reunidos em Assembléia especialmente convocada para deliberar sobre este assunto). Propõe-se a adoção de regras de transparência com padrões de governança corporativa referenciadas, por exemplo, no Novo Mercado da BOVESPA, no intuito de proteger os sócios e, portanto, promover a harmonização dos seus interesses na SPE. Os empreendedores devem adotar contabilidade e demonstrações financeiras padronizadas para a SPE.

⁴⁰ Com a nova instrução CVM, existe a possibilidade dos fundos imobiliários adquirirem ações de SPEs do setor imobiliário, o que autoriza a retenção por parte do administrador de uma *golden share* da SPE. Nesse sentido, o administrador passa ter maior controle sobre as atividades do empreendedor, inclusive com poderes para vetar decisões que possam prejudicar os quotistas do fundo imobiliário. Por outro lado, o fundo, como acionista da SPE, assume responsabilidades legais da construção e incorporação do projeto, inclusive em relação a outros adquirentes de frações e unidades do empreendimento. Nos critérios propostos, decidiu-se não incorporar tal salvaguarda até para desvincular claramente as obrigações do empreendedor para com o fundo imobiliário.

Como *covenant* adicional de gestão, recomenda-se a assinatura de um Acordo de Acionistas que defina regras para aporte de capital de acordo com o cronograma de trabalho, impossibilidade de concessão de créditos a terceiros, limitação de alteração do objeto social sem anuência dos investidores, restrições à distribuição de dividendos, etc. Segundo CHAGAS [2006], o Acordo de Acionistas da BAESA, empresa constituída exclusivamente para desenvolver a Usina Hidrelétrica de Barra Grande, previa:

Todos os acionistas se comprometem a realizar os aportes financeiros com recursos próprios necessários à conclusão da UHE Barra Grande. Essa obrigação engloba todos e quaisquer recursos que venham a ser necessários à conclusão do empreendimento, inclusive aqueles eventualmente oriundos de acréscimos de orçamentos ou de frustrações de captações de recursos de terceiros constantes no 'plano de negócios' da companhia. O aporte de cada acionista deverá ser proporcional à sua participação no capital social da BAESA. Caso um determinado acionista não realize aporte(s) os outros deverão fazê-lo na proporção de suas participações no capital da BAESA.

No caso em que qualquer acionista fique inadimplente para com a BAESA, durante seis meses, após a entrada em operação da UHE Barra Grande, o acionista inadimplente se obriga a vender todas as suas ações da BAESA aos demais acionistas, por valor igual a 80% da participação do acionista inadimplente no Patrimônio Líquido da BAESA.

No caso de contratos de financiamentos obtidos pela BAESA onde sejam constituídas garantias dos acionistas em favor da BAESA, cada um dos acionistas deve prestar garantias, de forma não solidária, até o valor de sua participação no capital social da BAESA, e caso algum dos acionistas deixe de prestar garantias, outro acionista poderá prestar garantias por ele, desde que remunerado pelo acionista que não prestou garantias.

O estabelecimento de obrigatoriedade de aportar os recursos financeiros necessários à conclusão do empreendimento no Acordo de Acionistas não substitui a imposição do critério de governança para mitigação dos riscos de crédito da SPE.

Adicionalmente, devem ser estabelecidas determinadas condições no regulamento do fundo imobiliário no sentido de evitar que o empreendedor, se detiver durante um determinado período a maioria de quotas do fundo, possa dirigir as decisões tomadas em Assembléia Geral de Quotistas na direção que melhor lhe convier na posição de empreendedor que tem obrigações perante este.

Neste critério, estabelece-se ainda que a securitização será feita para uma posição majoritária da propriedade da(s) unidade(s) de negócio(s) do empreendimento, ou seja, o fundo imobiliário irá comprar uma fração ideal maior do que 50% das fração ideal com direito a voto em assembléia de condôminos de uma determinada unidade de negócios.⁴¹

Propõe-se ainda a definição, por meio de um **“Contrato de Termos Comuns”** (*Common Terms Agreement*), de diretrizes para orientação dos negócios da SPE, tais como: limitação da criação de ônus sobre seus ativos, composição de capital próprio e capital de terceiros, pagamento aos credores prioritariamente à distribuição de dividendos, obter determinadas licenças e/ou autorizações num prazo, não realizar nenhum aditivo a contratos sem anuência dos investidores e das seguradoras, ou assumir compromissos com obrigações ambientais.

Para exemplificar, dúvidas em relação ao status de poluição do meio ambiente de um imóvel podem resultar em alguns casos na sua inutilização ou subutilização por conta do risco de ações judiciais. As cartas de conforto (*Comfort Letter ou Keep Well Agreement*) podem declarar, por exemplo, a intenção da agência ambiental com relação ao imóvel em questão, esclarecendo se há algum tipo de contaminação. A carta de conforto não garante a isenção de ações e podem ser rescindidas caso apareçam novas informações. A carta de conforto clarifica porque o interessado não é responsável até a data da emissão da carta. Atualmente, esse mecanismo ainda não funciona no mercado imobiliário brasileiro.

Os empreendedores devem assegurar, obrigatoriamente, a manutenção do controle acionário com participação majoritária no capital votante da sociedade, durante todo o período de implantação. O objeto social da SPE a ser legalmente constituída deve ser restrito, exclusivamente às atividades de implantação do empreendimento. Todavia, a SPE poderá assumir a forma de companhia aberta, com valores mobiliários admitidos a negociação no mercado.

⁴¹ Em empreendimentos de uso múltiplo, pode-se ter diversas unidades de negócios com sub-condomínios individuais para cada uma delas. É o caso de empreendimentos que congregam shopping center, hotéis, escritórios comerciais, apartamentos, clínicas, etc. num único terreno com rateio de áreas comuns e de terreno. Nesta hipótese, o fundo imobiliário pode adquirir uma fração, por exemplo, do shopping center, deste que esta represente a maioria da propriedade com direito a voto nesta unidade de negócio (fração ideal > 50%).

Os atos constitutivos da SPE devem prever em que condições poderá contrair empréstimos ou obrigações, os quais não podem afetar o direito do fundo imobiliário em receber a escritura de compra e venda do imóvel ao final da implantação. Caso haja algum tipo de endividamento da SPE para a construção, pode-se estabelecer um índice mínimo de cobertura do serviço da dívida, expresso pela relação entre o fluxo de caixa disponível e os pagamentos de juros e amortização da dívida, bem como assegurar uma relação máxima entre os empréstimos de longo prazo e o patrimônio líquido da SPE. Pode-se restringir ainda a relação entre o endividamento total (incluindo mútuos) e a capacidade de geração de caixa da SPE.

Além disso, podem ser estabelecidas cláusulas restritivas para impedir a cessão, transferência ou constituição de ônus reais sobre os imóveis que pertencem à SPE, sem o prévio e expressivo consentimento do *trustee*. Tais cláusulas podem impor penalidades no caso de haver ação ou execução judicial que afete os imóveis da SPE. Outros eventos que podem ensejar em penalidades para a SPE e seus empreendedores:

- (i) (a) Falência, autofalência, concordata, recuperação judicial, liquidação, dissolução ou extinção da SPE ou dos empreendedores⁴²; (b) inadimplemento de qualquer dívida ou protesto legítimo de títulos, da SPE, em valor individual ou agregado superior a um determinado montante;
- (ii) Eventos societários de (a) transformação da SPE em sociedade limitada, (b) incorporação, fusão ou cisão da SPE; (c) incorporação, pela SPE, de outras sociedades; (d) alteração do controle da SPE, direto ou indireto; (e) redução do capital social da SPE; (e) alteração substancial do objeto social da SPE.
- (iii) Eventos relacionados ao Compromisso de Venda e Compra como (a) cessão, promessa de cessão ou transferência das obrigações assumidas; (b) não pagamento ou descumprimento de qualquer obrigação pecuniária.
- (iv) Comprovação de falsidade ou incorreção das declarações prestadas;

⁴² Lembrar que em caso de falência os créditos são privilegiados na seguinte ordem: (1º) trabalhistas, (2º) fiscais (união, estados e municípios), (3º) com garantia real; (4º) privilégio especial (p.ex. cédulas de crédito imobiliário), (5º) privilégio geral (ex. garantia flutuante), (6º) quirografários (sem preferências), (7º) tomadores de títulos subordinados da sociedade e (8º) sócios.

- (v) Distribuição de dividendos, juros sobre o capital próprio ou a realização de quaisquer outros pagamentos a seus acionistas caso a SPE esteja em mora com qualquer de suas obrigações com quotistas do fundo imobiliário, ressalvado o pagamento do dividendo mínimo obrigatório por lei;
- (vi) Rebaixamento da classificação de risco (*rating*) da SPE;
- (vii) Não manutenção dos indicadores de liquidez, a serem verificados trimestralmente, com base nas informações trimestrais consolidadas.

Neste “**Contrato de Termos Comuns**”, propõe-se que seja prevista, sempre que possível e conveniente, a adoção da arbitragem para solução de litígios em todos os instrumentos contratuais firmados pela SPE no lugar do Poder Judiciário.

Não cabe nesta tese especificar quais são as regras operacionais, cláusulas contratuais, disposições estatutárias, formatos societários e outros dispositivos legais aplicáveis à cada um dos instrumentos a serem firmados ou entidades. Por ser um critério que define o *modus operandi* tanto da SPE como do fundo imobiliário, procurando estabelecer regras de gestão mais transparentes que protegem os interesses dos investidores, os impactos de incrementos de custos financeiros na SPE são relativamente muito reduzidos. Todavia, são considerados essenciais para evitar que decisões tomadas pelos empreendedores à revelia dos investidores possam destruir a eficiência dos demais critérios, seja por alterações nos instrumentos jurídicos firmados (inclusive com rescisões ou cessões contratuais) ou por descumprimento de obrigações assumidas.

4.3 GERENCIAMENTO OPERACIONAL PARA MITIGAÇÃO DE RISCOS

A implementação destes critérios ora propostos não elimina a necessidade de incorporar ao processo de implantação do empreendimento um sistema de gestão que possa prover mecanismos para mitigação de riscos. Segundo o PMI [2004], esse gerenciamento inclui os processos que tratam da realização de identificação de riscos, análise, respostas, monitoramento e controle, e planejamento do gerenciamento.

Importante ressaltar que não é possível fazer gestão de riscos, mas sim utilizar de ferramentas para identificar perturbações no cenário esperado de desenvolvimento do

empreendimento, oriundas de riscos existentes, e reconhecer quais são os impactos nos indicadores da qualidade do investimento no empreendimento. O sistema de gestão deve prover mecanismos para diminuir a probabilidade e o impacto de eventos adversos ao projeto.

Situações que ensejam o agravamento dos riscos existentes ou o surgimento de novos focos potenciais de riscos devem ser sempre identificadas para que se possa propor novos mecanismos e ferramentas que busquem mitigá-los para os investidores. Não será alvo da tese propor um sistema deste, mas fica o leitor ciente que os riscos inerentes à implantação de empreendimentos de base imobiliária necessitam de um monitoramento contínuo e eficaz.

5. RISCOS NA IMPLANTAÇÃO E AS PROTEÇÕES

Ao analisar empreendimentos de base imobiliária é sempre importante a discussão sobre os riscos envolvidos neste tipo de investimento. Nesse sentido, é conveniente fazer um breve relato sobre o conceito de risco. SECURATO [1996] afirma que “embora lidemos com o risco todos os dias em suas mais variadas formas, sua conceituação é muito difícil”.

Segundo o PMI [2004], “o risco do projeto é um evento ou condição incerta que, se ocorrer, terá um efeito positivo ou negativo sobre pelo menos um objetivo do projeto, como tempo, custo, escopo ou qualidade. Um risco pode ter uma ou mais causas e, se ocorrer, um ou mais impactos⁴³” Outros autores afirmam simplesmente que o risco está associado à probabilidade de perder todo ou parte do investimento.

Ao contrário do que muitas vezes é divulgado, não há como se medir assertivamente risco de forma quantitativa, mas, sim, produzir indicadores qualitativos dos riscos associados a determinado negócio. É de extrema importância saber que nenhum método de análise de riscos oferece qualquer discernimento especial sobre o futuro⁴⁴.

Nas emissões públicas de títulos de crédito, tanto públicos (emitidos por governos soberanos) ou privados (emitidos por empresas de capital aberto), é usual a contratação de um *rating*, que é a nota, dada por agências especializadas independentes, que reflete a avaliação do grau de risco de inadimplemento de suas obrigações que determinado instrumento de dívida representa.

As agências privadas internacionais de classificação de risco – as principais são MOODY’S, FITCH IBCA e STANDARD & POOR’S – avaliam a capacidade de países ou

⁴³ PMI [2004] afirma que “uma causa pode ser a necessidade de uma licença ambiental para fazer o trabalho, ou a insuficiência de pessoal designado para o design do projeto. O evento de risco é a agência responsável por conceder a autorização levar mais tempo que o planejado para emitir uma autorização ou o pessoal de *design* disponível e designado pode não ser adequado para a atividade.”

⁴⁴ No mercado financeiro é freqüente a utilização de instrumentos para mensuração de riscos em carteiras de ativos do mercado de capitais. Um exemplo notório é a ferramenta do Valor em Risco (VaR – *Value at Risk*) que mede a perda máxima que uma carteira pode sofrer, com um nível de confiança de, no mínimo, 95% e em um determinado intervalo de tempo (normalmente um dia), sendo a mensuração do risco feita por meio de dados estatísticos e da construção de cenários. Todavia, tais ferramentas se baseiam no comportamento histórico para projetar expectativas futuras.

empresas de pagar suas dívidas. A classificação é um dos parâmetros analisados pelos investidores para aplicar seu dinheiro. Quanto maior for a chance de uma empresa não honrar seus compromissos, pior a nota dada pelas agências. Assim, mais altos são os juros cobrados pelos investidores para emprestar dinheiro. As agências procuram medir o risco da capacidade – ou a disposição – de honrar os compromissos de dívida.

Os critérios utilizados na avaliação do *rating* de um país levam em conta tanto aspectos objetivos (relação entre a dívida externa total e o volume de exportações, taxa de crescimento econômico, relação entre dívida do governo e as receitas fiscais totais, etc.) quanto subjetivos, como a disposição política de avançar em reformas estruturais. A atribuição de *ratings* pode influenciar sobre os prêmios de riscos nos mercados.

No setor de real estate, os riscos associados aos empreendimentos de base imobiliária são diferentes no que se refere ao produto, à estratégia de comercialização e ao posicionamento perante o mercado, impactando a forma pela qual este será administrado. MONETTI [1996] afirma que:

O empreendimento assumirá nova configuração à medida que se modifica, isolada ou conjuntamente, sua conformação *física* (no que tange a características intrínsecas da edificação), *mercadológica* (no que se refere à inserção pretendida junto ao segmento de mercado para o qual se destina o empreendimento), *financeira* (relativamente à forma segundo a qual os recursos são captados), *administrativa* (no que diz respeito à organização para execução de cada tarefa necessária ao desenvolvimento do empreendimento) ou *operacional* (associada à forma segundo a qual a atividade é explorada no empreendimento).

Os riscos a que estão sujeitos os investimentos imobiliários podem ser ordenados de várias maneiras. MONETTI [1996] estabelece uma classificação das variáveis do cenário segundo a sua origem, que se dividem em dois grupos: *estruturais* (geradas no ambiente do próprio empreendimento, de natureza endógena) e *conjunturais* (geradas no macro-ambiente onde está imerso o empreendimento, de natureza exógena).

Já BULLA [2002] considera que um processo de planejamento e avaliação de riscos deve identificar: [i] riscos estratégicos relacionados com o cenário em que a empresa está inserida (p.ex.: análise da concorrência, planejamento estratégico, mercado e aspectos legais); [ii] riscos aplicáveis aos processos operacionais (p.ex.: vendas, marketing e

recursos humanos); [iii] riscos financeiros (p.ex.: mercado, crédito e fluxo de caixa); e [iv] os riscos aplicáveis ao conhecimento (p.ex.: tecnologia, gerenciamento de informações e propriedade intelectual).

Por sua vez, PONTES [2005] coloca que os riscos de instituições financeiras são classificados em três tipos: [i] risco de crédito – alguém não pagar a instituição financeira; [ii] risco de mercado – variações de fatores como taxas de juros, taxas de câmbio, preços de commodities e ações; e [iii] risco operacional – perdas provocadas por inadequação ou falhas de processos internos, pessoas e sistemas computacionais, ou fraudes.

Os investidores devem tomar decisões quando analisam negócios e tal situação acaba se confundindo com aceitar ou não um patamar de riscos. Os agentes do mercado balizam suas decisões pelo vetor de risco, procurando sempre reduzi-lo, pois, caso contrário, ou seja, decidindo pelo vetor de rentabilidade sem reconhecer o padrão de riscos associados, estes tendem a se comportar como especuladores. A atratividade de certo investimento será sempre maior à medida que este possa auferir melhores resultados (maior rentabilidade) comparativamente a outros vetores de investimento com patamares equivalentes de riscos. SANTOS [2002] afirma que:

Em mercados eficientes ou perfeitos, que se caracterizam pela racional tomada de decisões em investimentos e pela democratização das informações, existe forte correlação positiva entre os níveis de risco e de rentabilidade das diversas alternativas de investimentos, ou seja, quanto maior o risco, maior o retorno da aplicação, notadamente numa visão de longo prazo.

É importante ressaltar que o trabalho aborda a questão de riscos dentro do âmbito dos empreendimentos de base imobiliária, em particular, daqueles que estão na fase de implantação. AMATO [2001] coloca que essa fase se caracteriza pela construção, equipamento do edifício e, eventualmente, a propaganda, promoção e marketing do empreendimento, tudo de acordo com a sua tipologia e seus aspectos mercadológicos. A identificação dos riscos procura, sempre que possível, se posicionar sob a ótica dos investidores em geral.

5.1 CLASSIFICAÇÃO DOS RISCOS DE EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA

Os riscos associados aos empreendimentos de base imobiliária durante a fase de implantação, securitizados por meio de um fundo imobiliário, podem ser classificados em três grupos:

- [i] **MACROECONOMIA:** estão relacionados aos efeitos externos (eventos políticos, econômicos e sociais em outros países), à conjuntura política e econômica e às políticas econômicas (p.ex. esforços federais de combate à inflação, política monetária, taxas de juros, etc.).
- [ii] **MERCADO IMOBILIÁRIO E DOS SEUS NEGÓCIOS:** estão relacionados à legislação, aos clientes e consumidores, aos concorrentes e produtos alternativos, às atividades de construção civil (p.ex. fornecimento de materiais, equipamentos, mão-de-obra e serviços públicos), parcerias e sociedades (p.ex. conflitos de interesses) e capacidade financeira do próprio fundo imobiliário.
- [iii] **FUNDO IMOBILIÁRIO E SUAS QUOTAS:** relacionados intrinsecamente à definição de sua estratégia, aos seus recursos humanos, à governança e à administração (p.ex. eficiência operacional), bem como à volatilidade (vendas substanciais) e liquidez (volume restrito de negociações) de suas quotas.

Neste capítulo, busca-se avaliar se os critérios de governança propostos são capazes de atenuar ou eliminar esses riscos para o pequeno ou médio investidor que adquire quotas do fundo imobiliário, cujos ativos são os direitos aquisitivos de um empreendimento em fase de implantação.

5.2 RISCOS RELACIONADOS À MACROECONOMIA

Quando da análise da qualidade de investimento, potenciais interessados observam os condicionantes de cunho político-econômico que possam afetar a implantação do empreendimento ou a capacidade do empreendedor em honrar os compromissos assumidos. Os investidores estrangeiros, ao analisarem a opção de investir em determinado país, sempre consideram os riscos associados ao país no qual se pretende

aplicar recursos financeiros. As agências classificadoras de risco denominam tal indicador como sendo o risco-soberano de determinada economia.

Na hipótese de buscar atrair capitais de investidores estrangeiros, deve-se considerar os efeitos da composição do: [i] risco soberano da economia (no caso, o Brasil), [ii] risco da moeda local (associado à variação cambial da moeda nacional em relação às de economias de outros países como o dólar e o euro); [iii] risco setorial; e [iv] o risco do negócio em si. Esses investidores desejam remunerar seus recursos num nível que represente o risco de investimentos imobiliários equivalentes em países desenvolvidos adicionados do risco soberano e do risco cambial para investimentos a serem realizados no Brasil.

A ABNT [2002] define como risco conjuntural aquele decorrente de mudanças nas condições macroeconômicas, políticas, culturais e sociais. Já o risco do mercado financeiro é resultante de mudanças no comportamento das taxas de juros e câmbio, nos preços de ações e de commodities e no descolamento entre taxas/preços, prazos e moedas/índices.

5.2.1 Fatores Externos

Os riscos associados a fatores externos advêm de eventos políticos, econômicos e sociais e da percepção de riscos de outros países, sobretudo de economias emergentes, que podem afetar adversamente a economia brasileira, as atividades do fundo imobiliário e o valor de mercado dos valores mobiliários brasileiros, incluindo as quotas de um fundo imobiliário.

Nesta hipótese, os investidores em quotas do fundo imobiliário podem estar parcialmente protegidos se os fatores externos não afetarem diretamente a capacidade dos empreendedores em honrar os compromissos assumidos. Materiais ou equipamentos que sejam produzidos ou tenham componentes fabricados no exterior podem não ser entregues em tempo hábil de serem instalados no empreendimento. Somente a substituição destes insumos pode eliminar um risco desta natureza.

Em particular, a liquidez e o valor das quotas do fundo imobiliário podem ser afetados por fatores externos, provocados por um aumento da aversão a riscos, fazendo com que investidores estrangeiros que tenham participado da oferta pública de distribuição das quotas sejam induzidos a vendê-las, mesmo que por valores depreciados.

O formador de mercado, ao atuar para dar liquidez e reduzir a volatilidade dos preços praticados pelas quotas no mercado secundário, pode tentar conter oscilações bruscas de preços ou falta de compradores de quotas. Contudo, o capital financeiro destinado a essas operações é bastante limitado (uma fração do montante captado na oferta pública de quotas) e é pouco provável que um movimento sistemático de venda de quotas seja controlado pelo formador de mercado.

Não há como estabelecer proteções suficientes para o caso de uma crise externa de grandes proporções que afete o mercado de capitais. Cabe aos pequenos e médios investidores aceitarem tal risco e procurarem verificar o grau de dependência externa do empreendedor para concluir a implantação dentro do prazo e na qualidade definidos.

5.2.2 Conjuntura Política

O princípio dos riscos associados à conjuntura política está na possibilidade de autoridades ou decisões políticas intervirem direta ou indiretamente no desenvolvimento do empreendimento, o que pode eventualmente afetar, por conseguinte, na sua atratividade econômico-financeira.

Segundo FINNERTY [1999], o risco político envolve a possibilidade de autoridades na sua jurisdição política interferirem no desenvolvimento pontual e/ou na atratividade econômico-financeira em implantação. Por exemplo, podem impor pesados tributos ou restrições legais onerosas uma vez iniciadas as obras do projeto ou, no caso extremo, há o risco de expropriação. São exemplos, de acordo com SANTOS [2002], de alguns possíveis riscos políticos, que podem afetar atividades do fundo imobiliário:

- [i] Declaração de guerra civil no país;

- [ii] Entrada do país em guerra com outro país (ou países);
- [iii] Perdas ocasionadas por movimentos guerrilheiros ou separatistas;⁴⁵
- [iv] Perdas ocasionadas por decisões judiciais;
- [v] Radical mudança de orientação política com influências no consumo, como aquelas geradas por ditaduras diversas – de natureza civil, militar ou religiosa;
- [vi] Atos de provocações ou retaliações de políticos ou governantes por motivos diversos;
- [vii] Ocorrências das chamadas “guerras comerciais” com outro país (ou países);
- [viii] Redução de vendas ao setor governamental em função de medidas de contenção de investimentos públicos;
- [ix] Desapropriações de imóveis por motivos diversos.

O risco político não está limitado a países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil, mas também existem em economias desenvolvidas, inclusive nos Estados Unidos. FINNERTY [1999] constata que “os governos federal e estaduais dos EUA têm uma preocupante tendência de fazer com que mudanças na lei sejam retroativas, como por exemplo, as leis ambientais”.⁴⁶

Investidores costumam analisar o comprometimento governamental com regras claras e definidas, reforço dos marcos regulatórios e do direito de propriedade, além da existência de uma legislação imobiliária adequada. Esses investidores usualmente buscam mecanismos legais de segurança que possam restringir seu risco exclusivamente

⁴⁵ Após os atentados às Torres Gêmeas em Nova Iorque em 2001, as seguradoras têm também incluído nas apólices que não estarão cobertos os acidentes relacionados a ou ocorridos em consequência de danos e perdas causados direta ou indiretamente por ato terrorista.

⁴⁶ FINNERTY [1999] cita o seguinte exemplo: a BONNEVILLE POWER ADMINISTRATION (BPA), um órgão do governo dos EUA, entrou num acordo para comprar a produção de energia elétrica de uma nova usina geradora de energia elétrica de Tesnaka, em Tacoma, estado de Washington. O CHASE MANHATTAN BANK emprestou mais de 100 milhões de dólares para financiar a construção. A BPA quebrou o contrato porque havia perdido clientes para outros produtores de energia independentes. Em outubro de 1995, a usina ainda estava a cerca de meio ano de ser concluída. Mas a construção fora paralisada e tanto os patrocinadores do projeto como o CHASE MANHATTAN haviam acionado a BPA judicialmente.

ao do negócio, fazendo com que as operações sejam estruturadas sob garantias incontestáveis. Contudo, isso não elimina a possibilidade de que atos dos governantes causem impactos adversos ao desenvolvimento do empreendimento. A RIO BRAVO [2007], no prospecto do FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS, exemplifica:

Há possibilidade de que ocorra a desapropriação, parcial ou total, do(s) Imóvel(is) onde se promoverá o empreendimento e a sua expansão, por decisão unilateral do Poder Público, a fim de atender finalidades de utilidade e interesse público.

Apesar das tentativas de identificar esses mecanismos, os pequenos e médios investidores estarão sempre sujeitos de forma indireta às ações políticas que afetem os seus interesses no empreendimento. As apólices de seguro *completion bond* possuem cláusulas que excluem o direito do beneficiário em receber qualquer indenização em situações especiais como algumas das anteriormente mencionadas (p.ex. em estado de guerra civil) e também de caso fortuito ou força maior.

Os mecanismos já incorporados na estruturação da colocação atenuam em parte os riscos à medida que o projeto já possuirá, em grande parte, as licenças e os alvarás necessários para sua execução, a viabilidade técnica-ambiental satisfeita e a sua condição econômico-financeira validada para o empreendedor. Todavia, isso não impede que novos atos do poder público imponham novas restrições ou empecilhos que dificultem a implantação do empreendimento nos moldes em que foi avençado entre o empreendedor e os investidores.

5.2.3 Política Econômica

O Governo Federal exerce influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como a conjuntura econômica e política brasileira, podem vir a causar um efeito adverso relevante nas atividades do empreendedor por meio da SPE e, conseqüentemente, no fundo imobiliário e no valor de mercado das suas quotas. Para ilustrar estas relações de influência, a RIO BRAVO [2007], no prospecto do FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS, sintetiza da seguinte forma:

A economia brasileira apresentou diversos ajustes desde a implementação do Plano Real. Tais ajustes têm implicado na realização de reformas constitucionais, administrativas, previdenciárias, sociais, fiscais, políticas, trabalhistas, e outras, as quais, em princípio têm dotado o País de uma estrutura mais moderna, de forma a alcançar os objetivos sociais e econômicos capazes de torná-lo socialmente mais desenvolvido e competitivo no âmbito da economia mundial, atraindo dessa forma os capitais de que necessita para o seu crescimento. Nesse processo, acredita-se no fortalecimento dos instrumentos existentes no mercado de capitais, dentre os quais, destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliário. Não obstante, a integração das economias acaba gerando riscos inerentes a este processo. Evidentemente, nessas circunstâncias, a economia brasileira se vê obrigada a promover os ajustes necessários, tais como alteração na taxa básica de juros praticada no país, aumento na carga tributária sobre rendimentos a ganhos de capital dos instrumentos utilizados pelos agentes econômicos, e outras medidas que podem acabar provocando mudanças nas regras dos instrumentos utilizados no nosso mercado. O Fundo desenvolverá suas atividades no mercado brasileiro, estando sujeito, portanto, aos efeitos da política econômica praticada pelos Governos Federal, Estaduais e Municipais.

Os fundos imobiliários estão sujeitos às flutuações da economia. Em épocas de menor atividade econômica, o retorno dos fundos pode ser prejudicado pela queda na taxa de ocupação dos imóveis ou pela redução do valor dos aluguéis.⁴⁷

Na fase de implantação, pode-se ter dificuldades de identificar e locar os espaços disponíveis no empreendimento em virtude da retração dos interesses de potenciais ocupantes em assumir compromissos de prazo mais longo. Diante da escassez de potenciais locatários, os empreendedores, numa posição desvantajosa, passam a estar pressionados a locar as unidades por preços e condições menos favoráveis.

A inflação e os esforços do Governo Federal de combate à inflação, incluindo o aumento das taxas de juros oficiais, podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil, podendo prejudicar as atividades do empreendedor, afetando assim o fundo imobiliário e o valor de mercado de suas quotas. A CAIXA [2004], no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE, afirma que:

⁴⁷ Segundo a RIO BRAVO [2007], no prospecto do FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS, “é característica das locações sofrerem variações em seus valores em função do comportamento da economia como um todo. Deve ser destacado que alguns fatores podem ocasionar o desaquecimento de diversos setores da economia, principalmente em decorrência das crises econômicas, sejam elas oriundas de outros países ou mesmo do nosso, com reflexos na redução do poder aquisitivo em geral, ou até mesmo pela falta de segurança na cidade onde se situa o empreendimento objeto do fundo, acarretando, por exemplo, redução nos valores das locações”.

Ocasionalmente, o governo brasileiro intervém na economia realizando mudanças drásticas e repentinas em suas políticas. As medidas do Governo Brasileiro para controlar a inflação e implementar as políticas econômica e monetária têm envolvido, no passado recente, alterações nas taxas de juros, desvalorização da moeda, controle de câmbio, tarifas, controles no consumo de eletricidade, entre outras medidas. A adoção de medidas que possam resultar na flutuação da moeda, indexação da economia, instabilidade dos preços, elevação das taxas de juros ou influenciar a política fiscal vigente poderão impactar os negócios, as condições financeiras, os resultados operacionais do Fundo e a conseqüente distribuição de rendimentos aos quotistas do Fundo.

No caso da locação das unidades pertencentes ao *portfolio* de um fundo imobiliário, o incremento expressivo das taxas inflacionárias repercute na incapacidade de repassar aos locatários os reajustes anuais previstos nos contratos. Como na fase de implantação, os contratos de locação são assinados com uma data-base para repor as perdas inflacionárias, o aumento generalizado dos preços com reflexo nos índices inflacionários (vide tabela 8) pode provocar o pleito pelos locatários de uma renegociação das bases contratuais antes da conclusão do empreendimento.

Tabela 8 – Principais Índices de Inflação

IGP	<i>ÍNDICE GERAL DE PREÇOS: calculado pela Fundação Getúlio Vargas, leva em conta três indicadores: Índice de Preços no Atacado (IPA) – peso de 60%, Índice de Preços ao Consumidor (IPC) – 30% e Índice Nacional da Construção Civil (INCC) - 10%. O IPA, é calculado sob o conceito de Oferta Global (OG) e o de Disponibilidade Interna (DI). No OG são consideradas, além da produção interna e das importações, também as exportações. Dependendo do IPA usado na composição do IGP, este será apresentado como IGP-OG ou como IGP-DI. Há três tipos de IGPs: IGP-DI, IGP-M e IGP-10, que medem as variações de preços entre datas diferentes de um mês para outro.</i>
IPC	<i>ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR: calculado pela FIPE-USP, mede a variação de preços e serviços consumidos pelas famílias com rendas entre 1 e 20 salários mínimos, na cidade de São Paulo. As variações são obtidas comparando-se os preços médios das quatro últimas semanas do referente mês com as quatro semanas anteriores.</i>
IPCA	<i>ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO: é o indicador oficial do governo, calculado pelo IBGE. Mede a variação de preços de bens e serviços de famílias com rendimento entre 1 e 40 salários mínimos</i>
INPC	<i>ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR: mede a variação de preços de bens e serviços de famílias com rendimento entre 1 e 8 salários mínimos. Também é calculado pelo IBGE.</i>
ICV	<i>ÍNDICE DO CUSTO DE VIDA: apurado pelo DIEESE, mede a variação de preços de bens e serviços de famílias com renda entre 1 e 30 salários mínimos na cidade de São Paulo.</i>

Na maioria dos empreendimentos, o risco proveniente de uma política econômica mais leniente com a inflação dificilmente pode ser totalmente mitigado em contratos de locação, visto que a legislação em vigor permite que o locatário solicite uma revisão do aluguel pago. Mesmo que não houvesse amparo legal para tal pleito, a própria oferta de espaços vagos com preços mais baixos proporciona ao locatário uma ferramenta de pressão sobre os investidores, que sabem dos prejuízos maiores na hipótese de terem suas unidades vagas.

Eventualmente a adoção de contratos mais rígidos, nos quais as multas e penalidades por tentativa de renegociação ou desocupação do imóvel sejam severas, pode ser uma alternativa para empreendedores e investidores. Todavia, sempre haverá a possibilidade de litígio judicial como solução para a questão. É por esses motivos que alguns empreendimentos têm utilizado a figura da concessão do direito real de uso da superfície em vez dos contratos de locação, em virtude das proteções já comentadas anteriormente.

Os critérios de governança propostos contemplam esta alternativa quando possível, mas em determinadas tipologias de empreendimentos ou no caso de empreendimentos com vários usuários é pouco provável, na realidade atual, a adoção de tal formatação, ficando o investidor exposto ao risco de renegociação pelos locatários.⁴⁸

O incremento das taxas inflacionárias tende a provocar pressões por reajustes da parte de fornecedores e funcionários, os quais podem acarretar em maiores custos para as empresas. A SPE, ao ter maiores desembolsos para cumprir o programa de implantação, acaba por demandar mais investimentos ao empreendedor que pode não ter plena capacidade para tal. A proposição de critério de mitigação do risco de crédito protege os investidores à medida que os empreendedores comprometem a sua geração de caixa e, se for o caso, seus ativos de maior liquidez para honrar a necessidade de capital da SPE.

⁴⁸ Mesmo na hipótese de que os espaços estejam locados fatores associados à conjuntura econômica podem impactar a capacidade do empreendedor em entregar o imóvel pronto e operando. A CAIXA [2004], no prospecto do FII Torre Almirante, alerta que “o valor do Imóvel e a capacidade do fundo em realizar a distribuição de resultados aos seus quotistas poderão ser adversamente afetados devido a alterações nas condições econômicas, à oferta de outros espaços comerciais com características semelhantes às do Imóvel e à redução do interesse de potenciais locadores em espaços como o disponibilizado pelo Imóvel”.

A instabilidade cambial pode prejudicar as atividades e a situação financeira do empreendedor, afetando adversamente o fundo imobiliário, bem como o valor de mercado de suas quotas. As políticas cambiais podem impor controles de câmbio, da convertibilidade e transferibilidade da moeda (depreciação da moeda), entre outros elementos que podem vir a acarretar numa crise de liquidez bancária.

SANTOS [2002] coloca que as cotações de dólar e, por conseguinte, das demais moedas estrangeiras, no Brasil podem ser estabelecidas e controladas pelo Governo, na medida em que os limites de variações são monitorados pelo Banco Central, que intervém sempre que preciso, e às vezes de forma violenta, ou seja, via maxidesvalorizações da moeda local. Um dos objetivos do Governo está vinculado ao bom desempenho da balança comercial, diferenças entre exportações e importações, de modo que a fixação do dólar deverá sempre levá-lo em consideração. Assim, um dos instrumentos do Governo para reduzir/eliminar saldos deficitários ou elevar saldos superavitários na balança são as desvalorizações cambiais.

O risco cambial surge, segundo FINNERTY [1999], quando o fluxo de receita de um projeto ou seu fluxo de custos é denominado em mais de uma moeda, ou quando ambos os fluxos são denominados em moedas diferentes. Em tais casos, uma mudança nas taxas de câmbio entre as moedas envolvidas afetará a disponibilidade de fluxo de caixa para o serviço da dívida do projeto.⁴⁹

No caso dos fundos imobiliários, admite-se que não sejam tomados recursos em instituições financeiras internacionais, por meio de contratos baseados em moedas estrangeiras. As despesas financeiras (juros e principal) podem se elevar significativamente quando existem dívidas indexadas a moedas estrangeiras, fato este que pode acarretar na incapacidade dos empreendedores em pagá-las. Na hipótese de haver necessidade de tomar financiamentos bancários, os pequenos e médios

⁴⁹ A desvalorização da moeda local pode afetar a expectativa de retorno para investidores estrangeiros, que necessitam de informações sobre fatores políticos e econômicos que influenciam o risco dos investimentos no país. O Governo Federal pode impor controles cambiais e restrições significativas sobre as remessas de reais ao exterior, o que afetaria adversamente a capacidade de converter e pagar rendimentos ou recursos provenientes da venda de quotas para os investidores estrangeiros. Apesar de não serem diretamente o foco da tese, esses investidores estrangeiros, diante de um quadro de potencial restrição ou desvalorização, podem ser induzidos a liquidar suas quotas de fundo imobiliário, reduzindo o seu valor de mercado e prejudicando assim os pequenos e médios investidores.

investidores devem ser alertados sobre o volume total de capital que foi e será tomado em moeda local em relação ao de moeda estrangeira.

Com o critério de governança para mitigação dos riscos de crédito do empreendedor, os investidores estarão mais protegidos de eventuais alterações no câmbio e seus reflexos nas finanças da SPE⁵⁰. Caberá ao empreendedor precavido realizar as proteções que considere adequadas como a realização de *hedging* com contratos a termo e futuros de moedas, ou de um ou mais *swaps* de moedas. Importante lembrar que estes mecanismos não são capazes de cobrir o período usualmente longo de implantação, o que pressupõe a sua renovação com os custos vigentes à época.

Como o empreendimento deve ser entregue no conceito de pronto e operando, isso impõe a existência do risco de mercado atrelado à comercialização do empreendimento (gestão operacional, usuários, prestadores de serviços, etc.) e suas derivações (inadimplência e rescisões).

Em síntese, os investidores estarão sujeitos a determinados riscos provenientes da conjuntura econômica que são de difícil mitigação. Os critérios adotados, como a busca de um patamar mínimo de inserção mercadológica antes da colocação das quotas, a transferência dos riscos de variações dos preços dos insumos para a construtora ou o comprometimento dos empreendedores em dar suporte financeiro à SPE, devem mitigar os riscos oriundos da conjuntura econômica, mas não asseguram a manutenção do lastro das quotas ancorada no valor do empreendimento pronto e operando.

5.3 RISCOS RELACIONADOS AO MERCADO IMOBILIÁRIO E SEUS NEGÓCIOS

Segundo a ABNT [2002], o risco de mercado setorial é resultante de variações de oferta e demanda, bem como respectivos níveis de preço de insumos e produtos do setor. Risco não-sistemático (também chamado de risco diversificável) está ligado a um setor da economia ou uma empresa em particular e que afeta apenas empresas específicas. É a possibilidade de perdas mediante movimentos desfavoráveis nos valores dos ativos,

⁵⁰ Vale enfatizar que as variações cambiais também afetam a construtora à medida que podem provocar incrementos nos preços dos insumos, materiais e equipamentos. Cabe ao construtor especificar e selecionar preferencialmente produtos que tenham sempre um similar fabricado no Brasil, e que na elaboração do preço fechado incorporem margens para proteção contra variações cambiais.

títulos ou instrumentos do mercado financeiro vinculados a um determinado setor da economia.

Ao aplicar seus recursos financeiros num determinado setor, um investidor deve estar ciente que passa a incorrer riscos diretamente associados às atividades inerentes às empresas ligadas àquele segmento econômico. As relações comerciais vigentes num setor (clientes, consumidores, concorrentes, fornecedores, legisladores, etc.) são diferentes e, portanto, ao ingressar no mercado imobiliário, o investidor deve compreender quais os riscos associados e as proteções possíveis.

5.3.1 Legislação

O setor de real estate está sujeito a extensa regulamentação que poderá implicar maiores despesas, obstrução do desenvolvimento de determinados empreendimentos ou de outra forma afetar adversamente as atividades de um fundo imobiliário, impactando negativamente seus resultados.

A COINVALORES [2007], no prospecto do FII ANDRÔMEDA, destaca que os imóveis poderão até ter sua destinação e uso afetados por eventuais mudanças nas normas regulatórias de uso e ocupação do solo. Atrasos na aprovação dos projetos por parte de órgãos públicos competentes podem comprometer os resultados dos empreendimentos.

A RIO BRAVO [2007], no prospecto do FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS, destaca que:

Os projetos que estruturam e embasam o empreendimento estão pendentes de aprovação por parte do Poder Público, o qual poderá impor exigências e modificações nos projetos quanto aos impactos da edificação, em especial os impactos sobre o meio ambiente e sobre a rede viária. O retorno dos investimentos realizados pelos quotistas está diretamente vinculado à finalização das obras da expansão do empreendimento, sendo assim, quanto maior o tempo para aprovação dos referidos projetos e, conseqüente, finalização das obras, maior prazo para retorno do capital investido.

A locação dos imóveis podem ainda estar sujeita a condições peculiares que podem gerar riscos à condução dos negócios e impactar de forma adversa os resultados operacionais do fundo imobiliário. Situações análogas podem ser identificadas para outros instrumentos relacionados ao negócio. Contratos de prestação de serviços, memorandos de entendimentos, ordens de compra de equipamentos e outros

compromissos assumidos podem ter a sua legalidade questionada, inclusive em termos de autorizações e poderes para serem firmados. É nesse aspecto que se trata a insegurança jurídica no desenvolvimento de novos empreendimentos.

Segundo a ABNT [2002], risco legal é decorrente de mudanças de legislação que afetem o empreendimento, inclusive no que se refere à tributação. São outros exemplos desses riscos: [i] aspectos legais (situação legal, validade da garantia dos ativos, processo de execução da garantia – se for necessário –, transferência da administração do *portfolio*); [ii] procedimentos, prazos e custos de execução de garantias hipotecárias; e [iii] baixa qualidade das garantias e justiça morosa.

Na estruturação e colocação das quotas de um fundo imobiliário, e também durante a sua operação, são firmados instrumentos jurídicos como contratos, regulamentos, acordos, etc. com base na legislação em vigor. A alteração das regras operacionais e tributárias pelos órgãos competentes pode impactar as atividades de um fundo imobiliário e sua capacidade de gerar renda estável para os quotistas. Pode haver o risco, inclusive, de não escrituração do imóvel após a quitação da promessa de compra e venda, conforme afirma a CAIXA [2004] no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE:

Conforme previsto na promessa de venda e compra, no ato da quitação do preço de aquisição do imóvel objeto do fundo, será outorgada pelas promitentes vendedoras a escritura definitiva de compra e venda do imóvel. Se, por motivo qualquer, houver algum empecilho à outorga da escritura, tais como a impossibilidade de emissão de certidão negativa de tributos do promitente vendedor ou mesmo sua negativa infundada de outorga de escritura, o fundo poderá promover processo de adjudicação compulsória do imóvel através do qual requererá em juízo a transmissão de sua propriedade ao fundo.

Além disso, alterações na legislação – trabalhista, comercial, fiscal, cambial, financeira, ambiental, de defesa do consumidor e propriedade intelectual – pode refletir em maiores custos ou menores receitas, implicando diretamente nos resultados econômico-financeiros da SPE e/ou do fundo imobiliário. Em particular à questão do regime tributário vigente para os investidores em quotas de fundo imobiliário, o BANCO OURINVEST [2007], no prospecto do FII NOSSA SENHORA DE LOURDES, alerta que:

A Lei nº 9779/99 estabelece que os fundos de investimento imobiliário são isentos de tributação sobre a sua receita operacional desde que apliquem recursos em empreendimentos imobiliários que não tenham como construtor, incorporador ou sócio, quotista que detenha mais de 25% (vinte e cinco por cento) das quotas do fundo. Ainda de acordo com a mesma Lei, os rendimentos distribuídos aos quotistas e os ganhos de capital auferidos são tributados na fonte pela alíquota de 20% (vinte por cento). Não obstante, de acordo com o artigo 3º, parágrafo único, inciso II, da Lei nº 11.033/04, alterada pela Lei nº 11.196/05, ficam isentos do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelo fundo cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. Esclarece, ainda, o mencionado dispositivo legal que o benefício fiscal de que trata: a) será concedido somente nos casos em que o fundo possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas; b) não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo fundo ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo. Embora estas sejam as regras tributárias vigentes para os fundos imobiliários, existe o risco de que possam ser modificadas no contexto de uma eventual reforma tributária. Além disso, mesmo que a Lei não seja alterada, existe a possibilidade de que a Secretaria da Receita Federal venha a entender diferentemente da Instituição Administradora no tocante a questão abordada, quando trata do não enquadramento do fundo como pessoa jurídica para fins de tributação. Nessa última hipótese, o fundo passaria a sofrer a incidência de IR, PIS, COFINS, Contribuição Social nas mesmas condições das demais pessoas jurídicas, com reflexos na redução do rendimento a ser pago aos quotistas.

À medida que essas alterações afetam a percepção de atratividade dos investimentos nas quotas, os preços praticados e as ofertas de compra e venda também são diretamente impactados no mercado secundário, tendo o formador de mercado um papel coadjuvante na definição de novos patamares de transação.⁵¹ Assim como os investidores, os empreendedores estão sujeitos a um regime tributário vigente que se alterado pode afetar a rentabilidade e atratividade do seu negócio.

Importante lembrar que os investidores estrangeiros ao analisar a possibilidade de aportar recursos num determinado país sempre verificam as proteções legais

⁵¹ Vale destacar que a promulgação da legislação de isenção de imposto de renda a pessoas físicas provocou uma elevação nos preços praticados no mercado secundário de quotas de fundo imobiliário, principalmente daqueles fundos com maior liquidez e quantidade de investidores. Numa situação semelhante, o formador de mercado teria quase que obrigatoriamente aceitar comprar e/ou vender quotas neste novo patamar de valor.

proporcionadas aos investidores imobiliários. Empresas especializadas em consultoria imobiliária em âmbito internacional auxiliam os investidores nesse processo.

A JONES LANG LASALLE [2006] criou até um índice, denominado de *Real Estate Transparency Index*, para avaliar diversos mercados com base nos seguintes quesitos: disponibilidade de informações de mercado e financeiras; ambiente regulatório e legislativo; segurança de titulação e defesa de propriedade; transparência financeira e governança corporativa das empresas imobiliárias de capital aberto; e leis de zoneamento e código de obras. Segundo CARVALHAES [2006], o Brasil passou a ocupar o nível 3 (anteriormente de 4) de uma escala de 01 (altamente transparente) a 05 (opaco) em virtude do aprimoramento da disponibilidade de dados fundamentais de mercado.

No que tange aos riscos legais, os critérios de governança protegem os investidores ao exigir que os empreendimentos estejam aprovados perante os órgãos públicos e parcialmente comercializados. Em termos de ônus adicionais, o empreendedor deve, com a adoção dos critérios, dispor de recursos para cobrir eventuais aumentos ou criação de alíquotas de tributos, ou ainda custos decorrentes de novas exigências provenientes de mudanças nas regras aplicáveis ao empreendimento (códigos de obras, resoluções ambientais, etc.) ou de atos dos administradores públicos.

Contudo, não são capazes de proteger totalmente os investidores de legislações que imponham obrigações ao empreendedor com as quais este não possa cumprir. Caberá ao administrador do fundo imobiliário, conduzir aos investidores numa Assembléia Geral de Quotistas eventuais pleitos apresentados pelo empreendedor, que sejam oriundos de alterações severas no arcabouço jurídico e criem barreiras legais à implantação do empreendimento⁵².

5.3.2 Inserção Mercadológica

Ao buscar uma alternativa de investimento em relação a que tem aplicado seus recursos, investidores sempre analisam a qualidade do produto em si para o qual pretendem

⁵² Para exemplificar, tal alteração pode ser a declaração de utilidade pública para fins de desapropriação de uma fração ou a totalidade da área do imóvel sobre o qual um projeto será implantado. Essa situação representa um empecilho ao desenvolvimento do empreendimento concebido, que deverá ser motivo de uma proposição do empreendedor aos quotistas de fundo, seja de revisão ou desistência do projeto.

migrar parte de sua poupança. Quando um investidor escolhe adquirir um produto imobiliário, a aplicação dos seus recursos financeiros concretiza-se na aquisição de uma fração de um empreendimento ou de um *portfolio* desses que tem uma determinada capacidade de gerar renda em função da inserção mercadológica para o qual fora concebido⁵³.

A análise da qualidade do produto securitizado tem diversas vertentes, sendo a principal delas o modo segundo o qual o produto em si foi estrategicamente planejado e definido do ponto de vista de formatação. Nessa etapa, identificam-se os resultados a serem disponibilizados pelo empreendimento, inclusive no que se refere à sua origem e forma, e os possíveis impactos para a formação do lastro do empreendimento.

Busca-se reconhecer as particularidades de empreendimentos de base imobiliária que formam o lastro do investimento e que podem afetar a sua constituição. Existem inúmeros atributos que caracterizam os empreendimentos de base imobiliária, dentre os quais podem ser destacados: localização (região), infra-estrutura da circunvizinhança (acesso, transportes, segurança restaurantes, bares, hospitais, padarias, praças e parques, etc.), tipo de uso da base física e respectiva diversificação, ocupantes do empreendimento (quantidade e qualidade)⁵⁴, padrão de acabamento (por exemplo, a qualidade do material utilizado e da obra), estrutura tecnológica, conversibilidade e flexibilidade de usos e outros associados à base física e sua destinação como empreendimento de base imobiliária.

⁵³ Vale ressaltar que produtos de base imobiliária (por exemplo, hotéis e shoppings) não são diretamente comparáveis entre si e que sua capacidade de geração de renda para o investidor está intimamente atrelada à sua inserção de mercado e, por sua vez, a um planejamento de produto competente.

⁵⁴ A identificação dos ocupantes de um empreendimento de base imobiliária é crucial para a qualidade do investimento. Entenda-se como ocupante ou usuário toda entidade (seja pessoas físicas, como clientes, consumidores, hóspedes, etc., ou pessoas jurídicas, como empresas locatárias, promotoras de eventos, etc.) que é responsável pela geração de receitas e, conseqüentemente, resultados para os investidores.

Para exemplificar, a qualidade do futuro ocupante é decisiva numa operação denominada de *build-to-suit*, onde empresas especializadas procuram um terreno dentro de um padrão definido por um cliente (o futuro ocupante), propõem não a compra, mas a cessão do terreno por um certo período, fazendo a edificação para o ocupante segundo especificações deste e firmando um contrato de locação com o proprietário (ou equivalente). Em seguida, o imóvel é alugado à empresa que o ocupará por um longo prazo. Findo o prazo contratual e na hipótese que não seja renovado, a área e o imóvel ficam com o dono do terreno, que pode utilizá-lo da forma que bem entender.

Cabe ao empreendedor reconhecer o público-alvo (necessidades e anseios), fazer análises de mercado, pesquisas com potenciais clientes e de produto (concorrentes em quantidade, preços, qualidades, oportunidades de melhoria e resultados) para definir o produto e sua estratégia de inserção (marketing e canais de comunicação).

Determinados atributos do empreendimento podem representar, durante o ciclo de implantação, riscos de inadimplência por parte do empreendedor da obrigação de colocar o empreendimento em plenas condições operacionais para produzir resultados financeiros. Em função da necessidade de desenvolver produtos de maior qualidade agregada em função da demanda mais bem qualificada, os empreendedores podem implementar sistemas de qualidade e melhoria da produtividade durante a implantação, inclusive por meio do emprego de novos sistemas construtivos que aceleram o prazo de construção.

Os riscos inerentes à inserção mercadológica estão associados à capacidade do empreendimento de base imobiliária atrair e manter seus clientes e consumidores, mesmo na presença de concorrentes e de produtos alternativos competitivos. Condições econômicas adversas nos locais onde está situado o empreendimento, inclusive com a redução do interesse de potenciais ocupantes em espaços como os disponibilizados pelo empreendimento, podem afetar adversamente seus níveis de ocupação e locação e, conseqüentemente, os seus resultados operacionais. A CAIXA [2004], no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE, afirma que:

Os quotistas do Fundo farão jus ao recebimento de rendimentos que lhes serão pagos a partir da percepção pelo Fundo dos valores que lhes forem pagos pelos futuros locatários a título de locação da fachada das obras do imóvel para instalação de material publicitário ou da própria locação das unidades autônomas do Imóvel. Assim, por todo tempo em que o imóvel estiver locado, o Fundo estará exposto aos riscos de crédito inerentes às transações deste tipo de negócio. Na eventualidade de não renovação de qualquer contrato de locação do Imóvel ou mesmo de sua rescisão por qualquer motivo, o Fundo passará a estar exposto aos riscos inerentes à demanda existente por locação do imóvel, não sendo a instituição administradora responsável por quaisquer variações nos resultados do Fundo em decorrência de flutuações nessa demanda. Ademais, na locação do imóvel o Fundo deverá suportar os riscos de crédito dos futuros locatários.

Corre-se ainda o risco de clientes ou consumidores terem uma percepção negativa quanto à segurança, conveniência e atratividade dos imóveis e das áreas onde estão localizados. No que se refere ao interesse de potenciais locatários pelos imóveis em construção, a COINVALORES [2007], no prospecto do FII ANDRÔMEDA, sinaliza que:

Conforme mencionado no Regulamento, o Fundo terá a sua receita proveniente da locação dos imóveis a serem adquiridos com os recursos provenientes da emissão das quotas. Deve ser destacado que, como os imóveis se encontram em fase de construção, e, portanto, ainda não se encontram locados, existe o risco das receitas serem inferiores àquelas previstas na análise econômica. Há, também, o risco de não-locação ou vacância prolongada dos imóveis, e o risco de descumprimento pelo locador ou pelos locatários, às cláusulas do Instrumento Particular de Contrato de Locação de Bens Imóveis e Acessórios, o que também acarretaria o risco das receitas serem inferiores àquelas previstas na Análise Econômica.

Mesmo na hipótese de que os espaços ofertados sejam locados com relativa facilidade, os quotistas do fundo estarão sempre sujeitos ao desempenho dos locatários. O BANCO OURINVEST [2007], no prospecto do FII NOSSA SENHORA DE LOURDES, destaca que:

O investimento em quotas de um fundo de investimento imobiliário é uma aplicação em valores mobiliários de renda variável, o que pressupõe que a rentabilidade do quotista dependerá da valorização imobiliária e do resultado da administração do imóvel objeto do patrimônio do Fundo. No caso em questão, os rendimentos a serem distribuídos aos quotistas dependerão dos resultados obtidos pelo Fundo com a locação do imóvel de seu patrimônio para a empresa Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A. Cabe observar que o prazo de locação é de 20 (vinte) anos. Pode, no entanto, vir a ocorrer que, no futuro, esse contrato seja rescindido, fato que obrigaria a Instituição Administradora a ter que negociar a nova locação em condições de mercado. Deve ser salientado, ainda, que a partir da data em que for obtido o habite-se relativo à expansão do empreendimento como um todo, o valor fixo do aluguel então vigente será automaticamente majorado, de acordo com o que estabelece o Contrato de Locação de Imóvel não Residencial (“Contrato de Locação”). Não obstante, deve ser considerada pelo potencial investidor a possibilidade da obra de expansão não ser concluída no prazo previsto, o que poderia trazer reflexos negativos na rentabilidade do Fundo.

Além disso, o setor imobiliário no Brasil é altamente competitivo de forma que a condição financeira e os resultados das operações de um fundo imobiliário podem ser adversamente afetados caso não seja capaz de responder a tal concorrência. Um fundo

imobiliário pode ser afetado pelas condições do mercado imobiliário local ou regional, tais como excesso de oferta de empreendimentos em certa região.

A construção de novos empreendimentos de base imobiliária próximos aos adquiridos pelo fundo imobiliário ou a oferta de outros espaços com características semelhantes poderá dificultar a sua capacidade em renovar as locações ou locar para novos inquilinos, o que poderá requerer investimentos não programados, prejudicando os negócios do fundo imobiliário. A CAIXA [2004], no prospecto do FII ALMIRANTE BARROSO [2004], coloca que:

O valor do imóvel e a capacidade do fundo em realizar a distribuição de resultados aos seus quotistas poderão ser adversamente afetados devido a alterações nas condições econômicas, à oferta de outros espaços comerciais com características semelhantes às do Imóvel e à redução do interesse de potenciais locatários em espaços como os disponibilizados pelo Imóvel.

A atuação da concorrência pode influenciar negativamente um empreendimento, à medida que seja desenvolvido um produto inovador por um concorrente. Nesse sentido, há que se monitorar competidores e tentar antecipar-se para evitar eventuais perdas de mercado. Em relação à depreciação e desatualização funcional do empreendimento, a COINVALORES [2007], no prospecto do FII ANDRÔMEDA, constata que:

A depreciação foi estimada no Estudo de Viabilidade Econômica ... em 2,5% do valor da locação a ser recebido. Eventualmente este valor pode não ser suficiente para manter o valor dos bens objeto do Fundo. O reinvestimento para a realização de benfeitorias é de responsabilidade do locatário do imóvel e o Fundo poderá, ou não, após o término do prazo de locação, adquiri-las. Os imóveis que serão adquiridos pelo Fundo podem se tornar obsoletos tecnologicamente, com o decorrer do tempo, pois o avanço das técnicas construtivas é constante.

É inegável, de acordo com SANTOS [2002], o caráter altamente dinâmico de variáveis sociais principalmente nesses tempos da globalização ‘cultural’ decorrente da própria internacionalização dos mercados, da Internet e dos avanços das telecomunicações. O consumidor a cada dia torna-se mais exigente, e para isso conta com novas leis e fortalecidos pelos órgãos de defesa, em termos de qualidade, garantias, assistência técnica e condições de pagamentos, considerando-se preços, prazos e taxas de juros.

Compreender as tendências das variáveis sociais permitirá a antecipação às mudanças de valores e, por conseguinte, às novas formas e hábitos de consumo da sociedade.

Para mitigar os riscos de inserção mercadológica, foi proposto um critério específico que busca proteger os investidores num patamar mínimo, representado por um volume mínimo de contratos de locação, arrendamento ou equivalente, dos espaços firmados antes da colocação das quotas no mercado. Todavia, isso não assegura que os espaços remanescentes sejam locados e nem que os contratos assinados sejam cumpridos. Condições mercadológicas adversas ou mais interessantes para os futuros ocupantes podem fazer com que estes aceitem as penalidades ou abram mão das oportunidades de estarem inseridos no empreendimento de base imobiliária em implantação.

Cabe ao empreendedor demonstrar no prospecto de distribuição das quotas com a maior clareza possível a capacidade do empreendimento em atrair e manter ocupantes com boa qualidade e capacidade creditícia, de tal modo a incentivar os investidores a aplicar os seus recursos. Importante destacar que sempre existirá o risco de crédito dos futuros locatários do empreendimento quando este estiver em operação, o qual acabará sempre por recair para os investidores durante o ciclo operacional. Como avaliação dos potenciais ocupantes pode ser subjetiva, fica a cargo dos investidores analisar o perfil destes⁵⁵.

5.3.3 Incorporação e Construção Civil

A conclusão dos projetos dentro do cronograma e a qualidade da mão-de-obra nas construções dependem de certos fatores que estão além do controle dos investidores em quotas de um fundo imobiliário.

⁵⁵ Para exemplificar, recentemente uma das instituições financeiras de maior destaque no mercado brasileiro, com um crescimento vertiginoso, firmou um contrato de locação de longo prazo para ocupar um edifício de escritórios de alto padrão localizado na Marginal Pinheiros de São Paulo, região nobre para empreendimentos deste segmento. Na época, considerava-se que a instituição era um excelente ocupante com grande capacidade de honrar o contrato até o dia em que o Banco Central decretou uma intervenção que, mais tarde, acarretou na falência do Banco Santos, obrigando o proprietário do imóvel a buscar outro locatário.

Eventuais problemas de atrasos e falhas nos empreendimentos causados por construtoras terceirizadas podem ter um efeito adverso na imagem, nos negócios (p.ex. aumento nos custos de construção ou a rescisão de contratos de locação) e sujeitar até a imposição de responsabilidade civil ao fundo imobiliário. Em relação aos riscos relacionados a atrasos para conclusão da obra e aumentos de custos, a MERCÚRIO [1998], no prospecto do FII MOINHOS DE VENTO, afirma que:

Enquanto a obra não estiver finalizada, existe o risco de elevação dos custos de construção e implantação em relação ao orçamento original. Fatores como alterações nos projetos originais, paralisação/desmobilização das obras por atrasos nos pagamentos ao construtor com conseqüentes encargos de multas, financiamento da instalação de lojistas no shopping, ações judiciais promovidas por proprietários de prédios vizinhos alegando prejuízos em seu patrimônio e pleiteando indenização, etc. podem provocar um significativo incremento nos custos do projeto. Atrasos na entrega da obra por fatores alheios à vontade do construtor, fundamentados, exemplificativamente, no inadimplemento dos compromissos do fundo perante aquele, podem postergar o início da operação do hotel, adiando o início do retorno de tal investimento.

Na maioria das obras executadas no Brasil, os construtores contratam apólices de seguros para cobrir eventuais danos causados por eventos fora do seu controle. Todavia, perdas não cobertas por seguros contratados podem resultar em prejuízos, o que poderá gerar efeitos adversos sobre os negócios de um fundo imobiliário, como a HEDGING-GRIFFO [2007], no prospecto do FII HG REAL ESTATE, ilustra:

No caso de sinistro envolvendo a integridade física dos imóveis segurados, os recursos obtidos pela cobertura do seguro dependerão da capacidade de pagamento da companhia seguradora contratada, nos termos da apólice exigida, bem como as indenizações a serem pagas pelas seguradoras poderão ser insuficientes para a reparação do dano sofrido, observadas as condições gerais das apólices. No caso de sinistro envolvendo a integridade física dos imóveis não segurados, a administradora poderá não recuperar a perda do ativo. A ocorrência de um sinistro significativo não segurado ou indenizável, parcial ou integralmente, pode ter um efeito adverso em nossos resultados operacionais e condição financeira.

A adoção de tecnologia, componentes e sistemas construtivos inovadores, que não tenham sido alvo de experiências bem-sucedidas em outros empreendimentos em condições análogas, podem acarretar em riscos na construção. SANTOS [2002] exemplifica possíveis riscos tecnológicos: perdas geradas pela desatualização do sistema

de produção, perdas geradas pela desatualização do sistema de processamento de dados, perdas geradas pela não-utilização ou utilização inadequada dos recursos da Internet, gastos irre recuperáveis com desenvolvimento de tecnologias e gastos com aquisição de tecnologias inadequadas. FINNERTY [1999] afirma que:

O risco tecnológico existe quando a tecnologia, na escala proposta para o projeto, não apresentar desempenho de acordo com as especificações, ou se tornar prematuramente obsoleta. O risco de obsolescência técnica posterior à conclusão se torna especialmente importante quando um projeto envolve uma tecnologia no estado da arte num setor cuja tecnologia está em rápida evolução.

No que diz respeito à execução de obras, os avanços tecnológicos não têm uma dinâmica tão acelerada quanto ao surgimento de equipamentos e sistemas instalados em empreendimentos de base imobiliária, os quais são cada vez mais modernos e eficientes, buscando até mesmo automatizar uma série de controles e operações ligadas às atividades gerenciais da edificação.

Outra questão relacionada com as obras e equipamentos necessários à implantação é o trato com o meio ambiente. Os aumentos da prosperidade econômica e do padrão de vida, observados em sociedades modernas, podem, segundo KOCHEN [2003], levar, paradoxalmente, a uma redução da qualidade global de vida, causada pela degradação do meio ambiente. Problemas ambientais podem ser causados por consumo excessivo de recursos naturais e pela emissão de efluentes e resíduos danosos ao meio ambiente.

Segundo FINNERTY [1999], “o risco ambiental se faz presente quando os efeitos do projeto sobre o meio ambiente possam causar atrasos ao desenvolvimento do projeto ou torne necessário um oneroso reprojeito”. Nesta questão do meio ambiente, a RIO BRAVO [2007], no prospecto do FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS, destaca que:

Apesar do empreendimento e de sua expansão estarem situados em região urbana dotada de completa infra-estrutura, problemas ambientais podem ocorrer, em especial os decorrentes de vazamento de esgoto sanitário provocado pelo excesso de uso da rede, acarretando assim na perda de substância econômica de imóveis situados nas proximidades das áreas atingidas por estes.

FINNERTY [1999] coloca que as freqüentes mudanças na regulamentação ambiental nos Estados Unidos (tanto no nível federal quanto no estadual), e, muitas vezes, *lobbies*

agressivos e desafios legais montados por grupos de ambientalistas, deram margem a riscos ambientais significativos para projetos sensíveis nos EUA. A partir do momento em que objeções ambientais foram feitas através de processo político, estas darão margem ao surgimento do risco político. São exemplos de riscos de natureza ambiental que podem afetar adversamente um projeto:

- Morosidade dos processos de licenciamento ambiental que são obrigatórios para atividades que causam poluição ou exploram os recursos naturais;
- Imprevisibilidade dos gastos;⁵⁶
- Remanejamento de famílias atingidas por barragem de uma usina;
- Exigências de órgãos ambientais;
- Decisões judiciais desfavoráveis e protelatórias;
- Intransigente defesa por parte do Ministério Público de uma interpretação legal às vezes distorcida da realidade brasileira, sem consideração dos trade-offs;
- Rito do processo de licenciamento ambiental, excessivamente longo e repleto de consultas públicas;
- Temor dos técnicos e dirigentes das entidades de licenciamento ambiental quanto à possibilidade de serem acusados de crime ambiental, por efeito de parecer técnico ou de decisão consignado em processo administrativo de licenciamento;
- Respeito aos interesses coletivos; e
- Custos com compensações ambientais⁵⁷.

⁵⁶ Um dos exemplos notórios de imprevisibilidade de gastos é o caso da Hidrelétrica de Barra Grande na divisa do Rio de Grande do Sul e Santa Catarina. Com investimento total da ordem de R\$ 1,5 bilhão, os custos sócio-ambientais, segundo os administradores da Usina, devem ficar em cerca de R\$ 230 milhões, diante da previsão inicial de R\$ 136 milhões (p.ex. os gastos para unidades de conservação ambiental, como a criação do banco de germoplasma, somarão R\$ 53 milhões, incluídos R\$ 23 milhões para a compra da área de floresta nativa). Além disso, a hidrelétrica teve de interromper as obras de desmatamento de uma encosta coberta de araucárias às margens do Rio Pelotas por conta da morte de um funcionário da empresa em confronto com um grupo do Movimento dos Atingidos por Barragens (MAB), contrário à construção de hidrelétricas no país.

O processo de licenciamento ambiental busca conciliar preservação do meio ambiente e da biodiversidade, responsabilidade social e desenvolvimento econômico⁵⁸. Para isso, é fundamental fazer conscientização sobre a necessidade de cuidados para prevenir a poluição (p.ex. atmosférica urbana ou contaminação de corpos d'água) e a degradação ambiental (p.ex. oxigenação das bacias hidrográficas e contaminação destas por coliformes fecais e metais pesados).

No intuito de reduzir os riscos ambientais, os empreendedores conscientes buscam compatibilizar o empreendimento com o meio ambiente, de modo a evitar irrecuperáveis danos ambientais, principalmente em APP's⁵⁹, áreas indígenas, áreas tombadas, áreas decretadas Reserva da Biosfera pela UNESCO, áreas de mananciais, áreas com interesse arqueológico (sítios arqueológicos e bens históricos), áreas contaminadas (zonas industriais de fontes menos poluidoras, intermediárias e prioritárias)⁶⁰, etc. Evita-se assim impactos ambientais adversos como a destruição de florestas primárias em

⁵⁷ São exemplos de medidas compensatórias e mitigadoras: o reflorestamento de áreas impactadas por meio do plantio de mudas e/ou transplante de árvores, a criação de parques, a implementação programas de educação ambiental, a aquisição de veículos e equipamentos de combate a incêndios, a incorporação de áreas passíveis de invasão, a restauração de bens históricos, etc.

⁵⁸ É importante diferenciar empreendimentos que têm um grande e inegável impacto social e ambiental, como é o caso das usinas hidrelétricas que demandam a construção de grandes reservatórios de água, com o obrigatório deslocamento de moradores.

⁵⁹ Áreas de preservação permanente (APP's), estabelecidas pelo Código Florestal e outros diplomas, são espaços territoriais especialmente protegidos, nos quais a intervenção humana e as atividades econômicas devem ser mínimas.

⁶⁰ Os imóveis considerados como suspeitos de contaminação incluem aqueles utilizados anteriormente por indústrias química, petroquímica, metalúrgica, farmacêutica, montadora, têxtil, tinturaria, depósitos de resíduos, de materiais radioativos, de materiais provenientes de indústrias químicas, aterros sanitários, cemitérios, áreas de mineração, hospitais e postos de abastecimento de combustível.

Em determinadas regiões de São Paulo, alguns empreendimentos estão sendo implantados em áreas ocupadas anteriormente por indústrias. O intenso processo de verticalização da cidade transformou em imóveis propícios para novos projetos aqueles terrenos industriais localizados em bairros residenciais valorizados ou em zonas de comércio e escritórios importantes. São exemplos de imóveis que foram reutilizados a fábrica da Copenhagen no Itaim (complexo de escritórios e hotel denominado de Brascan Century Plaza), os depósitos da Petrobrás (Shopping Market Place do Grupo Jereissati) e os da Ciba Geigy (Sede do BankBoston), ambos no Brooklin.

Um exemplo dos riscos ambientais envolvidos na implantação de empreendimentos nestas áreas é o caso das obras do complexo de escritórios denominado ROCHAVERÁ, desenvolvido pela TISHMAN SPEYER-MÉTODO (TSM), na Marginal Pinheiros em São Paulo. Após a constatação de contaminação do solo por produtos químicos (pesticida de nitrogenados), a CETESB exigiu da empresa a limpeza do terreno, usado anteriormente como fábrica da empresa de biociência NOVARTIS, para retirada de porções do solo, sua disposição em aterro sanitário industrial cadastrado pelo referido órgão e a construção de estação de tratamento de água para evitar acidentes ambientais em caso de contaminação das águas subterrâneas. Tal tipo de evento tende a afetar os prazos e os custos das obras, quando não, pode inviabilizar o empreendimento.

excelente estado de conservação, que abrigam animais ameaçados de extinção e cachoeiras da região.

Recentemente, o conceito de desenvolvimento sustentável tem sido difundido cada vez mais. Segundo a definição do documento “*Our Common Future*”, conclusão dos trabalhos realizados em 1987 pela Comissão Mundial da ONU sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (Unced), “o desenvolvimento sustentável é o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer as futuras gerações”. Segundo ALTENFELDER [2004], “tal forma de desenvolvimento pressupõe expansão econômica permanente, com melhoria nos indicadores sociais, além da preservação ambiental”. Dentro deste tema e até para reduzir os riscos relacionados às questões ambientais, surgiu o conceito de *Green Building* que utiliza tecnologias mais eficientes, com menor consumo de energia, explorando o uso de materiais reciclados e madeira certificada, além de tirar proveito da luz natural e da reutilização da água.

A infra-estrutura disponível no entorno do imóvel, como malha viária, redes de telecomunicações e sistema de transportes, afeta diretamente a capacidade e as condições para que o empreendimento seja implantado. A implantação do(s) empreendimento(s) depende de insumos (materiais, equipamentos, mão-de-obra e serviços públicos, em especial o fornecimento de água e energia elétrica), cuja diminuição ou interrupção de suprimento, ou ainda a volatilidade dos preços poderá causar dificuldades na implantação do(s) empreendimento(s) e, conseqüentemente, nos resultados dos negócios do fundo imobiliário. Segundo FINNERTY [1999]:

Especialmente em relação a projetos de recursos naturais, há o risco de que os recursos naturais, matérias-primas ou outros fatores de produção sejam exauridos ou se tornem indisponíveis durante a vida do projeto. Como regra geral, deve-se esperar que as reservas passíveis de extração durem pelo menos duas vezes mais do que as reservas que serão extraídas durante o período de serviço da dívida do projeto. Os credores de um projeto quase sempre exigirão um estudo de reservas independente para determinar a adequação das reservas minerais para um projeto de recursos naturais.

A disponibilidade de mão-de-obra qualificada, tanto em termos de equipes de trabalho como em termos de remuneração adequada, pode também afetar o desenvolvimento de um empreendimento de base imobiliária. Condições precárias ou inadequadas de

trabalho na implantação do empreendimento também são alvo de potenciais riscos relacionados à Construção Civil.⁶¹ Segundo SANTOS [2002]:

Em todas as áreas e níveis funcionais podem ocorrer ações intencionais que redundam em prejuízos para a empresa, como por exemplo perdas decorrentes de: roubo de materiais do estoque ou de outros objetos da empresa (não do estoque), operações financeiras obscuras com vistas a beneficiar funcionários, compras por valores superavaliados, vendas por valores subavaliados, incêndios intencionais, e contratação de funcionários com problemas na justiça ou não capacitados (currículo falso) para os cargos.

Em muitos sistemas de monitoração de fraude, segundo PONTES [2005], a detecção só ocorre quando a perda já é irreversível. A lentidão da detecção de um novo esquema de fraudes e implementação de uma defesa efetiva estende consideravelmente o tempo de atuação deste esquema. Além disso, os fraudadores são rápidos em pesquisar e alterar os esquemas fraudulentos para superar as novas defesas ou encontrar novas vulnerabilidades.

Logo, sofre menores perdas quem for mais ágil na detecção de novos esquemas e mais capaz de implementar barreiras seguras. PONTES [2005] complementa que o gerenciamento dos riscos de fraudes deve levar em consideração os valores gastos para monitoração, detecção e prevenção, em relação aos valores de perdas e, portanto, certos níveis de fraudes são toleráveis e não podem ser controlados.

A auditoria interna trata-se de um elemento-chave no processo de avaliação contínua dos processos e atividades das empresas. Busca uma atuação proativa no entendimento e análise das estratégias das empresas e como os riscos estão inseridos nos respectivos processos de negócios.

Segundo NOGUEIRA [2005], a auditoria contínua e preventiva seria capaz detectar e corrigir o desrespeito a compromissos trabalhistas, tributários, financeiros e ambientais, permitindo assim a certificação do cumprimento da legislação e das cláusulas contratuais, uma redução de custos e uma melhora na performance técnica e econômico-

⁶¹ Algumas empresas do setor estão aderindo ao Pacto Global da ONU. Assim, elas se comprometem a não utilizar mão-de-obra escrava ou oferecer condições degradantes de trabalho. Trata-se de uma carta de princípios de responsabilidade sócio-ambiental, mas que evita eventuais penalidades impostas civil e criminalmente pela legislação trabalhista.

financeira. NOGUEIRA [2005] alerta que, por força da “responsabilidade solidária” prevista em lei, o contratante também tem de arcar com encargos e obrigações quando estes não são cumpridos. Segundo NOGUEIRA [2005]:

O controle efetivo de um empreendimento passa pela aferição detalhada dos seguintes tópicos: aplicação a normas e procedimentos internos; qualificação das empresas envolvidas; formalização de editais e cartas-convite; análise técnica e comercial das propostas recebidas; valor real de cada contratação praticado pelo mercado; cumprimento preciso da legislação por parte de cada contratado; elaboração de contratos compatíveis com o objeto do mesmo; quantidade e qualidade paga em cada fatura conforme real quantidade e qualidade executada e também de acordo com o preço contratual; e adicionais de contrato com os devidos respaldos técnicos, comerciais e jurídicos.

Fatores naturais também podem influenciar as atividades de incorporação e construção. Segundo SANTOS [2002], “fenômenos naturais como clima, furacões, terremotos e maremotos podem significar riscos para a empresa, sendo importante um mapeamento dos riscos naturais no âmbito do macroambiente de atuação da empresa”. SANTOS [2002] exemplifica os possíveis riscos naturais:

- ❑ Longos períodos de chuvas com eventual granizo ou longos períodos de estiagem;
- ❑ Não-caracterização ou consolidação de estações do ano, como inverno e verão; e
- ❑ Ocorrência de desastres do tipo terremotos, maremotos, furacões, geadas, ventos fortes (ocasionais) e vendavais.

Segundo FINNERTY [1999], riscos naturais e forças externas dizem respeito ao risco de que algum determinado evento possa prejudicar, ou impedir completamente, a operação do projeto por um período de tempo prolongado após a conclusão do projeto e sua entrada em operação. Tal evento pode ser específico ao projeto, como uma catastrófica falha técnica, uma greve ou um incêndio. Alternativamente, pode ser uma interrupção imposta externamente, como um terremoto que danifique as instalações do projeto, ou uma insurreição que prejudique a sua operação. FINNERTY [1999] coloca que:

Os credores normalmente insistem em serem protegidos de perdas causadas por força maior. Certos eventos de força maior, como incêndios e terremotos, podem ser garantidos por seguro. Os credores exigirão garantias das partes financeiramente capazes de que as exigências de serviço da dívida do projeto serão atendidas no evento de uma ocorrência de força maior. Se da ocorrência de um evento de força maior resultar o abandono do projeto, os credores geralmente exigirão a amortização da dívida em bases aceleradas. No caso de eventos cobertos por seguros, os credores exigirão que os patrocinadores dêem seu direito de recebimento de indenizações de seguro como garantia parcial dos empréstimos ao projeto. Os patrocinadores de projetos terão que reconstruir ou reparar o projeto – ou então quitar a dívida do projeto – com os recursos provenientes das indenizações de seguro, caso ocorra algum desses eventos segurados.

Todo esse conjunto de riscos, que até de forma resumida foram ilustrados nos parágrafos anteriores, são mitigados por meio dos dois primeiros critérios propostos (relacionados a obras e equipamentos e à conclusão da implantação).

A contratação de apólices de seguros para o empreendimento, de certa forma, transfere uma parte dos riscos citados para as seguradoras, que, obviamente, fazem uma auditoria nas características do projeto e no perfil dos seus proponentes antes de aceitá-los. A seguradora sempre fará uma análise da qualidade do tomador da apólice (a SPE), tanto em relação à sua capacidade técnica, administrativa, financeira como da sua idoneidade e reputação. Tal análise estende-se aos seus acionistas (o grupo empreendedor) e eventuais subcontratados (construtora, fornecedores e projetistas).

Todavia, pode-se eventualmente associar pontos importantes na elaboração dos projetos e antes da contratação das obras para reduzir alguns riscos como o uso de tecnologias comprovadamente eficientes e reconhecidas. Contudo, ficará a critério dos empreendedores com o aval das companhias seguradoras a validação de tais detalhes construtivos e operacionais.

Por fim, os critérios propostos incluem a contratação de um fiscal que será responsável por auditar o empreendimento e a SPE no sentido de identificar eventuais fraudes e falhas na administração dos negócios relacionados ao fundo imobiliário.

5.3.4 Parcerias e Sociedades

Ao adquirir uma participação em determinado empreendimento em fase de implantação, o investidor firma, por meio do fundo imobiliário, um instrumento particular de compromisso de venda e compra com um empreendedor e, caso sejam figuras distintas, também com o proprietário do imóvel, onde estará o empreendimento em prazo definido contratualmente.

Historicamente, os empreendimentos têm sido desenvolvidos por meio de uma sociedade composta por um grupo de empreendedores e/ou investidores (p.ex. o proprietário do imóvel), cujos interesses podem diferir daqueles mais convenientes ao fundo imobiliário. Por terem interesses antagônicos em determinadas situações, os investidores e os empreendedores podem tomar posições contrárias em relação à forma pela qual o empreendimento é desenvolvido.

Além disso, tal estrutura de múltiplos parceiros resulta em riscos adicionais, inclusive no que tange a potenciais problemas individuais de ordem financeira que afetam a SPE contra a qual o Fundo Imobiliário exerce seus direitos perante o empreendimento. Tais problemas podem advir inclusive de outros negócios que estão sendo conduzidos pelos empreendedores, os quais acabam por refletir indiretamente na SPE.

Disputas societárias entre os empreendedores podem levar a que decisões sejam postergadas ou, quando tomadas, sejam equivocadas, à medida que traduzem os anseios de um conjunto de acionistas da SPE em detrimento do que seria melhor para o empreendimento.

Vale ainda destacar que os fundos imobiliários adquirem também posições em sociedades com terceiros nos empreendimentos e, às vezes, sendo minoritários em relação ao condomínio como um todo. Isto enseja no risco em relação a decisões estratégicas que podem vir a serem tomadas pelos demais condôminos para o imóvel como um todo, afetando assim os interesses dos investidores. O BANCO OURINVEST [2002], no prospecto do FII FASHION MALL, destaca que:

Ao adquirir a totalidade dos 23,64% do São Conrado Fashion Mall, o fundo estará na condição de proprietário minoritário no empreendimento. A empresa Fashion Mall S.A., na qualidade de detentora de 61,46% do empreendimento, estará numa posição preponderante com relação ao fundo, assumindo, assim, um maior peso nas decisões relativas aos atos de gestão. Em tal condição, existe o risco de que atitudes sejam tomadas em função de interesses exclusivos do sócio majoritário em prejuízo dos sócios minoritários, inclusive o Fundo, e, conseqüentemente, dos quotistas.

Haja vista que o investidor aplica, com a assinatura do instrumento, recursos financeiros antes de o empreendimento estar completamente constituído e em operação (não performado), estabelece-se, desse modo, uma relação de confiança mútua na qual cada parte tem seus direitos e obrigações oriundas de cláusulas do instrumento e da legislação pertinente à natureza do negócio estabelecido.

Apesar de todas as proteções impostas por leis e regulamentações no âmbito do direito imobiliário, há sempre condições que podem levar ao descumprimento das obrigações ora assumidas pelo empreendedor no momento da venda do bem. Pesquisas sobre o histórico das empresas que participam do empreendimento podem apresentar indícios de problemas passíveis de acontecer. Empresas com maior longevidade e maior porte tendem a ter mais consistência na gestão de seus negócios, pois pretendem, em tese, manter o desempenho já obtido em outros empreendimentos.

A administração da implantação de um empreendimento deve ter por objetivo proporcionar condições adequadas para que sejam executadas todas as edificações, equipamentos, suprimentos, treinamento de equipes, etc. de forma que o investidor, dentro do prazo estabelecido para implantação, possa receber o empreendimento pronto e operando nos padrões de qualidade e especificação definidos.

Por ser usualmente firmado um compromisso de venda e compra de imóvel por um preço fixo, não há, conseqüentemente, qualquer pagamento adicional por parte dos quotistas do fundo imobiliário além daqueles referentes à aquisição do empreendimento. Entretanto, a eficácia na administração da implantação deste está intimamente associada à capacidade e competência do empreendedor.

A gestão administrativa é responsável pela contratação de todas as empresas especializadas na implantação, desde aquelas encarregadas pela construção civil e

equipamentos, que devem ser bem reconhecidas no mercado e terem experiência em obras semelhantes, até as empresas que serão responsáveis pela operação quando da conclusão desta fase. Todos os controles de especificações, padrões de acabamento e atividades cabem ao empreendedor. A negociação para locação de espaços e elaboração de contratos é também de responsabilidade, em última instância, do empreendedor.

Dada a importância do empreendedor durante o processo de desenvolvimento e implantação do empreendimento, é necessário obter informações financeiras sobre a capacidade de crédito da empresa, as quais são usualmente apresentadas num balanço contábil e gerencial⁶², se possível acompanhado de parecer de auditoria independente nas demonstrações anuais.⁶³ Identificar atributos intangíveis como a imagem da empresa no mercado é uma tarefa complexa que, muitas vezes, pode ser inconclusiva do ponto de vista de formar opinião sustentada sobre a capacidade da empresa.

A gestão de cada atividade dentro de um empreendimento de base imobiliária usualmente fica a cargo de profissionais ou empresas especializadas e com experiência comprovada na condução do dia-a-dia de forma correta e apropriada. As operações são freqüentemente segregadas de acordo com a natureza das atividades presentes num determinado empreendimento, visto que o grau de conhecimento e especialização de empresas gestoras está intimamente ligado ao segmento da economia em que atuam.

A contratação de profissionais com experiência no gerenciamento das várias atividades operacionais contribui para a melhoria das práticas de gestão já na fase de implantação do empreendimento. Todavia, a administração do(s) empreendimento(s) que constitui(em) o *portfolio* do fundo imobiliário acaba por ser transferida a terceiros. Nesta questão, a HEDGING-GRIFFO [2007], no prospecto do FII HG REAL ESTATE, destaca que:

⁶² Demonstrativo contábil dos valores do ativo, do passivo e do patrimônio líquido de uma entidade jurídica, relativo a um exercício social completo.

⁶³ Na análise das demonstrações, WATANABE [2002] afirma que “o auditor deve avaliar se as informações do balanço refletem a situação patrimonial e financeira e se os critérios adotados seguem os princípios básicos de contabilidade. Caso haja alguma divergência, os auditores devem incluir no parecer parágrafo de ênfase, ressalva ou, em casos extremos, declarar sua abstenção”.

Tendo em vista que o Fundo tem por objeto o desenvolvimento e a comercialização de empreendimentos imobiliários, através da aquisição de bens imóveis e direitos a eles relacionados, para posterior alienação, locação ou arrendamento, preferencialmente “Lajes Corporativas”, e que a administração de tais empreendimentos poderá ser realizada por empresas especializadas, sem interferência direta do Fundo, o que pode representar um fator de limitação ao Fundo para implementar as políticas de administração dos imóveis que considere adequadas.

Um dos critérios (*covenant* de governança) propostos compreende a securitização da maioria do empreendimento ou de determinada unidade autônoma de um condomínio, pois, desta forma, os interesses da maioria dos quotistas prevalece sobre os interesses particulares dos demais proprietários e do empreendedor.

Outro ponto importante contemplado neste critério é a gestão dos negócios de real estate que reside na governança empresarial, não restrita apenas ao empreendedor, mas também a outros agentes que tenham atividades relevantes no processo de implantação do empreendimento como, por exemplo, administradores de unidades de negócio, prestadores de serviços, construtoras, empresas de auditorias e etc.

Pelo fato de os investidores estarem numa posição praticamente passiva em relação à administração do negócio antes do início da operação, é fundamental para mitigar riscos que o responsável pela implantação do empreendimento tenha totais condições de fazer a gestão deste alinhada aos interesses dos investidores, sem que haja qualquer tipo de concessão ou de privilégio que possa prejudicá-los.

Os modelos de gestão empresarial têm evoluído no sentido de incrementar o processo decisório nas corporações. Busca-se um conjunto de práticas, denominado de governança corporativa, que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia ao proteger investidores, empregados e credores, facilitando assim o acesso ao capital. A proposição de adoção dessas práticas tem o objetivo de aumentar do valor do negócio, pois boa governança corporativa repercute na redução do custo de capital.

Além disso, uma política de transparência e divulgação de informações (*disclosure*) é capaz de valorizar os ativos de uma empresa, na medida em que possibilita aos investidores uma tomada de decisão mais consciente, aumentando, portanto, sua

proteção. Essas informações envolvem aspectos como desempenho da companhia, os objetivos corporativos e a estratégia escolhida.

A capacitação, a competência e o empenho do empreendedor no desenvolvimento e na administração da implantação é um aspecto relevante na decisão de aplicar os recursos financeiros num empreendimento em fase de implantação. É fundamental na gestão administrativa que haja transparência de informações relativas à estrutura de governança, composição acionária, órgãos de administração e forma de tomada de decisões com atribuições e responsabilidades. Nesse sentido, a gestão deve contratar trabalhos de auditoria externa independente e emissão de relatórios, e informar fatos relevantes e principais riscos assumidos, bem como a forma de seu gerenciamento.

Para mitigar os riscos relacionados à administração do empreendimento na fase pré-operacional, é fundamental que seja feita uma parceria com empresas comprovadamente competentes e comprometidas com a qualidade da gestão operacional para o sucesso do empreendimento. Logo, a presença de operadoras especializadas tende a prover maior capacitação à administração geral do empreendimento, desde que haja vigilância constante em pontos de conflitos de interesse, concorrência predatória e danos e prejuízos às demais atividades ali presentes.

Em função da complexidade da gestão de algumas atividades, existem profissionais especializados, denominados de *asset managers*, no controle e assessoria no planejamento estratégico do empreendimento em apoio às definições feitas por determinada operadora especializada. Esses profissionais são usualmente contratados pelos próprios detentores de interesses no empreendimento.

Na gestão operacional do empreendimento, a implementação de sistema de controle voltado para o gerenciamento eficiente das atividades no sentido de reduzir os riscos, seja de natureza financeira ou operacional. Conforme mencionado no final do quarto capítulo, o acompanhamento contínuo dos processos administrativos é crítico para mitigar os riscos na fase de implantação do empreendimento.

5.3.5 Capacidade Financeira

Contratos financeiros e outros instrumentos representativos de dívidas relacionadas aos empreendimentos podem estabelecer obrigações específicas, sendo que qualquer inadimplemento em decorrência da inobservância dessas obrigações pode afetar adversamente e de forma relevante a condição financeira e a capacidade de conduzir os negócios para o fundo imobiliário. Segundo SANTOS [2002]:

Os riscos financeiros são essencialmente vinculados ao ambiente onde ocorre a movimentação dos recursos financeiros (ativos e passivos financeiros existentes). A estrutura de capitais da empresa, ou seja a forma como os ativos são financiados, capitais de terceiros e capitais de acionistas, deve ser objeto de análise a fim de identificar: [i] o nível de exposição a taxas elevadas de juros; [ii] correlação entre margem bruta da empresa e prazos dos fornecedores; [iii] peso dos encargos financeiros em relação às vendas da empresa.

Ao analisar uma proposta de empréstimo financeiro a uma empresa, os agentes financeiros⁶⁴ sempre verificam a capacidade desta em cumprir integralmente com o pagamento das obrigações assumidas, ou seja, no caso, taxas, juros e principal. Agências classificadoras de risco denominam a possibilidade de descumprimento destas obrigações como sendo o risco de crédito.

O risco de crédito está associado à perda potencial que pode ocorrer devido a mudanças na qualidade de crédito ou até mesmo o calote do devedor. Esse risco varia de acordo com o perfil do devedor. No caso do segmento de empreendimentos de base imobiliária, o risco de crédito está associado a não entrega do empreendimento, em função, por exemplo, da falência (insolvência) do empreendedor advinda da falta de capital de giro.

FINNERTY [1999] denomina o risco de crédito em relação à entrega do empreendimento como risco de conclusão (*completion risk*), ou seja, o risco de que o projeto não venha a ser concluído. Credores de projetos insistem em serem excluídos do investimento, caso a conclusão do projeto não se concretize. FINNERTY [1999] coloca que:

⁶⁴ Denominam-se agentes financeiros as instituições públicas ou privadas cuja função é coletar, intermediar e aplicar recursos financeiros seus ou de outros, com autorização do Banco Central do Brasil.

O risco de conclusão encerra um aspecto monetário e outro técnico. O elemento monetário do risco de conclusão refere-se ao risco de que (1) uma taxa de inflação acima da esperada, escassez de suprimentos críticos, atrasos inesperados que retardem os cronogramas de construção ou simplesmente uma subestimação de custos necessários para pôr o projeto em operação, que o projeto não seja mais lucrativo; ou (2) um preço menor do que o esperado para a produção do projeto ou um custo acima do esperado de um insumo crítico possa reduzir a taxa de retorno esperada a tal ponto que os patrocinadores não mais considerem o projeto lucrativo.

FINNERTY [1999] complementa que o outro elemento de risco de conclusão é relativo aos processos técnicos incorporados ao projeto. Apesar de todas as garantias de especialistas dadas aos credores antes do financiamento, o projeto poderá se mostrar tecnicamente inviável ou prejudicial ao meio ambiente. Alternativamente, poderá exigir desembolsos de tal monta para se tornar tecnicamente viável, que se tornará economicamente pouco atrativo de ser concluído. Segundo a CAIXA [2004], no prospecto FII TORRE ALMIRANTE:

O imóvel que está sendo adquirido pelo fundo está em construção e a vendedora é a única e exclusiva responsável pela conclusão das benfeitorias a serem construídas de acordo com o projeto e alvará de construção aprovado. Desse modo, custos de obras superiores aos previstos serão de exclusiva responsabilidade das vendedoras do imóvel. A promitente vendedora do imóvel ao fundo contratou as obras com uma empresa especializada. Em garantia à contratação destas obras, tal empresa apresentou carta de fiança bancária emitida por um banco com validade por um período pré-determinado, devendo ser renovada pela empresa até a conclusão das obras.

Pelo fato que os fundos imobiliários não podem contrair empréstimos diretamente, prestar fiança ou aval, e nem mesmo constituir quaisquer tipos de ônus sobre os imóveis de sua propriedade, admite-se que a utilização de financiamentos bancários para sustentar o programa de implantação do empreendimento não é realizada, a despeito de que o fundo imobiliário não é detentor da propriedade durante a implantação. Como a transferência da propriedade ocorre ao final do ciclo de implantação em atendimento ao estipulado na promessa de compra e venda, o imóvel ainda pertence ao empreendedor, o que pode autorizar a sua constituição como garantia na tomada de empréstimos junto a instituições financeiras.

Para a implantação do empreendimento podem ser utilizados financiamentos bancários com recursos nacionais e/ou estrangeiros, o que pode afetar severamente a posição dos

investidores em relação aos recursos aplicados na integralização das quotas do fundo imobiliário. Segundo PINHEIRO [2005], “a alternativa de obtenção de financiamento externo, a despeito de uma maior amplitude de fontes de recursos, prazos mais dilatados e menores custos financeiros, agrega o risco cambial ao projeto, podendo resultar em ônus para os empreendedores”. A discussão do risco cambial já foi explorada anteriormente.

No Brasil, financiamentos imobiliários para empreendimentos de base imobiliária apresentam duas dificuldades que inibem o crescimento do setor: custos e taxas cobradas, e inexistência de financiamentos de longo prazo. A questão reside no fato de que os financiamentos disponíveis, em sua maioria, possuem elevados encargos financeiros e prazos insuficientes para assegurar o retorno dos investimentos realizados, sendo que muitas vezes as garantias exigidas representam ônus desproporcional para a implantação dos projetos.

Em virtude da magnitude e dos riscos do empreendimento, pode-se avaliar a tomada de empréstimos sindicalizados liderados por uma instituição financeira, de tal modo a garantir o fluxo de liberações para o empreendedor e reduzir a concentração de riscos para uma determinada instituição financeira. No âmbito da empresa empreendedora, pode-se ainda tomar empréstimo para capital de giro, o qual tem a função de assegurar a cobertura de eventuais descasamentos entre os fluxos de recebimentos do fundo imobiliário e o cronograma de desembolsos da implantação.

Antigamente, existia a alternativa de ceder os créditos futuros oriundos de contratos de locação do imóvel em implantação, na hipótese de que o imóvel pertencesse ao fundo imobiliário e já se tivesse contratos de locação firmados. Neste ponto, a MERCÚRIO [1998], no prospecto do FII MOINHOS DE VENTO [1998], destaca que

Face ao aumento verificado em relação ao orçamento original nos custos de desenvolvimento do projeto, sua conclusão passou a depender de uma captação de recursos a dar-se através de antecipação de receitas líquidas de operação do hotel nos primeiros anos de operação. Caso surjam dificuldades na negociação com o operador do hotel, ou mesmo na montagem de operação que possibilite a antecipação de tais recursos, a rentabilidade do fundo ou mesmo sua saúde financeira poderia sofrer significativos impactos negativos.

Atualmente, a nova legislação proíbe expressamente ao administrador do fundo que promova a concessão de empréstimos, o adiantamento de rendas futuras ou a abertura de créditos aos quotistas sob qualquer modalidade.

O critério de governança proposto para este risco consiste em fazer primeiramente uma análise detalhada do histórico e conceito da companhia (originador do *portfolio* dos ativos – construtor e incorporador), inclusive no que se refere à tradição, à liquidez e ao cadastro de reclamações fundamentadas nos órgãos de defesa do consumidor (Procon)⁶⁵.

Posteriormente, são avaliadas, pela própria seguradora responsável por emitir a apólice de seguro-garantia para conclusão das obras, as características dos ativos (prazos e condições dos ativos, tipo de garantia, objeto do crédito, análises de diferentes índices de crédito, existência de seguros e diversificação geográfica, entre outros) e analisar a diversificação de credores e a capacidade do gestor de proteger o investimento.

Uma das principais questões a serem verificadas pelas companhias seguradoras na viabilidade da securitização desses empreendimentos reside no ajuste entre os custos e a velocidade de captação dos recursos vis-à-vis à qualidade do investimento do ponto de vista econômico-financeiro para aquele que se propõe a formatar e implantar estes negócios imobiliários, ou seja, o empreendedor. A captação de recursos financeiros de investidores durante o ciclo de implantação tem uma função de financiamento dos empreendimentos de base imobiliária e devem contemplar as características destes, ou seja, investimentos com longo prazo de maturação que estão sujeitos às incertezas de mercado e da economia.

A equação de fundos apoiada no processo de securitização condiciona o gerenciamento do programa de implantação dos empreendimentos de forma a que sejam evitados, por exemplo: [i] falta de recursos durante a fase de obras; [ii] elevação dos custos financeiros; [iii] alteração significativa no ritmo de obras; ou [iv] atraso na conclusão da implantação do empreendimento. Todos esses eventos afetam a qualidade do investimento para o investidor e o empreendedor e, portanto, fazem parte integrante dos

⁶⁵ Neste ponto, a análise da capacidade do empreendedor passa pela discussão de análise e gestão de crédito, *behavior* (conceito de bureau positivo) e *credit scoring*. No âmbito do mercado financeiro, o Banco Central, por meio da Central de Risco de Crédito, é o principal instrumento para a realização de trabalhos de avaliação das carteiras de crédito nas instituições financeiras.

critérios de governança propostos, em particular de obras e equipamentos, de conclusão da implantação e crédito dos empreendedores.

Este último critério, associado à caução das quotas da SPE em garantia contra o inadimplemento do compromisso dos empreendedores em aportar os recursos necessários para sustentar o programa de produção, praticamente protege sensivelmente os investidores que podem assumir, por meio do *trustee*, a gestão da implantação, bem como todos os direitos e obrigações relativos aos contratos firmados e licenças obtidas pelas SPE. Tal modalidade de proteção é comum nos projetos do setor de energia, em particular quando financiados por instituições financeiras.

5.4 RISCOS RELACIONADOS AO FUNDO IMOBILIÁRIO E A SUAS QUOTAS

5.4.1 Estratégia do Fundo Imobiliário

No Brasil, a estratégia adotada pelos fundos imobiliários para a constituição de seu *portfolio* de ativos imobiliários pode proporcionar algum risco para o investidor. Isso se deve ao fato de que a maioria dos fundos imobiliários no Brasil foi constituída para adquirir e administrar apenas um único imóvel, o que faz com que haja riscos concentrados no desempenho de um único ativo. Em função desta característica, surgem riscos de inserção mercadológica inerentes à concentração do *portfolio*, conforme já destaca o BANCO OURINVEST [2007], no prospecto do FII NOSSA SENHORA DE LOURDES, coloca que:

Como os recursos do Fundo foram aplicados em um bem imóvel que é o seu único ativo, um fator que deve ser preponderantemente levado em consideração é o potencial econômico, inclusive a médio e longo prazo, da região onde está localizado o Imóvel adquirido para integrar patrimônio do Fundo. A análise do potencial econômico da região deve se circunscrever não somente ao potencial econômico corrente, como também deve levar em conta a evolução deste potencial econômico da região no futuro, tendo em vista a possibilidade de eventual decadência econômica da região, com impacto direto sobre o valor do imóvel investido pelo Fundo.

Além destes riscos, a própria geração de resultados oriunda desta estratégia repercute na concentração na capacidade creditícia em um número reduzido de locatários, os quais

influenciam mais intensamente na renda proporcionada aos quotistas.⁶⁶ Em relação à concentração da carteira e na eventual dificuldade de encontrar locatários, a CAIXA [2004] no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE afirma que:

O fundo destinará, inicialmente, todos os recursos recebidos na subscrição de suas quotas para aquisição do imóvel a ser locado. Apesar da expectativa de que existam boas possibilidades futuras de locação das unidades autônomas do imóvel, não há garantia de que todas as unidades estarão sempre locadas, sendo que, em caso de vacância de qualquer das unidades autônomas do imóvel, as despesas condominiais e tributos deverão ser suportados pelo fundo, o que poderá comprometer o fluxo de caixa previsto, diminuindo os rendimentos a serem distribuídos entre os quotistas do fundo. Qualquer dificuldade na comercialização e exploração econômica do Imóvel impactará direta e negativamente o desempenho do fundo.

Esta situação, à luz da experiência internacional⁶⁷, é temporária, pois é natural esperar que os fundos imobiliários sejam detentores de *portfolios* de base imobiliária, selecionados pela sua tipologia e/ou pela sua localização geográfica.

Conforme já comentado anteriormente, a tendência de formação de *portfolios* é o modo pelo qual o mercado dos fundos imobiliários será capaz de evoluir e amadurecer, fazendo com os riscos inerentes a um empreendimento possam ser diversificados e a renda possa se tornar mais homogênea para os pequenos e médios investidores.

Essa situação começou a mudar recentemente com o surgimento de alguns fundos que pretendem adquirir um *portfolio* de imóveis que atendam determinadas condições de elegibilidade definidas no seu prospecto quando da distribuição das quotas. Mesmo nesta hipótese, os fundos podem ser incapazes de adquirir propriedades conforme inicialmente esperado. Contudo, a HEDGING-GRIFFO [2007], no prospecto do FII HG REAL ESTATE, afirma que:

⁶⁶ Esta é uma situação aguda em fundos imobiliários que tenham um único imóvel integralmente locado para uma entidade. A CAIXA [2004], no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE, cujo imóvel está inteiramente locado à PETROBRÁS, ressalva que “adicionalmente, o contrato de locação do imóvel entre a instituição administradora do fundo e o inquilino estipula determinadas penalidades aplicáveis ao locador e ao locatário em casos de infração às suas provisões. A ocorrência de hipóteses de violação de cláusulas do contrato de locação e a eventual discussão judicial ou extrajudicial dessas infrações poderão impactar adversamente os resultados do fundo, afetando o fluxo de caixa projetado e os rendimentos a serem distribuídos pelo fundo aos quotistas”.

⁶⁷ Para ilustrar a situação, os REIT's possuem dezenas e até centenas de propriedades na sua carteira, as quais estão distribuídas pelo território norte-americano e usualmente são de uma única tipologia de empreendimento de base imobiliária (p.ex. shopping centers, edifícios de escritórios ou hotéis).

O Fundo é um fundo de investimento imobiliário genérico, sem um imóvel ou empreendimento imobiliário específico para investimento, tendo ainda que selecionar um empreendimento imobiliário para investir, podendo, portanto, não encontrar empreendimentos imobiliários atrativos dentro do perfil a que se propõe, podendo ainda a Administradora, sem prévia anuência dos quotistas, adquirir imóveis para o patrimônio do Fundo, caso estes se enquadrem nos “Critérios de Aquisição e Estudo de Viabilidade”.

Ao ser constituído, o fundo imobiliário pode ter uma estratégia, descrita no seu regulamento, de aquisição de frações ou o todo de determinados empreendimentos em implantação. Todavia, o fundo pode não ser capaz de realizar aquisições com a regularidade, dimensão, ou mesmo a preços e em condições tão favoráveis quanto previsto em sua estratégia de negócios, o que poderia ter um efeito adverso relevante sobre o crescimento e sobre o resultado das operações do Fundo Imobiliário. Adicionalmente, pode-se não obter sucesso em aquisições de empreendimentos de base imobiliária que se venha a consumir.

Outro fator que deve ser destacado é que nas ofertas públicas com distribuição primária de quotas, o fundo imobiliário frequentemente não é o titular da propriedade que pretende explorar para proporcionar rendimentos aos futuros quotistas. Isso se deve ao fato de que fundo só é constituído quando do sucesso da distribuição das quotas e da captação dos recursos financeiros necessários à efetivação da aquisição do imóvel, que só se realizará por completo ao final da implantação. Logo, a transferência da propriedade ao fundo pode não se efetivar em função de pendências com o imóvel ou mesmo com seu atual proprietário. A HEDGING-GRIFFO [2007], no prospecto do FII HG REAL ESTATE, afirma que:

Os imóveis que irão compor o Patrimônio do Fundo deverão encontrar-se livres e desembaraçados de quaisquer ônus, gravames ou hipotecas. Não obstante, após a aquisição e enquanto os instrumentos de compra e venda não tiverem sido registrados em nome do Fundo, existe a possibilidade destes imóveis serem onerados para satisfação de dívidas contraídas pelos antigos proprietários em eventual execução proposta por seus eventuais credores, caso os mesmos não possuam outros bens para garantir o pagamento de tais dívidas, o que dificultaria a transmissão da propriedade dos imóveis para o Fundo.

Como em muitos casos a aquisição depende do sucesso da captação dos recursos junto aos investidores, pode ocorrer que o fundo imobiliário não seja capaz de adquirir a

fração do imóvel pretendida quando da oferta pública. Nesta hipótese, o BANCO OURINVEST [2002], no prospecto do FII FASHION MALL, destaca que:

O fundo irá adquirir até 23,64% do imóvel com os recursos resultantes da integralização das 08 emissões da presente distribuição pública de quotas. Como o preço das parcelas do shopping que venham a ser adquiridas pelo Fundo será pago com os recursos das 08 emissões de quotas do fundo, as escrituras definitivas de venda e compra das parcelas adquiridas e seus respectivos registros somente serão firmados quando da quitação do preço devido pelo fundo. Conseqüentemente, poderá não ocorrer a aquisição da totalidade, ou mesmo de parcela, da fração ideal pretendida (23,64%) nas seguintes hipóteses: (i) caso o fundo não seja constituído; (ii) caso uma ou mais das 08 (oito) emissões não sejam totalmente integralizadas.

Em relação aos riscos mencionados, os critérios propostos protegem parcialmente os investidores, à medida que não estabelecem restrições à estratégia de aquisições do fundo imobiliário, não obrigam a transferência imediata dos imóveis em implantação adquiridos⁶⁸ e nem obrigam que os investidores apliquem a totalidade dos recursos numa única emissão em prejuízo do cancelamento da operação.

Para a tese, tais amarras vão de encontro com as mais modernas estruturas de securitização adotadas em outras economias, em função de que limitam a atuação gradativa do fundo como agente aglutinador de capitais de pequenos e médios para formação de grandes *portfolios* de base imobiliária pulverizados e com grande liquidez.

Desde que os empreendedores adotem os demais critérios propostos nesta tese, são riscos que, no entender do autor, os investidores devem aceitar e visualizar como “saudáveis” para o amadurecimento dos fundos imobiliários. Além disto, tais investidores, que primeiro ingressarem nestas operações, tendem a ser remunerados com taxas de retorno mais elevados do que aqueles que “esperarão ver para crer”.

⁶⁸ Após a constituição do fundo imobiliário, a transferência imediata da propriedade e a contratação do empreendedor para prestar serviços de implantação podem ser a solução para mitigar tal risco, mas implicam na impossibilidade do empreendedor contratar posteriormente financiamentos bancários, tendo em vista a proibição legal para tal. O autor entende que a transferência limita a atuação do empreendedor, principalmente na execução de empreendimentos de maior porte ou de uso múltiplo, no qual podem existir unidades autônomas que são alienadas a terceiros.

5.4.2 Recursos Humanos

A perda de membros da alta administração e/ou a incapacidade de atrair e manter pessoal qualificado para integrá-la, poderá ter um efeito adverso relevante sobre a situação financeira e resultados operacionais da SPE, dos empreendedores e, por conseguinte, do fundo imobiliário. São exemplos de riscos decorrentes de recursos humanos: perdas decorrentes da falta de treinamento do pessoal ou da desmotivação (não-apresentação de sugestões ou indicações de perdas potenciais, faltas e atrasos, etc.), passivos trabalhistas, etc.

Nas empresas do segmento de real estate, a figura do(s) fundador(es) e empreendedor(es) é muito presente, o que na sua ausência pode influenciar as atividades da empresa. Segundo SANTOS [2002], “sucessão pode se referir à substituição de funcionários estratégicos da empresa, incluindo-se aqui o presidente e seus principais executivos, como por exemplo: perdas decorrentes da saída do gestor financeiro (estrategista e hábil negociador) ou de importante técnico (engenheiro), e perdas de clientes que eram atendidos por vendedor que passou para a concorrência”.

O critério proposto consiste na adoção de mecanismos modernos de governança corporativa associados à profissionalização da gestão, de tal modo que a empresa empreendedora fique menos dependente de um grupo restrito de profissionais que exercem posições-chave em cargos de comando na companhia. A própria profissionalização da administração do fundo imobiliário já conduz a uma maior independência dos negócios em relação à atuação de um ou outro membro da equipe envolvida com o projeto.

Mesmo na eventualidade de ausência de profissionais importantes no comando do negócio, que interfiram severamente no seu desenvolvimento, caberá à seguradora sempre a possibilidade de assumi-lo de sorte a garantir que o empreendimento seja entregue pronto e operando nas condições e no prazo definidos no compromisso de venda e compra.

5.4.3 Governança do Fundo Imobiliário

Os interesses de um conjunto de quotistas (denominado de controlador) podem entrar em conflito com os interesses de outros detentores de quotas do FII. Caso não tenha um grupo controlador que detenha mais de 50% das quotas, o FII poderá ficar suscetível a instabilidade, alianças entre quotistas, conflitos entre quotistas e outros eventos decorrentes da ausência de um grupo de controle.

Por outro lado, a concentração de quotas em um determinado grupo pode ensejar a submissão dos interesses do fundo ao interesses particulares deste grupo. Para exemplificar tal situação, em que ocorra a concentração da propriedade de quotas com um investidor, a HEDGING-GRIFFO [2006], no prospecto do FII HG BRASIL SHOPPING, alerta que:

Conforme o Regulamento do Fundo, não há restrição quanto ao limite de quotas que podem ser subscritas por um único quotista, salvo nas hipóteses estabelecidas na Lei 9.779/99, onde o percentual máximo do total das quotas emitidas que o incorporador, construtor ou sócio dos empreendimentos imobiliários investidos pelo Fundo, individualmente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, poderá subscrever ou adquirir no mercado, é de 25% (vinte e cinco por cento). Portanto, poderá ocorrer situação em que um único quotista venha a integralizar parcela substancial da emissão ou mesmo a totalidade das quotas do Fundo, passando tal quotista a deter uma posição expressivamente concentrada, fragilizando, assim, a posição dos eventuais quotistas minoritários. Nesta hipótese, há possibilidade de que deliberações sejam tomadas pelo quotista majoritário em função de seus interesses exclusivos em prejuízo do Fundo e/ou dos quotistas minoritários.

A estrutura corporativa, questões legais aplicáveis ao investimento e fatores de governança podem afetar o empreendimento e a natureza de quem estaria disposto a nele aportar seus recursos financeiros. Disposições do regulamento com proteção contra tentativas de aquisição de lote substancial de quotas em circulação do FII podem dificultar ou atrasar operações que podem ser do interesse dos investidores. A CAIXA [2004], no prospecto do FII TORRE ALMIRANTE, dispõe que:

O regulamento do fundo não estabelece limite à propriedade de quotas emitidas pelo fundo, ficando excetuada a aquisição pelo empreendedor do fundo, ou sócio do empreendimento ou pessoa a ele ligada, nos termos da Lei nº 9.799/99, individualmente, que poderá subscrever ou adquirir no mercado até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio do Fundo. Cada quota confere ao titular o direito a um

voto nas deliberações tomadas pela Assembléia de Quotistas. Assim, dependendo do número de quotas adquiridas, poderá existir quotista que terá mais capacidade de influenciar as decisões da Assembléia de Quotistas do que a maioria dos quotistas do fundo, isoladamente.

Essas situações de conflitos podem levar à necessidade extrema de dissolução do fundo imobiliário por meio da venda de seus ativos a terceiros. Não há como vender o imóvel sem a autorização expressa dos investidores após a aprovação da matéria em reunião específica para tratar o assunto. Na hipótese de venda da propriedade, todos os recursos obtidos são imediatamente revertidos para os investidores nas quotas. Sendo a venda integral do *portfolio* que serve como lastro do fundo imobiliário, caberá aos quotistas a decisão de dissolver o fundo ou aplicar os recursos em novos negócios. Mesmo nesta hipótese remota, existem riscos resultantes da própria dificuldade de venda de determinados ativos. A COINVALORES [2006], no prospecto do FII ANDRÔMEDA, sinaliza que:

Os ativos que farão parte do patrimônio do Fundo são, em sua maioria, imóveis de grande porte, destinados à locação para empresas. Portanto, por se tratar de investimento imobiliário, caso venha a ser decidida a venda dos ativos (imóveis) do fundo, poderá apresentar a demora característica da negociação de imóveis de grande porte, em virtude dos montantes financeiros envolvidos, bem como por incluir, em sua maioria, como interessados, empresas de grande porte, cujas decisões dependem de deliberações societárias e de uma análise mais aprofundada do negócio. Deste modo, em caso de urgente necessidade de tornar líquido o patrimônio do Fundo, há grande possibilidade de demora na efetivação das vendas, bem como o risco de se fazer em valores abaixo do mercado para realização mais rápida destas vendas.

Ao transferir os direitos sobre a propriedade para o fundo imobiliário, os empreendedores não são mais responsáveis pela gestão do empreendimento e nem pelo seu desempenho operacional. Todavia, o empreendedor poderá ser dono de uma fração do imóvel através da aquisição de quotas para o seu próprio *portfolio* de investimentos. Nesta hipótese, as decisões tomadas em Assembléia dos Quotistas podem ser influenciadas pela presença do empreendedor.

Por sua vez, a SPE não está sempre obrigada a convocar uma Assembléia com os investidores para deliberar sobre qualquer matéria que direta ou indiretamente se relacione com o fundo imobiliário, em especial alterações estatutárias. Somente a

adoção dos critérios para mitigação dos riscos de gestão pode proteger, mesmo que parcialmente, contra atos dos empreendedores na SPE.

A nova instrução CVM permite que seja nomeado um representante dos quotistas para exercer as funções de fiscalização do empreendimento. Tal representante não pode ter ligações societárias ou profissionais com o administrador do fundo imobiliário e nem com a SPE e o empreendedor. Todavia, pode ser um quotista ou um profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos quotistas, que no caso dos critérios propostos é o *Trustee*.

No que se refere ao controle das decisões do fundo imobiliário, estão impedidos de votar, nas Assembléias de Quotistas, os prestadores de serviços ao fundo, seus diretores, sócios e funcionários. Pela relação entre o fundo imobiliário e a SPE não ser de prestação de serviços, a vedação pode ser considerada nula. Então, a única disposição proposta é de que o empreendedor, na qualidade de detentor das quotas subscritas quando da distribuição primária pela SPE, seja obrigado a se abster de votação em qualquer matéria da qual ele tenha algum interesse direto ou indireto.

Não é proposto nenhum critério que impeça ações coordenadas de um grupo de quotistas no sentido de exercer qualquer controle sobre as decisões do fundo. Este é um risco que os investidores devem estar acostumados à medida que é uma condição semelhante à vivida com empresas de capital aberto com ações negociadas em Bolsa.

5.4.4 Administração do Fundo Imobiliário

O resultado do fundo imobiliário e sua capacidade de investir na aquisição de novos ativos dependem da eficiência da sua administração. Os rendimentos pagos aos quotistas são diretamente influenciados pela operação eficaz com despesas reduzidas. A má gestão administrativa associada ao desperdício de recursos pode causar riscos operacionais ao fundo imobiliário e, por conseguinte, aos seus quotistas.⁶⁹

⁶⁹ Segundo a ABNT [2002], risco de operação é aquele associado à atividade operacional, que envolve fatores como sistemas inadequados (informação ou suporte), falhas gerenciais, de equipamentos, de controle, de comportamento humano, bem como sinistros e comprometimento ambiental. Esse risco está associado também a processos jurídicos, procedimentos, controles e sistemas mal formulados ou executados, falhas processuais e, ainda, a fraudes, roubos, irregularidades e desvio de recursos.

As margens de lucros podem ser afetadas adversamente em decorrência de um aumento nos custos operacionais do fundo imobiliário, incluindo taxa de administração, prêmios de seguros, tributos e encargos, serviços de custódia de ativos financeiros, auditoria independente, honorários de advogados e custas processuais, comissões e emolumentos de operações do fundo (p.ex. locações, compra e venda de imóveis), avaliações dos imóveis, etc.

A gestão profissional do fundo imobiliário e de seus ativos permite uma melhor manutenção e conservação do imóvel e negociações de contratos de compra e venda de ativos, locação e arrendamento de unidades imobiliárias e de prestação de serviços mais favoráveis. O administrador do fundo é responsável por um conjunto de serviços definidos legalmente, dentre os quais a manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários. Para tal, este poderá contratar terceiros para administrar os imóveis sem que haja transferência da sua responsabilidade de gestão, já que ainda deterá a propriedade fiduciária dos ativos do fundo. Os custos de contratação destes terceiros são arcados pelo administrador.

Caso haja aumento de despesas que comprometa a sua estratégia, um fundo imobiliário poderá vir a precisar de capital adicional no futuro, por meio da emissão de novas quotas, o que poderá resultar em uma diluição da participação do investidor nas quotas deste fundo. O BANCO OURINVEST [2007], no prospecto do FII NOSSA SENHORA DE LOURDES, coloca que:

Como em qualquer outro investimento de participação, para que não haja diluição da participação no patrimônio do Fundo é importante que os quotistas tenham condições de acompanhar novas subscrições de quotas que poderão ocorrer. A ausência do quotista na subscrição de novas quotas pode, sem dúvidas, ensejar a diluição. Muito embora o Regulamento contemple a existência do direito de preferência na subscrição das novas quotas, em excesso ao limite autorizado de 300.000 (trezentas mil) quotas de que trata o Artigo 8º do Regulamento, os quotistas devem estar atentos às emissões já autorizadas, para as quais não estão previstos o direito de preferência. Também deve ser ressaltado que as novas emissões de quotas poderão não ser totalmente subscritas, privando o Fundo dos recursos necessários a novos empreendimentos ou suprimentos futuros, com reflexos prejudiciais aos quotistas.

Conforme citado, a própria realização da oferta enseja riscos no que refere ao seu sucesso, ou seja, à possibilidade de não distribuição das quotas oferecidas e, eventualmente, com a conseqüente não constituição do fundo imobiliário. Na hipótese de que as quotas sejam subscritas pelos investidores, mas que estes não as integralize nas datas estipuladas no contrato de venda e compra, surge a possibilidade de inadimplência da obrigatoriedade de aportar recursos conforme estipulado no cronograma. O BANCO OURINVEST [2007], no prospecto do FII NOSSA SENHORA DE LOURDES, exemplifica com uma situação análoga da seguinte forma:

Como a integralização das quotas da 1ª emissão ocorreu em 02 (duas) séries, onde uma delas, a segunda, será à prazo, em moeda corrente nacional, existe algum risco de inadimplência por parte do subscritor. De acordo com o Regulamento, a 1ª série foi toda integralizada com o Imóvel objeto do Fundo, não existindo, portanto, risco de inadimplência. No tocante à 2ª série, caso o quotista não integralize as quotas subscritas na data do seu vencimento, a Instituição Administradora deverá notificar imediatamente o quotista inadimplente por escrito de tal fato, e conceder a este o prazo de 15 (quinze) dias para que sane tal inadimplência. Caso o quotista inadimplente não quite o débito neste período, estabelece ainda o Regulamento que o valor do respectivo pagamento deverá ser corrigido monetariamente, desde a data do seu vencimento até a data de seu efetivo pagamento, acrescido de multa de 2% (dois por cento) sobre o valor do débito e juros de 1% (um por cento) ao mês, sem prejuízo de qualquer outro recurso e/ou obrigação ao qual o quotista inadimplente poderá estar sujeito em razão do disposto no Regulamento e na legislação aplicável.

Novos dispositivos previstos pela legislação vigente permitem que as quotas não integralizadas possam ser adquiridas pelos demais investidores através do exercício do direito de preferência, e caso não sejam integralizadas, possam ser canceladas ou oferecidas no mercado. Todavia, a inadimplência dos subscritores tem impactos negativos nos repasses dos recursos financeiros à SPE, incrementando assim o volume de capital necessário à implantação do empreendimento.

A proposição dos critérios contempla a constituição do fundo imobiliário com a colocação de um volume mínimo de quotas junto a investidores. Caso haja sucesso, pode-se admitir que sejam feitas novas emissões para serem ofertadas no mercado à medida que o empreendimento seja implantado. Todavia, o volume total a ser captado deverá ser informado no regulamento e no prospecto da primeira emissão, o que dará

ciência aos investidores de futuras diluições na hipótese de que estes não participarem de futuras ofertas.

A inadimplência dos subscritores quando da chamada de capital por parte do administrador é um risco que deverá ser aceito pelos investidores. A alternativa de integralização à vista no ato da subscrição afeta a rentabilidade auferida com aplicação nas quotas e, conseqüentemente, a sua atratividade para potenciais interessados. Caberá ao administrador do fundo exigir o correto ressarcimento dos quotistas inadimplentes dos prejuízos causados pela falta de aportes quando da chamada de capital. A atuação eficaz do formador de mercado pode ser um canal de colocação das quotas subscritas dos inadimplentes, recuperando assim a capacidade de investimento do fundo.

Com relação à falta de recursos no ambiente do fundo imobiliário, a oferta primária de quotas deve ser capaz de fornecer até a entrega do empreendimento pronto e operando, os recursos necessários a cobrir as despesas de administração e os honorários da instituição administradora. Como os contratos de prestação de serviços durante a fase de implantação devem ser de prazo longo ou indeterminado, os eventuais reajustes de preços já são estipulados contratualmente. Contudo, vale lembrar que estas despesas são diminutas em relação ao investimento a ser feito na aquisição da fração do empreendimento na SPE.

5.4.5 Volatilidade e Liquidez

Vendas substanciais de quotas depois da oferta poderão causar uma redução no valor das quotas do fundo imobiliário negociadas no mercado secundário. Os fundos imobiliários encontram pouca liquidez no mercado brasileiro, o que agrava eventuais movimentos intensificados de venda.

Por conta dessa característica e do fato de serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem a possibilidade de resgate de suas quotas, os investidores podem ter dificuldade em realizar a venda das quotas no mercado secundário pelo preço ou no momento desejado, pois é possível que não haja mercado ativo ou líquido para as quotas do FII. A CVM [2005] ressalta que:

Os fundos de investimento imobiliário constituem uma modalidade de investimento recentemente introduzida no mercado financeiro brasileiro, ainda não tendo sido sua utilização disseminada e difundida amplamente. Tal característica pode resultar numa dificuldade maior de aceitação dos fundos imobiliários se comparados com outras modalidades de investimento disponíveis no mercado financeiro ou com outros ativos disponíveis para investimento. Por conta dessa característica e do fato de os fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem admitir resgate de suas quotas, os titulares de quotas de fundo de investimento imobiliário podem ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado secundário.

Risco de liquidez é aquele relacionado à capacidade de os ativos serem convertidos em moeda corrente a um preço justo e em um prazo relativamente curto. É o risco de não conseguir vender um ativo ou de sair de uma aplicação recebendo um preço justo no momento desejado. Um mercado líquido é aquele em que os participantes podem realizar um grande volume de negócios com pequeno impacto sobre os preços. BELLUZZO [2004] coloca que a liquidez não é propriedade intrínseca de nenhum ativo particular, mas é gerada pela dinâmica competitiva numa economia monetária, na qual as decisões são tomadas em condições de incerteza, ou seja, está sempre presente a possibilidade de os ativos particulares não encontrarem o caminho almejado da transfiguração na forma geral de riqueza, o dinheiro.

Recentemente, os fundos imobiliários não têm apresentado grande liquidez para os investidores que neles aplicaram seus recursos e desejam alienar uma parcela do valor aplicado. Isso se deve ao fato de que inexistem compradores, em quantidade adequada, para alguns dos produtos oferecidos, como, por exemplo, quotas de fundos imobiliários vendidas para pequenos e médios investidores. Alguns especialistas afirmam justamente o contrário, ou seja, de que há mais compradores do que vendedores no mercado. De acordo com a RIO BRAVO [2007], no prospecto FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS:

A aplicação em quotas de um fundo de investimento imobiliário apresenta algumas características particulares quanto à realização do investimento. O investidor deve observar o fato de que os fundos de investimento imobiliário são constituídos na forma de condomínios fechados, não admitindo o resgate de suas quotas, fator este que pode influenciar na liquidez das quotas quando de sua eventual negociação no mercado secundário. Sendo assim, os fundos de investimento imobiliário encontram pouca liquidez no mercado brasileiro, podendo os titulares de quotas de fundos de investimento imobiliário ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado

secundário, mesmo sendo estas objeto de negociação no mercado de bolsa ou de balcão organizado. Desse modo, o investidor que adquirir as quotas do Fundo deverá estar consciente de que o investimento no Fundo consiste em investimento de longo prazo.

Por ser um fundo fechado, o resgate do valor das quotas não ocorre do mesmo modo que nos fundos abertos. A venda de imóveis para resgate de quotas compromete a liquidez à medida que existem custos decorrentes de uma alienação “forçada”. Logo, há necessidade de negociar as quotas do fundo no mercado secundário. Todavia, a possibilidade de fracionamento do investimento em quotas, ou seja, a venda de apenas parte do que *portfolio*, é uma vantagem em relação ao investimento direto em imóveis.

Risco de liquidez também pode estar relacionado à falta de recursos imediatamente disponíveis para honrar compromissos assumidos, inclusive o pagamento de obrigações pecuniárias nas datas pactuadas em lei ou em contratos. Problemas de liquidez podem estar relacionados à ausência de disponibilidades financeiras para quitar essas obrigações, seja por falta de recursos financeiros, seja por encarecimento dos custos de captação com terceiros. Por outro lado, excesso de liquidez, segundo SANTOS [2002], pode indicar falta de bons projetos ou idéias por parte dos gestores da empresa⁷⁰.

Para mitigar tais riscos, o último critério proposto, a contratação de um formador de mercado, pretende prover maior liquidez por meio de colocação diária de oferta de compra e de venda de quotas, as quais serão sustentadas por um fundo formado com recursos do empreendedor. Contudo, isso pode se transformar na “garantia de recompra” por parte do empreendedor, que deve limitar a ação do formador de mercado até um determinado volume de quotas, a fim de evitar que seja demandado um montante expressivo de capital.

Com relação à volatilidade das quotas, o papel do formador de mercado pode atenuar grandes flutuações, mas é praticamente impossível assegurar que diante de uma “onda” maciça de ordens de compra ou ordens de venda, os preços praticados em transações em bolsa de valores se alterem substancialmente para cima ou para baixo, respectivamente.

⁷⁰ No caso das sociedades com ações em bolsa, alerta SANTOS [2002], os acionistas minoritários podem, via justiça, forçar a distribuição dessa liquidez a título de dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

6. PROTÓTIPO DE FUNDO IMOBILIÁRIO COM UM EMPREENDIMENTO

Para ilustrar os impactos da adoção dos critérios propostos, apresenta-se neste capítulo a análise da qualidade do investimento num shopping center de mix disperso (protótipo) que será integralmente securitizado por meio de um fundo de investimento imobiliário.

Importante enfatizar novamente que os critérios, válidos para um único empreendimento, podem ser utilizados na constituição de um *portfolio* destes que estejam em fase de implantação. Nesta hipótese, os mecanismos de proteção ora elencados, bem como o modelo de estruturação, serão multiplicados pelo número de projetos para os quais serão aplicados recursos dos quotistas do fundo imobiliário. Lembrar que a constituição de um *portfolio* de empreendimentos por si só já tende a mitigar os riscos inerentes à formação do lastro do fundo imobiliário.

A securitização será tratada em dois momentos: [i] integral no início do ciclo operacional, ou seja, em condições de disponibilizar renda para os investidores; e [ii] parcial no ciclo de implantação, com a adoção dos critérios de governança propostos nesta tese, ficando a securitização do remanescente para o início do ciclo operacional. Na segunda hipótese, os recursos captados junto a pequenos e médios investidores são utilizados para sustentar parcialmente o programa de produção do shopping center.

Não se pretende analisar uma situação hipotética na qual o empreendedor realiza a securitização do empreendimento antes do final da implantação sem adotar os critérios de governança propostos na tese. Isto se deve ao fato que os descontos exigidos pelos investidores (provavelmente, de maior porte) no valor de emissão das quotas seriam bem superiores àqueles solicitados pelos investidores de pequeno e médio porte, quando protegidos pelos critérios. Além disto, os volumes captados tenderiam a ser substancialmente inferiores aos obtidos quando na imposição dos critérios, tendo em vista a maior aversão dos investidores aos riscos que estariam expostos durante a implantação.

Os detalhes de configuração, formatação, implantação e comercialização do empreendimento são demonstrados em detalhes em apêndice de tal modo a proporcionar ao leitor uma melhor compreensão. Procura-se apresentar aqui apenas os resultados

obtidos antes e após a introdução dos mecanismos de mitigação e assim destacar os impactos das proteções nos indicadores da qualidade do investimento.

Todos os valores apresentados estão referenciados a data-base, que para efeitos de percepção do poder de compra, admite-se ser dezembro de 2008. Como premissa de índice inflacionário no período, arbitrou-se uma taxa de 5,5% ao ano condizente com as metas estabelecidas pelo Governo Federal na sua política econômica e a realidade vigente.

A formatação do modelo e a configuração do protótipo estão baseadas nos textos elaborados pelos pesquisadores do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP, em particular, segundo ROCHA LIMA [1994], ROCHA LIMA [1996], MONETTI [1996] e ROCHA LIMA [2000], além de UNITAS [2001], no prospecto do FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA.

6.1 CENÁRIO DE ANÁLISE E SECURITIZAÇÃO POR MEIO DE FUNDO IMOBILIÁRIO

O empreendimento em análise trata-se de um shopping center de mix disperso, de médio porte, que será implantado em bairro nobre da cidade de São Paulo. Sua configuração física é resultado de um estudo mercadológico que apontou o potencial de inserção para as diversas atividades varejistas. A edificação é composta por 03 pisos de lojas, que ocupam aproximadamente 70% da área total do terreno, e 03 subsolos de estacionamento com mais de 1.500 vagas de garagens. Além destas, existem vagas descobertas localizadas na área não-ocupada pela edificação.

As áreas de lojas, somente no conceito de área bruta rentável, foram estratificadas em grupos homogêneos de atividades, que tenham expectativas de comportamento semelhantes tanto em termos de vendas esperadas como de pisos de locação cobrados. De médio porte, o shopping tem um caráter regional e busca através de um sistema de ancoragem atrair a população residente na circunvizinhança.

A partir dos estudos mercadológicos que definiram a configuração do shopping center, foi feita uma análise da sua capacidade de geração de resultados por meio da simulação

das receitas obtidas com aluguel das lojas, cobrança de estacionamentos e de espaços de mídia, e das despesas operacionais.

No planejamento do shopping, foi demonstrada também a expectativa de colocação dos espaços para os lojistas, que, em tese, inicia-se após a aprovação dos projetos junto aos órgãos competentes. Na prática, no entanto, a comercialização ocorre assim que é elaborado um pré-projeto do empreendimento, pois os lojistas que pertencem ao sistema de ancoragem são usualmente consultados sobre seu interesse e suas necessidades de espaços. O projeto acaba até mesmo por ser adaptado aos anseios destes lojistas. Isso explica o alto índice de colocação das lojas do sistema de ancoragem no primeiro semestre de implantação.

Foi definido ainda um período de 04 anos (estabilização) no início do ciclo operacional para que o shopping center atinja um grau de maturação dentro do qual tenha a plena inserção mercadológica e o patamar de eficiência para operação de seus sistemas.⁷¹ Após o período de estabilização, trabalha-se com o conceito de ocupação de 100% de ocupação na posição de regime do cenário referencial. Para efeito desta análise, admitiu-se que o shopping tem capacidade de atrair lojistas para ocupar os espaços disponíveis até o final do segundo ano, o que demonstra um planejamento adequado do empreendimento e uma estratégia de comercialização bem sucedida. As contas de receitas foram tratadas com reajustes discretos em ciclos de 01 ano na análise e foi considerado um fator implícito de perda na moeda de análise fruto desta periodicidade anual.⁷²

Isto posto, foi possível construir o fluxo de receitas operacionais do empreendimento dentro do ciclo operacional de 20 anos, tanto com a cobrança de aluguéis como de

⁷¹ A inserção de mercado do empreendimento é ressaltada pela existência de vacância de lojas da ABR COMPLEMENTAR no período de estabilização. Tais lojas serão comercializadas com o shopping em funcionamento, o que repercute na obrigação do investidor em arcar com os custos condominiais de responsabilidade dos lojistas que ali se instalassem futuramente. Arbitrou-se ainda que haverá uma rotatividade natural destes lojistas a cada 04 anos com renovação de 75% dos contratos existentes.

⁷² Importante destacar que o crescimento das vendas esperado é de 2% ao ano acima do IGP, o que pode ser conservador para a economia brasileira atual, que vinha passando por um ciclo virtuoso de desenvolvimento, refletindo diretamente nas vendas dos lojistas em shopping centers. Observa-se que, para as vendas, considera-se 13 meses durante o ano, pois no caso de shopping centers o mês de dezembro (período que precede o Natal e as Festas de final de ano) acaba apresentando o dobro do volume de vendas verificado nos demais meses do ano.

estacionamento e publicidade. A receita obtida com um percentual cobrado sobre as vendas (*overage*) representa por volta de 15% do valor auferido com os pisos de locação. Nota-se que nos primeiros anos estas receitas são proporcionalmente bem menores em função da inserção mercadológica do shopping e com a migração gradativa dos hábitos de consumo do público-alvo.

Não foram calculados encargos tributários sobre a receita em virtude de que o shopping pertencerá a um fundo imobiliário que tem isenção ao recolhimento de tributos como PIS e COFINS. Caso a securitização não seja integral, há necessidade de avaliar o *portfolio* considerando os impactos tributários na geração de resultados para o investidor que detenha a propriedade direta do imóvel.

Com a construção do cenário referencial de comportamento para as receitas obtidas com a cobrança de cessão de direitos de uso – *cdu's* – bem como as despesas operacionais não-repassadas aos lojistas e os fundos de reserva para o shopping, inclusive o Fundo para Reposição de Ativos (FRA)⁷³, foi possível demonstrar o fluxo de caixa obtido pelo investidor na exploração do shopping center no ambiente de um fundo imobiliário, ou seja, com as isenções fiscais por ele proporcionadas.

Como o objetivo é explorar o ciclo de implantação, buscou-se apenas apresentar no corpo da tese os elementos necessários à compreensão dos impactos oriundos da adoção dos critérios de governança. Não faz parte da tese ilustrar o planejamento estratégico que conduziu à formatação do shopping center e a identificação do patamar de preços a praticar neste. Todavia, pode-se admitir que há uma condição satisfatória de competitividade para a comercialização de seus espaços.

Todos os dados referentes à sua configuração física, expectativa de vendas e de cobrança de aluguéis, capacidade de geração de resultados, contas operacionais e fluxo de caixa disponível constam em detalhes nos quadros e tabelas apresentados no Apêndice A.

⁷³ Importante ressaltar que não se trata de uma conta de despesa, mas de recursos alocados em reserva para que se faça os investimentos necessários à manutenção do padrão de qualidade competitiva no mercado.

6.2 SECURITIZAÇÃO POR MEIO DE FUNDO IMOBILIÁRIO

A partir da capacidade do shopping center em gerar resultados operacionais que são disponibilizados aos investidores, é possível propor a securitização deste empreendimento por meio de um fundo imobiliário logo após a sua implantação, cujos detalhes podem ser visualizados nos quadros e tabelas constantes no Apêndice A. Os investidores terão a participação pura no shopping (100% do resultado do projeto).

A demonstração é feita por meio dos parâmetros das contas relacionadas à securitização, inclusive com a definição do total de quotas emitidas e o valor unitário delas. Do fluxo operacional do shopping são descontadas as despesas inerentes à operação e administração do fundo imobiliário para obter o resultado operacional disponível que será distribuído aos investidores na forma de rendimento periódico das quotas.

Importante destacar que o investidor não arca com as despesas de comercialização das quotas, pois se trata de um ônus de responsabilidade do empreendedor que ao contratar uma instituição financeira pode assumir a obrigação de pagar a estruturação, promoção e colocação das quotas. Além disso, as receitas provenientes do pagamento do preço à SPE ensejam no recolhimento de tributos como PIS e COFINS, que, para efeitos desta análise, são admitidos nas alíquotas do regime de apuração de lucro presumido.⁷⁴

O Quadro 1 mostra os indicadores de segurança definidos como valor do lastro do investimento, que é calculado com o conceito de valor da oportunidade do investimento para uma condição na qual o desempenho do shopping center não desvia dos parâmetros estabelecidos no cenário referencial de comportamento. Como está é uma condição rígida, o valor de emissão das quotas deve ser inferior ao valor do lastro, para que o investidor tenha uma margem de segurança para suportar os impactos causados pelas variações dos parâmetros esperados em situações de riscos.

A metodologia de arbitragem do valor da oportunidade de investimento já foi amplamente percorrida em diversos textos produzidos pelo Núcleo de Real Estate da

⁷⁴ Segundo a legislação vigente, caso o faturamento anual da SPE ultrapasse o limite de R\$ 48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de reais), fica-se impedido de adotar tal regime no ano fiscal subsequente, sendo tributado em regime de lucro real. Não é o alvo da tese discutir a questão tributária para o empreendedor, porém é necessário enfatizar que o volume da securitização e o encaixe do preço podem influenciar os resultados líquidos gerados pela SPE.

Escola Politécnica da USP, sendo inclusive alvo da dissertação de mestrado do autor desta tese. Portanto, não cabe aqui na tese retomar os conceitos, os quais são apresentados de forma sucinta no Apêndice B para elucidar o leitor.

Quadro 1 – Lastro para Investimentos em Quotas do Fundo Imobiliário

ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO NAS QUOTAS DO FII	
INDICADORES DA QUALIDADE - LASTRO PARA OS INVESTIMENTOS	
valores em R\$mil - base	
Taxa de Atratividade Setorial (tas) - <i>período de exaustão</i> <i>taxa equivalente, média anual na moeda de referência</i>	5%
Taxa de Atratividade para o Investimento (tai) - <i>ciclo operacional</i> <i>taxa equivalente, média anual na moeda de referência</i>	8%
VALOR DO PORTFOLIO	
PRONTO PARA OPERAR - Início do Ciclo Operacional - VOI0 <i>no conceito de lastro das Quotas, dentro do ambiente do FII</i>	257.292
VALOR DO PORTFOLIO	
FINAL DO CICLO OPERACIONAL - VOI20 <i>no conceito de lastro das Quotas, dentro do ambiente do FII</i>	292.240
EVOLUÇÃO DE VOI0 PARA VOI20	
crescimento no ciclo operacional	13,58%
absoluto [de VOI0 para VOI20]	
taxa anual equivalente de crescimento de valor no ciclo operacional	0,64%
para crescimento absoluto	
ANÁLISE DA SEGURANÇA DA ARBITRAGEM DE VOI20	
Investimento em Reciclagem (IR)	97.417
<i>Relação entre IR e VOI0</i>	38%
<i>Valor total do FRA remunerado a (tas) ao final do ciclo operacional</i>	21.255

É importante destacar que as taxas de atratividade utilizadas para medir o valor do empreendimento no início do ciclo operacional são aquelas consideradas adequadas para investir num shopping center que tenha assegurado um padrão de comportamento que reflète na sua capacidade de geração de renda.⁷⁵

Além disso, as taxas foram arbitradas como sendo satisfatórias para investidores de pequeno e médio porte, que se beneficiam das isenções tributárias presentes no

⁷⁵ Vale ressaltar que foi utilizada uma taxa de atratividade para compensar o fato de que o fluxo de renda disponível é mensal e o modelo de análise utilizar o fluxo anual com distribuição de renda ao final de cada ano. Neste sentido, empregou-se uma taxa anual de 5% como se fosse a rentabilidade que esses recursos ociosos no ambiente do fundo imobiliário estariam sujeitos, compensando assim esta particularidade do modelo.

investimento em quotas de fundo imobiliário, cujas regras foram descritas no terceiro capítulo. Estes investidores têm atualmente seu capital investido sendo remunerado a taxas efetivas da ordem de 6% ao ano em aplicações conversadoras.

O Quadro 2 apresenta os principais indicadores que dão referências da qualidade do investimento nas quotas do fundo imobiliário emitidas no início do ciclo operacional, tais como lastro, taxa de retorno e taxa de renda média anual no ciclo operacional de 20 anos. Importante destacar que o lastro do investimento está acima de 1,00, ou seja, existe uma proteção para desvios do comportamento do empreendimento para sustentar um padrão mínimo de rentabilidade definido em 8% ao ano pelo investidor.

Quadro 2 – Segurança e Rentabilidade para os Investimentos em Quotas

ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO NAS QUOTAS DO FII	
INDICADORES DA QUALIDADE - SEGURANÇA E RENTABILIDADE	
valores em R\$mil - base	
VALOR DE CIRCULAÇÃO DA EMISSÃO DE QUOTAS PARA SECURITIZAÇÃO DO PORTFOLIO - VQUOTAS	196.700
LASTRO DO INVESTIMENTO - LAS0 LAS0 = VOIO / VQUOTAS	1,308
TAXA DE RETORNO PARA O INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO DENTRO DO CICLO OPERACIONAL DE 20 ANOS - TRR <i>taxa equivalente anual, na moeda de referência</i>	10,64%
COMPONENTE DE TRR DEVIDA EXCLUSIVAMENTE AO FLUXO {RODi} - TRRa <i>taxa equivalente anual, na moeda de referência</i>	7,87%
TAXA DE RENDA MÉDIA ANUAL PARA O INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO DENTRO DO CICLO OPERACIONAL DE 20 ANOS - TRM <i>taxa equivalente anual, na moeda de referência</i>	10,81%

Não se trata de abordar minuciosamente a questão da securitização do empreendimento pronto e operando, mas simplesmente fornecer condições para que o leitor possa compreender o valor arbitrado para o shopping e a definição do montante de quotas a ser emitido.

6.3 IMPLANTAÇÃO COM CONSTRUÇÃO POR ENCOMENDA

A partir da configuração do empreendimento, estrutura-se o fluxo de recursos para implantação do empreendimento. O mecanismo mais utilizado pelos empreendedores considera a contratação dos materiais, equipamentos e serviços necessários à implantação do empreendimento com um conjunto de empreiteiros, fornecedores e prestadores de serviços, cujos trabalhos são coordenados por uma construtora que gerencia as contratações.

O modelo de contratação da construtora pode prever que há um preço máximo garantido (PMG) que serve como referência para definir prêmios ou penalidades à construtora. Em caso de redução do custo total incorrido em relação ao valor total do contrato, a construtora pode receber uma parte deste “ganho”, enquanto que na situação inversa, a construtora pode perder um percentual do valor a que teria direito a título de taxa de administração.

Diversas outras multas e penalidades podem ser impostas contratualmente à construtora em caso descumprimento de prazos, qualidade dos serviços e custos incorridos, que não fazem parte desta tese discorrê-las. Importante deixar claro que alterações de custos tendem a ser repassadas ao empreendedor, principalmente quando não há uma definição precisa e objetiva dos projetos e das especificações dos materiais e insumos a serem utilizados na execução do empreendimento.

Em muitos casos, esta construtora pertence ao grupo econômico de um dos empreendedores, sendo, portanto, uma prestadora de serviços para a SPE que detém os direitos e obrigações perante o fundo imobiliário que irá adquirir o shopping. Nesta análise, a aquisição do shopping pelo fundo imobiliário ocorrerá somente ao final da implantação, ou seja, com os riscos de implantação eliminados.

Para acompanhar os trabalhos de implantação, o grupo empreendedor contrata uma empresa de gerenciamento especializada, que é responsável por assegurar que os trabalhos estão sendo executados com qualidade necessária dentro dos prazos acordados.

O Quadro 3 ilustra os custos de implantação por insumos e serviços prestados contratados com terceiros por meio da construtora que, por sua vez, recebe uma remuneração pela gestão da obra. Observa-se que os equipamentos do shopping center são contratados diretamente pelo empreendedor, o que reduz os custos incorridos com a construtora. Importante destacar que o empreendedor tem uma estrutura própria de gerenciamento da implantação que pode ser contratada com terceiros para realizar o acompanhamento das atividades da construtora e de seus subcontratados.

Quadro 3 – Custeio da Implantação com Construção por Encomenda

CUSTOS DE IMPLANTAÇÃO - CONSTRUÇÃO POR ENCOMENDA					
		ORÇAMENTO			
		PARÂMETRO (R\$base / m²)	UNITÁRIO R\$mil base	TOTAL	
TERRENO	[Mês - 1]			22.500	terr
CONTAS PRÉ-IMPLANTAÇÃO				2.730	pop
Planejamento	[Meses 2 - 4]	verba	850		
Projetos	[Meses 3 - 6]	verba	1.250		
Despesas Legais	[Meses 5 - 6]	verba	630		
CONSTRUÇÃO CIVIL	cf. programa			61.560	cc
Área Bruta Rentável - ABR		1.000	27.840		
Área de Circulação e Mall		1.250	7.630		
Serviços Administrativos		550	2.120		
Estacionamento Coberto		600	22.550		
Áreas Descobertas		250	1.420		
ADMINISTRAÇÃO	cf. programa	10% cc		6.160	adm
EQUIPAMENTOS	cf. programa	25% cc		15.390	equip
INCERTEZAS	cf. programa	3% cc+equip		2.309	equip
CUSTO DIRETO DE IMPLANTAÇÃO				110.649	CDI
DESPESAS PRÉ-OPERACIONAIS				3.200	
Contas de Promoção (30% Lançamento + 70% Inauguração)	[Mês 7 / últ. 03 meses]	verba	1.200		
Custos Pré-Operacionais (Equipes, Sistemas, etc.)	[últ. 04 meses]	verba	1.250		
Acompanhamento e Fiscalização de Lojistas	[últ. 06 meses]	verba	750		
GERENCIAMENTO DA IMPLANTAÇÃO	cf. programa	8% CDI		8.852	GER
CUSTO TOTAL DE IMPLANTAÇÃO				122.700	CTI
PRAZO DE FORMATAÇÃO				6 meses	
PRAZO DE IMPLANTAÇÃO				30 meses	
Expectativa de inflação de custos - média anual acima da inflação na moeda de referência				2% ao ano	

O programa de desembolsos com a implantação está vinculado diretamente à forma de contratação dos serviços e insumos. Como os subcontratados da construtora faturam os serviços, materiais e mão-de-obra diretamente ao empreendedor (em nome da SPE), os desembolsos não necessariamente representam o andamento físico da obra, visto que o pagamento pela compra de um determinado material não implica na sua aplicação direta na obra. Com isso, em algumas situações, pode-se ter uma situação inversa na qual o

percentual de recursos financeiros desembolsados é maior do que o percentual de execução da obra. Isso fica claro para equipamentos que são produzidos em fábrica e instalados na obra, como, por exemplo, os elevadores e escadas rolantes. Na assinatura do contrato de aquisição de tais equipamentos iniciam-se os pagamentos de parcelas sem que haja qualquer medição da sua produção que pode ocorrer meses depois.

Pelo fato de a implantação não ser financiada por terceiros (instituições financeiras), todos os recursos são provisionados através de conta de capital do empreendedor, ou seja, este deverá suprir todos os déficits de caixa do programa de implantação e comercialização até a entrega do empreendimento para o fundo imobiliário. Há outros desembolsos necessários à conclusão do empreendimento no conceito de pronto e operando, que são as despesas de comercialização das lojas por meio de empresas ou corretores especializados no segmento de varejo em shopping center. Por outro lado, existem os encaixes de receitas de cessão de direitos de uso no ciclo de implantação e de operação⁷⁶, visto que os lojistas pagam tais valores de forma parcelada.

No Apêndice A, os movimentos financeiros no ambiente da SPE são demonstrados de forma estratificada para obter os aportes necessários à implantação, considerando o alívio da necessidade de caixa proporcionada pelo ingresso de *cdu's* e à receita proveniente da venda integral do shopping center ao fundo imobiliário pelo valor definido para emissão das quotas. É mormente enfatizar que os recursos provenientes da venda são utilizados para pagar as despesas necessárias à estruturação, promoção e colocação das quotas no mercado secundário.

Para o empreendedor que realizou a formatação e a implantação do shopping center e vendeu a totalidade de sua propriedade para o fundo imobiliário, os indicadores da qualidade do investimento no cenário referencial de comportamento podem ser expressos no Quadro 4. A taxa de retorno obtida com a venda integral ao final do ciclo

⁷⁶ Como uma fração da ABR COMPLEMENTAR não é locada na fase de implantação, as receitas de *cdu's* inerentes a esta parcela não foram consideradas no fluxo de caixa da SPE. Entende-se que ao transferir a propriedade do shopping para o fundo imobiliário, este fica responsável por realizar tal comercialização e eventuais receitas de *cdu's* serão suas por direito. No caso, tais receitas para o fundo foram desprezadas, pois pressupõe que seu administrador não as cobrará no intuito de acelerar a colocação destas lojas e eliminar a vacância do shopping.

de implantação é superior à taxa de atratividade almejada pelo empreendedor de 20% ao ano efetivo.

Quadro 4 – Indicadores da Qualidade do Investimento para o Empreendedor

INDICADORES COM SECURITIZAÇÃO NO INÍCIO DO CICLO OPERACIONAL		
valores em R\$mil - base		
INVESTIMENTOS EXIGIDOS		116.968
Ciclo de Formação	Semestre [1]	25.230
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	23.713
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	68.025
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	-
RETORNOS VIÁVEIS		188.669
Ciclo de Formação	Semestre [1]	-
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	-
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	-
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	188.669
RESULTADO DO EMPREENDEDOR		71.701
TAXA DE RETORNO PARA EMPREENDEDOR		33,6%
<i>no conceito de taxa interna de retorno</i>		TRRe-sr
<i>taxa anual, equivalente, efetiva acima da moeda de referência</i>		
PAYBACK DOS INVESTIMENTOS		
<i>. primário</i>		MÊS 37
<i>. à taxa de recuperação da capacidade de investimento 20,0% a.a</i>		MÊS 37

Os investimentos realizados durante a implantação foram divididos em duas etapas marcadas pelo instante a partir do qual se imagina ser possível colocar as quotas para os pequenos e médios investidores desde adotados os critérios de governança anteriores. Nota-se que o empreendedor somente recupera sua capacidade de investimento no início do ciclo operacional quando realiza a alienação integral da propriedade ao fundo imobiliário.

6.4 COLOCAÇÃO DAS QUOTAS COM OS CRITÉRIOS DE GOVERNANÇA

A adoção dos critérios de governança propostos no Capítulo 4 repercute em impactos tanto para o empreendedor como para os outros agentes relacionados ao processo de securitização. Os riscos existentes na fase de implantação podem não ser passíveis de eliminação, o que implica na sua redução ou transferência para outros agentes participantes do processo de securitização. Logo, é necessário analisar os efeitos resultantes da adoção dos critérios.

O primeiro critério proposto reside na forma de contratação das obras e equipamentos necessários à edificação do shopping center. Conforme ilustra o Quadro 5, o modelo

contratual proposto é de construção por preço fixo (no caso de R\$ 99,2 milhões), onde a construtora selecionada para executá-la assume todas as responsabilidades pelas alterações resultantes de variação das quantidades e dos preços dos insumos exigidos para a edificação.

Quadro 5 – Custeio da Implantação com Construção por Preço Fixo

CUSTOS DE IMPLANTAÇÃO - CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO				
valores em R\$mil - base				
		ORÇAMENTO		
		PARAMETRO	UNITARIO	TOTAL
TERRENO	[Mês - 1]			22.500 <i>terr</i>
CONTAS PRÉ-IMPLANTAÇÃO				2.730 <i>pop</i>
Planejamento	[Meses 2 - 4]	verba	850	
Projetos	[Meses 3 - 6]	verba	1.250	
Despesas Legais	[Meses 5 - 6]	verba	630	
CONTRATO DE CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO	cf. programa			99.223 <i>PRF</i>
Construção Civil			61.560	
Equipamentos			15.390	
Sistema de Gestão Ambiental Certificado		1,5% cc+equip	1.154	
Apólices de Seguros				
Riscos de Engenharia e Responsabilidade Civil		0,40% PRF/ano	992	
Performance Bond	[20% do preço da obra] x	0,70% PRF/ano	347	
Margem para Contas Gerais de Administração e Resultados		10% cc+equip+mqi+sqa	8.118	
Margem de Segurança para Desvios de Custos e Cobertura de Riscos		4% cc+equip	3.078	
Margem de Cobertura das Contas Vinculadas ao Recebimento do Preço (Encargos Diretos - PIS+COFINS+ISS)		8,65% PRF	8.583	
CUSTO DIRETO DE IMPLANTAÇÃO				124.453 <i>CDI</i>
DESPESAS PRÉ-OPERACIONAIS				3.750
Contas de Promoção (30% Lançamento + 70% Inauguração)	[Mês 7 / últ. 03 meses]	verba	1.400	
Custos Pré-Operacionais (Equipes, Sistemas, etc.)	[últ. 04 meses]	verba	1.550	
Acompanhamento e Fiscalização de Lojistas	[últ. 06 meses]	verba	800	
ACOMPANHAMENTO DA IMPLANTAÇÃO	cf. programa			3.734 <i>GER</i>
Administração Central		0,7% CDI	871	
Vistoria, Medição e Auditoria		1,8% CDI	2.240	
Gestão da Conta Vinculada e de Recebíveis		0,5% CDI	182	
SEGURO COMPLETION BOND	cf. programa	1,20% CTI/ano		4.081 <i>pop</i>
CUSTO TOTAL DE IMPLANTAÇÃO				136.017 <i>CTI</i>

Ao ser contratada para executar a construção por um preço fixo, a construtora assume os riscos oriundos das variações de custos e prazos inerentes ao próprio processo de execução. Nessa modalidade contratual, a construtora acaba por investir na aquisição de insumos e no desembolso com a mão-de-obra para executar etapas da obra que são medidas e pagas posteriormente pelo empreendedor.

Para definir o preço pelo qual a construtora é contratada, é feita uma avaliação das margens de proteção necessárias para cobrir determinado nível de flutuação dos preços, prazos e quantidade dos insumos (inclui materiais, equipamentos e mão-de-obra), sem que haja prejuízos para a construtora. Lembrar que neste contrato de construção foi

previsto o reajuste mensal no pagamento das parcelas do preço por uma deliberalidade dos empreendedores. Caso contrário, a construtora deveria incorporar uma margem adicional para recompor o poder de compra oriundo dos impactos inflacionários.

Além destas margens, a construtora incorpora na formação do preço margens para cobertura das contas gerais de administração do seu escritório central e dos encargos diretos (PIS, COFINS e ISS), visto que o faturamento dos sub-contratados (empreiteiros e fornecedores) é feito exclusivamente para a construtora. Vale destacar que entre os custos necessários à execução do contrato estão os prêmios das apólices de seguros de riscos de engenharia, de responsabilidade civil e de *performance bond*, bem como as despesas necessárias à implantação e manutenção de um sistema de gestão ambiental certificado.

Para que possa validar o preço fixo assumido, a construtora também faz análises dos investimentos a realizar e dos retornos obtidos com o faturamento para o empreendedor e assim calcular a rentabilidade auferida com o contrato. Como as medições realizadas pelos empreendedores consideram os serviços já executados, a construtora é obrigada a pagar os seus empreiteiros e fornecedores antes de receber a correspondente parcela do preço. Isso implica na necessidade de aportes por parte da construtora, superiores a R\$ 5 milhões, os quais são remunerados pelos recursos livres gerados quando do pagamento do preço (vide fluxos e resultados no Apêndice A).

No cenário referencial de comportamento, a taxa de retorno obtida pela construtora é elevada, o que demonstra o alto grau de alavancagem na operação. Isto se deve os riscos embutidos na contratação aos quais a construtora está sujeita ao longo do prazo de vigência. Quaisquer alterações nas premissas do cenário, principalmente no que se refere ao custo da obra ou ao seu prazo de execução, provoca reduções expressivas na qualidade do investimento feito pela construtora.

O segundo critério, também mostrado no Quadro 5, é a contratação do seguro garantia de conclusão das obras pelos empreendedores (*completion bond*). Observe que o prêmio desta apólice é substancialmente superior ao do seguro-garantia fornecido pela construtora, tendo em vista os riscos assumidos pela seguradora que são atenuados pela existência das contra-garantias fornecidas pelos empreendedores. Outro ponto a realçar

é o custeio do gerenciamento da implantação que, nesta modalidade contratual, é reduzido, pois toda a programação e o controle do empreendimento são realizados pela construtora, cabendo aos empreendedores o trabalho de acompanhamento e fiscalização da qualidade dos serviços.

Além destas despesas, no custeio total está incluída a contratação do fiscal para realizar os trabalhos de vistoria, medição e auditoria do andamento da implantação, e também do *trustee* que irá administrar as contas bancárias. Ambas as contratações estão previstas quando da proposição do quarto critério de governança relativo aos riscos de gestão das receitas da SPE.

Com a definição dos custos de implantação, é possível identificar a programação de desembolsos para implantação, cuja principal diferença reside no fato de que os desembolsos relacionados à construção por preço fixo são defasados em relação à construção por encomenda, pois os serviços são medidos quando eles estão concluídos, parcial ou integralmente. Na outra modalidade, os materiais e serviços eram faturados diretamente ao empreendedor antes mesmo da sua correta incorporação à obra.

Com a incorporação dos primeiros dois critérios de governança para mitigação dos riscos, o custo total de implantação para os empreendedores foi substancialmente incrementado à medida que alguns dos riscos inerentes ao processo foram transferidos a outros agentes, dentre os quais às companhias de seguros e à construtora.

As companhias de seguros são remuneradas pela assunção de obrigações perante os investidores, em última instância, com o pagamento dos prêmios das apólices, cujo valor é calculado em função dos riscos de cada operação e dos agentes envolvidos. Em determinadas situações, quando os riscos são tão elevados ou as garantias são insuficientes que exigem prêmios de alto valor, as companhias de seguros podem se recusar a emitir certas apólices em função de que não haver compensação compatível. Este é o caso de algumas operações de *completion bond* onde os empreendedores não têm lastro suficiente para oferecer no contrato de contrato-garantia a ser firmado com a companhia seguradora.

Os outros critérios intrínsecos ao processo de securitização propostos estão descritos no Quadro 6. O terceiro deles diz respeito ao padrão mínimo de inserção mercadológica necessária para que os investidores tenham um nível de conforto na capacidade do empreendimento em gerar renda quando do início da sua operação.

No protótipo em análise, definiu-se como limite mínimo para que sejam distribuídas as quotas no mercado 50% da área bruta rentável das lojas do shopping center, o que somente ocorre no 21º (vigésimo primeiro) mês. Em outros termos, antes de atingir tal percentual, os empreendedores não podem captar recursos junto aos pequenos e médios investidores. No 24º (vigésimo quarto) mês são colocadas as quotas numa única distribuição com integralização das quotas a prazo. Adotou-se que o tamanho da distribuição na implantação representa 51% do empreendimento.

A colocação antecipada ocorre com um desconto no valor pago pelos investidores, sendo este proporcional ao período sem renda pelo qual o investidor deverá esperar até o empreendimento esteja em operação. No caso do shopping center, a taxa de atratividade no ciclo de implantação (*tai-srp*) foi de 15% ao ano, que é superior à taxa de retorno proposta para as quotas dentro do ciclo operacional. Tal taxa pressupõe a adoção de todos os critérios de governança propostos nesta tese, pois, caso contrário, a taxa de atratividade tende a ficar próxima ou superior àquela exigida pelos empreendedores (20% ao ano).

A utilização da conta vinculada com liberações conforme programa de produção (quarto critério proposto) também está descrita no Quadro 6. Neste shopping, consta ainda uma caução de uma parte das liberações no intuito de assegurar a entrega do empreendimento com a qualidade e no prazo acordados.

Quadro 6 – Cenário para Comercialização de Quotas com Mitigadores

PARÂMETROS DA COLOCAÇÃO DAS QUOTAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO		
valores em R\$mil - base		
OFERTA PÚBLICA DE QUOTAS		
PRAZO PARA COLOCAÇÃO DAS QUOTAS NO MERCADO DE CAPITAIS: . As quotas serão alienadas aos pequenos e médios investidores quando o shopping center atingir, no mínimo, 50% da ABR locada		
DATA-MARCO PARA LOCAÇÃO DA FRAÇÃO MÍNIMA:
DATA PREVISTA PARA INAUGURAÇÃO:		
RESUMO DA OFERTA:	1ª EMISSÃO IMPLANTAÇÃO	2ª EMISSÃO OPERAÇÃO
Data de Colocação e Encerramento da Distribuição:	MÊS 24	MÊS 37
Fração do Empreendimento adquirida com a Oferta:	51%	49%
Quotas Emitidas e Subscritas por Investidores:	100.317	96.383
PREÇO E FORMA DE PAGAMENTO DAS QUOTAS:	1ª EMISSÃO IMPLANTAÇÃO	2ª EMISSÃO OPERAÇÃO
Preço Unitário das Quotas:	R\$ 0,859	R\$ 1,000
Montante Total Captado:	86.172	96.383
Forma de Integralização da Quotas:		
<i>No ato da Subscrição:</i>	30%	100%
<i>Saldo em parcelas mensais e iguais:</i>	13	
TAXA DE ATRATIVIDADE ARBITRADA PARA O CICLO DE IMPLANTAÇÃO ADMITIDA HIPÓTESE DE QUOTAS SEM RENDA E COM PROTEÇÕES <i>taxa equivalente, média anual na moeda de referência</i>		15,0% <i>tai-srp</i>
DESPESAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO		
Contas de Operação e Gerenciamento na fase pré-operacional - <i>mensal</i>		43
DISPONIBILIZAÇÃO DAS RECEITAS LIMITADAS À EVOLUÇÃO DO PROGRAMA DE PRODUÇÃO . Consiste em GARANTIA AO INVESTIDOR, na aquisição das quotas do fundo imobiliário. O <i>trustee</i> garante que a liberação dos recursos obtidos com a venda das quotas será feita limitada proporcionalmente ao progresso da implantação, restando para entrega do empreendimento uma caução equivalente a 5,0% * VQUOTAS		
PROTEÇÃO CONTRA A INSUFICIÊNCIA DE RECURSOS NO AMBIENTE DA SPE: Os <i>Empreendedores</i> garantem o aporte prévio dos recursos necessários ao cumprimento das obrigações de implantação e comercialização no período de 02 meses subsequentes, conforme esperado no programa de produção Para o cômputo da necessidade de aporte prévio, incluem-se os saldos de caixa da SPE.

A mitigação do risco de insuficiência de recursos financeiros no âmbito da SPE para sustentar o programa de implantação é proporcionada pela constituição de uma conta reserva com capital dos empreendedores para cobrir um período de 60 (sessenta) dias de produção. Os empreendedores, antes da colocação das quotas no mercado, devem constituir a conta reserva e mantê-la com recursos até que a necessidade de capital pelo empreendimento seja reduzida.

Os recursos provenientes da alienação das quotas para os pequenos e médios investidores são imediatamente direcionados à conta vinculada, operada pelo *Trustee*, e liberados de acordo com o programa de produção que pode ser reconhecido no mesmo

quadro. Ao final da implantação, a caução retida pelos investidores através da conta vinculada resulta num total de R\$ 4 milhões, que servem como proteção adicional aos interesses dos investidores. Com as entradas das receitas de vendas e a liberações para pagamentos a terceiros, é possível mostrar as movimentações da conta de recursos livres no ambiente da SPE, bem como obter a necessidade de aportes por parte dos empreendedores e os retornos que lhes serão disponíveis.

Por fim, o último critério intrínseco proposto é a constituição da conta reserva, cuja formação e operacionalização pode ser visualizada no Apêndice A. Notar que a conta reserva só torna-se mandatária no mês anterior ao processo de distribuição das quotas no mercado. Tal conta acrescenta um volume de investimentos da ordem de R\$ 13 milhões, ou seja, um acréscimo de 20% no total esperado.

No Quadro 7, é possível visualizar os indicadores financeiros e econômicos da qualidade do investimento para os empreendedores na condição de securitização na fase de implantação com incorporação dos critérios de governança.

Quadro 7 – Qualidade do Investimento com Critérios de Governança

INDICADORES COM SECURITIZAÇÃO COM PROTEÇÕES ADICIONAIS		
valores em R\$mil - base		
INVESTIMENTOS EXIGIDOS		77.973
Ciclo de Formação	Semestre [1]	25.230
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	20.984
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	31.759
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	-
RETORNOS VIÁVEIS		122.379
Ciclo de Formação	Semestre [1]	-
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	-
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	16.314
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	106.064
RESULTADO DO EMPREENDEDOR		44.406
TAXA DE RETORNO PARA EMPREENDEDOR		24,4%
<i>no conceito de taxa interna de retorno</i>		TRRe-sp
<i>taxa anual, equivalente, efetiva acima da moeda de referência</i>		
PAYBACK DOS INVESTIMENTOS		
<i>. primário</i>		MÊS 37
<i>. à taxa de recuperação da capacidade de investimento 20,0% a.a</i>		MÊS 37

É importante destacar que a rentabilidade, medida pela taxa interna de retorno, é menor que a obtida na configuração inicial, o que é razoável na medida em que os riscos do negócio foram transferidos parcialmente a terceiros. No entanto, apesar da queda de

cerca de 9% equivalente ao ano, a taxa de retorno permanece acima do patamar mínimo de atratividade para o empreendedor.

Por outro lado, pode-se constatar que o nível de investimento total do empreendimento foi reduzido em mais de R\$ 35 milhões, o que pode ser considerado expressivo para as empresas que têm limites de capital disponível para novos empreendimentos.

6.5 A ADOÇÃO DOS COVENANTS

Como critérios adicionais, foram definidos *covenants* que buscam incrementar o interesse dos investidores em adquirir as quotas do fundo imobiliário durante a implantação. Na análise feita, não será considerada uma maior aceitação, entendida com maior volume de quotas colocadas em cada emissão, pois o objetivo é comparar os efeitos da adoção dos *covenants* em comparação aos resultados alcançados com a incorporação ou não dos critérios de governança extrínsecos ao processo.

Além disso, não será feita qualquer simulação em relação à adoção do último critério de governança, referente à gestão e solvência da SPE, pois este não gera necessariamente ônus financeiro ou econômico para os empreendedores, mas restringe direitos e limita os poderes de gestão do empreendedor, corroborando para prevenir atos ou situações que comprometam a capacidade do empreendimento estar pronto e operando ao final da implantação.

O primeiro *covenant* adotado refere-se à renda mínima garantida durante o período de implantação a ser paga pelo empreendedor aos quotistas do fundo imobiliário. O Quadro 8 ilustra que o investidor receberá mensalmente o valor equivalente a 1% do montante investido na aquisição das quotas, sem qualquer atualização monetária até o final da implantação. Todavia, a taxa arbitrada para o ciclo de implantação será de 12% ao ano, inferior ao patamar definido no caso de ausência de renda.

Quadro 8 – Cenário para Adoção dos *Covenants* na Securitização

COLOCAÇÃO DAS QUOTAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO COM ADOÇÃO DE COVENANTS		
valores em R\$mil - base		
<p>GARANTIA MÍNIMA DE RENDA NO AMBIENTE DO FUNDO IMOBILIÁRIO . Consiste em GARANTIA RECEBIDA DO VENDEDOR, na aquisição do portfólio. O vendedor garante, dentro do prazo de implantação estipulado, ao final de cada mês, uma RECEITA MÍNIMA DE EXPLORAÇÃO DO PORTIFÓLIO equivalente a [taxa de garantia x VQUOTAS integralizadas]</p>		
taxa de garantia	1,00% ao mês - nominal	
PREÇO E FORMA DE PAGAMENTO DAS QUOTAS:	1ª EMISSÃO IMPLANTAÇÃO	2ª EMISSÃO OPERAÇÃO
Preço Unitário das Quotas:	R\$ 0,884	R\$ 1,000
Montante Total Captado:	88.680	96.383
Integralização da Quotas no ato da Subscrição		
TAXA DE ATRATIVIDADE ARBITRADA PARA O CICLO DE IMPLANTAÇÃO ADMITIDA HIPÓTESE DE QUOTAS COM RENDA E COM PROTEÇÕES taxa equivalente, média anual na moeda de referência		12,0% tai-crp
<p>FUNDO DE RESERVA PARA LIQUIDEZ DAS QUOTAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO . Consiste em SEGURANÇA RECEBIDA DO VENDEDOR, na aquisição do portfólio. O vendedor constitui um fundo de liquidez, durante o prazo de implantação estipulado, para comprar e vender quotas, por meio de um <i>market maker</i>, no mercado secundário equivalente a [reserva técnica x LIBERAÇÃO]</p>		
reserva técnica	10,0% de cada parcela do preço	
RECOMPRA E COLOCAÇÃO DAS QUOTAS	No Ciclo-imp	
- Fração adquirida mensalmente das Quotas	3%	das quotas em circulação
- Prazo de recolocação uniforme do estoque de quotas	6 meses	a partir da data de aquisição
- Custo de colocação	0,30%	sobre valor transacionado
(*) Valor da transação no mercado secundário referenciado pelo preço de subscrição sem ágio ou deságio		

Neste quadro, estão ainda descritos os procedimentos para constituição e operação de um fundo de liquidez, administrado por uma Instituição Financeira, que será responsável por adquirir e alienar quotas no mercado secundário, conforme estipulado no sétimo critério de governança.

Nota-se que foi estabelecido um cenário de atuação para que o fundo faça as operações no mercado secundário. Admitiu-se que o fundo irá adquirir quotas pelo seu valor ajustado de acordo com a valorização das quotas do instante da sua emissão até a oferta subsequente e que será capaz de recolocá-las dentro de um prazo pelo valor de mercado na época. O montante total destinado ao fundo de liquidez é representado por 10% do total recebido de cada parcela do preço. Ao final da implantação, admite-se que o fundo de liquidez não adquire mais quotas, aliena as quotas remanescentes e reverte mensalmente o saldo financeiro para o empreendedor.

Com o volume de quotas em circulação no mercado secundário, pode-se calcular o montante global de renda a ser paga aos investidores mensalmente durante o período de implantação que atinge mais de 10% do total captado durante a implantação. Não foi computada a renda que seria paga às quotas em poder do fundo de liquidez, pois como este é do próprio empreendedor, tal pagamento reverter-se-ia em custos e tributos adicionais dispensáveis na formatação proposta para fundo. Lembrar que o fundo é tratado como se fosse uma conta específica da SPE que detém recursos financeiros e a custódia das quotas do fundo imobiliário que não foram recolocadas.

A partir das liberações e das cauções da conta vinculada, é possível construir o fluxo de investimentos e retornos com a adoção dos *covenants*. Pode-se notar que o volume de investimentos na fase de implantação aumenta, pois a reserva para pagamento da renda e a retenção para formação do fundo de liquidez reduzem a disponibilidade de recursos para custeio da produção. Nem mesmo o maior preço de emissão das quotas é capaz de contrabalancear os impactos oriundos da adoção dos *covenants*.

Com o fluxo de investimentos e retornos demonstrado, é possível apresentar os indicadores da qualidade do investimento para o empreendedor com a adoção dos critérios de governança propostos nesta tese (Quadro 9).

Quadro 9 – Qualidade do Investimento com *Covenants*

INDICADORES COM SECURITIZAÇÃO COM ADOÇÃO DOS COVENANTS		
valores em R\$mil - base		
INVESTIMENTOS EXIGIDOS		87.469
Ciclo de Formação	Semestre [1]	25.230
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	20.984
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	41.255
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	-
RETORNOS VIÁVEIS		124.244
Ciclo de Formação	Semestre [1]	-
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	-
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	13.623
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	110.620
RESULTADO DO EMPREENDEDOR		36.774
TAXA DE RETORNO PARA EMPREENDEDOR		20,6%
<i>no conceito de taxa interna de retorno</i>		TRRe-cp
<i>taxa anual, equivalente, efetiva acima da moeda de referência</i>		
PAYBACK DOS INVESTIMENTOS		
<i>. primário</i>		MÊS 37
<i>. à taxa de recuperação da capacidade de investimento 20,0% a.a</i>		MÊS 54

Constata-se que a taxa de retorno obtida é menor, pois uma parte dos ganhos foi transferida aos investidores por meio da renda garantida durante a implantação. Todavia, não está incorporado na análise o maior interesse que as quotas devem trazer aos investidores com o incremento na rentabilidade já na fase de implantação.

Apesar da queda de mais de 10% em relação ao cenário sem proteções, observa-se que a rentabilidade do empreendedor ainda está acima do padrão de atratividade desejado, o que deve sustentar o interesse destes em realizar operações nesta configuração.

6.6 ANÁLISE DE RISCOS E AVALIAÇÃO DAS PROTEÇÕES

Através do protótipo, pretende-se analisar os riscos provenientes de três alterações distintas do cenário referencial para avaliar quais são os impactos nos indicadores da qualidade do investimento para os agentes da securitização, em particular o empreendedor e o investidor.

A primeira análise reside no incremento dos custos de implantação e a repercussão para o empreendedor, visto que o investidor não é afetado por tal variação, já que adquire o shopping por preço arbitrado por meio do valor de emissão das quotas. O Gráfico 2 ilustra o impacto na rentabilidade e no nível do investimento para o empreendedor com o incremento nos custos de implantação.

Note que a taxa de retorno do empreendedor não é afetada quando se adotam critérios que transferem o risco de alteração dos custos para a construtora. Caso contrário, um incremento de 10% no custo total leva o empreendedor a ter que investir mais R\$ 10 milhões, enquanto a sua rentabilidade é reduzida em 5% (cinco por cento). Com isso, o investidor tende a estar também mais protegido já que o empreendedor tem maior segurança na qualidade do investimento no empreendimento.

Por sua vez, a construtora, ao assumir o risco da variação dos custos, acaba por ter seus indicadores da qualidade do investimento fortemente sujeitos aos impactos de elevação destes custos. O Gráfico 3 ilustra o comportamento da taxa de retorno e do nível de investimento para alterações de até +8% do custo de implantação.

Gráfico 2 – Incremento do Custo de Implantação para o Empreendedor

Gráfico 3 – Incremento do Custo de Implantação para a Construtora

O segundo fator de análise reside no atraso da conclusão da implantação que, por sua vez, influencia tanto o empreendedor como o investidor. Importante destacar que a

existência do seguro para conclusão das obras não elimina a possibilidade de atraso na entrega do empreendimento pronto e operando. Por se tratar apenas de um mecanismo de mitigação, é importante avaliar o impacto de tal variação nos indicadores de qualidade, conforme pode ser visualizado no Gráfico 4.

Gráfico 4 – Atraso na Implantação para o Empreendedor

Constata-se que o atraso afeta diretamente o nível de investimento e a taxa de retorno do empreendedor em todas as configurações (sem proteções, com proteções e com proteções e *covenants*). No entanto, o atraso na situação com proteções acaba por reduzir os investimentos, pois o empreendedor pode se valer das receitas obtidas com as *cdu's* para sustentar o programa de produção. Na situação com *covenants* já não é possível, pois o aumento dos gastos com a renda garantida aos quotistas elimina este efeito benéfico.

A postergação da entrega para o investidor também afeta os investimentos feitos na fase de implantação. O Gráfico 5 ilustra o impacto na rentabilidade auferida com as quotas adquiridas na oferta pública em três situações: no início do ciclo operacional, na implantação com e sem os *covenants*.

Gráfico 5 – Atraso na Implantação para o Investidor

Importante destacar que a rentabilidade decresce quando o empreendimento não é entregue dentro do prazo. Isso se deve ao fato que a renda proporcionada pela operação do shopping também fica atrasada, o que compromete a taxa de retorno. Todavia, com a introdução da garantia de renda, o investidor está mais protegido contra atrasos na medida em que estará recebendo os rendimentos indiretamente do empreendedor por meio do fundo imobiliário. Notar que as flutuações da taxa de retorno são oriundas da consolidação do fluxo de caixa mensal para o investidor numa periodicidade anual.

Analogamente, a construtora também é afetada pelo atraso na implantação quando contratada por preço fixo. O Gráfico 6 demonstra que o investimento e a rentabilidade são prejudicados com a postergação da entrega do shopping pronto e operando. Notar que a taxa de retorno da construtora cai de forma intensa já com alguns meses de atraso.

Vale ressaltar que a adoção dos critérios de governança tende a reduzir as hipóteses nas quais o empreendimento será entregue com atraso. A gestão da implantação na modalidade contratual de construção por preço fixo, acompanhada de perto pela seguradora que emite a apólice do *completion bond*, tende a identificar antecipadamente desvios que possam comprometer a entrega do empreendimento na data estipulada.

Gráfico 6 – Atraso na Implantação para a Construtora

Na hipótese de haver dificuldades para locação das lojas do shopping, traduzido por uma redução no ritmo das colocações, haverá uma restrição na possibilidade de distribuição das quotas antes do final da implantação. O Gráfico 7 ilustra o impacto para o Empreendedor da redução do nível de colocação global das lojas (ancoragem e complementar) ao longo do tempo.

Note que para a configuração sem proteções, a redução das locações na fase de implantação provoca um pequeno aumento no nível de investimento e uma leve redução da taxa de retorno em função da queda dos encaixes de *cdu's* no período. Já com as proteções, o nível de investimento aumenta significativamente em função da postergação do instante no qual o empreendimento poderá ser parcialmente alienado ao fundo imobiliário. Isso também ocorre na configuração com *covenants*, porém a taxa de retorno nesta hipótese aumenta em função de que o período de renda garantida pelo empreendedor é reduzido.

Gráfico 7 – Redução da Colocação das Locações para o Empreendedor

Com a redução das locações, o investidor acaba por postergar a aquisição do empreendimento em função da proteção trazida pela locação mínima para securitização. Nesta condição, os indicadores de qualidade para os investidores, em todas as situações, são afetados pela ausência de parte da renda proveniente dos locatários durante os primeiros anos de operação, além da assunção dos custos de manutenção dos espaços vazios (Gráfico 8).

É importante verificar que o critério para mitigação dos riscos de inserção mercadológica protege o investidor durante o ciclo de implantação à medida que a distribuição das quotas só é feita a partir de um nível mínimo de “pré-locação”, no caso do protótipo 50% do total da ABR. Isso faz com que a rentabilidade cresça em determinadas situações, onde o investidor posterga o aporte dos recursos com a aquisição das quotas.

Gráfico 8 – Redução da Colocação das Locações para o Investidor

Tal proteção afeta diretamente os indicadores de qualidade do investimento do empreendedor que acaba por ter um incremento expressivo na sua exposição de caixa, pois passa a não contar com os recursos advindos da securitização para os investidores antes da conclusão do empreendimento.

Estes investidores, por sua vez, acabam por estar mais protegidos ao não aplicarem seus recursos num empreendimento que está com dificuldade de encontrar lojistas dispostos a alugar os espaços comerciais pelos preços de locação estipulados no planejamento. Até mesmo o investidor que adquire o empreendimento pronto para operar tem um impacto substancial na rentabilidade esperada dentro do ciclo operacional, fato este que pode ensejar na revisão do preço das quotas do fundo imobiliário ou, em último caso, desistência da aquisição.

Em síntese, a análise demonstra que os investidores estão mais protegidos contra as eventuais variações ocorridas no cenário referencial que façam com que o empreendimento não entre em operação na data acertada, ou que o faça em condições insatisfatórias de gerar renda no patamar definido no planejamento.

7. CONCLUSÕES

O mercado imobiliário brasileiro tem passado por uma transformação recente provocada pelo ingresso de investimentos estrangeiros não somente em empresas de capital aberto que fizeram ofertas públicas de ações, mas também em outras que apresentam um potencial de crescimento. Com isso, houve uma maior profissionalização do mercado, principalmente no segmento de empreendimentos imobiliários habitacionais. Contudo, a evolução do mercado imobiliário ainda pode passar por uma reforma da legislação de propriedade e de locações com foco nos aspectos comerciais, de garantias e riscos.

Os empreendimentos de base imobiliária, cuja principal ênfase é a geração de renda, não apresentaram até o momento uma evolução expressiva no sentido de atrair de forma contundente investimentos pesados por meio do mercado de capitais. Foram poucas as empresas do segmento, notadamente no segmento de shopping centers, que trouxeram investidores para incrementar a sua capacidade de desenvolver novos projetos.

Ao observar a experiência internacional, verifica-se que importantes economias ao redor do mundo têm criado legislações específicas para aglutinar capitais financeiros e aplicá-los em empreendimentos deste segmento. A premissa crucial dos legisladores reside em prover incentivos fiscais aos investimentos de tal modo a atraí-los com objetivo de formar poupança de longo prazo e impulsionar o crescimento econômico da nação. Como exemplo de sucesso, a economia dos EUA demonstrou claramente através do REIT's que é possível constituir *portfolios* de empreendimentos que são oferecidos inclusive a pequenos e médios investidores através da securitização em valores mobiliários.

No Brasil, os fundos imobiliários foram criados no início da década de 90 no intuito de repetir a experiência norte-americana em proporcionar uma alternativa de aplicação imobiliária para renda aos investidores do mercado em geral. Todavia, o ritmo de crescimento desta tipologia de fundo de investimento, passados mais de 15 anos do seu surgimento, não foi capaz de criar veículos de investimentos em *portfolios* para renda. A CVM, atenta ao potencial deste mercado, publicou nova instrução normativa para os fundos imobiliários no sentido de aperfeiçoar as regras de funcionamento.

Como perspectiva futura, a nova regulamentação deve impulsionar o surgimento de fundos imobiliários voltados para o mercado em geral, porém estes devem ainda concentrar-se em securitizar frações de imóveis⁷⁷ ou em formar *portfolios* de empreendimentos em operação⁷⁸. Logo, os fundos imobiliários tendem a continuar na posição passiva de adquirir propriedades consolidadas, fracionadas e, eventualmente, obsoletas funcionalmente.

A tese propõe critérios de governança para atrair a poupança de investidores a fundos imobiliários que tenham um papel ativo no desenvolvimento de empreendimentos de base imobiliária. Busca-se, por meio de mecanismos de proteção aos investimentos, condições adequadas para contribuir na equação de *funding* durante o processo de implantação. Os fundos imobiliários com esta estratégia de aquisição terão relevante participação na produção de novos projetos voltados para renda.⁷⁹

Nesse sentido, os empreendedores podem adotar estruturas mais adequadas para proteger os seus investidores, comprometendo uma parte dos seus lucros em favor de uma redução dos investimentos necessários e da maior segurança na alienação da propriedade. Com isso, pode haver maior capacidade de executar novos projetos, os quais hoje acabam por não acontecer em função da ausência de recursos financeiros para viabilizá-los ou de investidores com horizonte de longo prazo para deter os ativos de base imobiliária.

⁷⁷ Recentemente, foi feita a oferta de quotas de um fundo imobiliário que adquiriu a 30% da propriedade do Shopping West Plaza, localizado na região oeste da cidade de São Paulo (SP). O volume da oferta foi de R\$ 95.400.000,00 (noventa e cinco milhões e quatrocentos mil reais) e atraiu 412 investidores que podiam aplicar no mínimo R\$ 10.000,00 (dez mil reais) em quotas.

⁷⁸ Mesmo num fundo imobiliário que possua empreendimentos de base imobiliária em operação e com produção de renda, é importante identificar se o veículo tem permissão para construir, incorporar, ampliar ou reformar seus imóveis. Nesta hipótese, o investidor deve reconhecer as garantias de execução das obras.

⁷⁹ Vale destacar que nas décadas de 80 e 90, os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, tiveram uma atuação importante na viabilização de empreendimentos de base imobiliária, pois eram os principais adquirentes de participações nestes projetos quando ainda na fase de implantação. Com a restrição gradual do limite de aplicação direta em imóveis pela SUSEP (até 8% dos ativos a partir de 2009), muitos fundos de pensão passaram a vender participações em vez de adquirir, pois já tinham excedido aos limites estipulados.

Por sua vez, os investidores, em particular de pequeno e médio porte, poderão ingressar com maior grau de proteção em novos empreendimentos, concebidos de uma maneira profissional e desenvolvidos na forma de *project finance*, e auferir os ganhos com a mais-valia da implantação. O investidor deve ter ciência que não existirá qualquer estruturação jurídica e financeira de empreendimentos de base imobiliária sem que este incorra em riscos durante a fase de implantação. O investidor deve ter a capacidade de avaliar se o risco associado ao produto oferecido, no caso as quotas do fundo imobiliário, é compatível com a rentabilidade esperada para o investimento, sob a sua ótica e não a de quem está envolvido diretamente com o negócio, em especial, o empreendedor.

É necessário frisar ao leitor que os critérios estabelecidos nesta tese estão intimamente ancorados em premissas e condições vigentes na economia nacional. As futuras alterações de legislação, a consolidação da jurisprudência, a conjuntura econômica, as relações entre os agentes do setor imobiliário, a condição vigente de crédito bancário, entre diversos outros fatores, podem influenciar na aplicabilidade e na eficácia dos critérios de governança propostos.

A principal recomendação desta tese é de que os fundos imobiliários podem ser uma ferramenta poderosa para aqueles que desejam implantar novos empreendimentos de base imobiliária. A estruturação de um conjunto de garantias e proteções aos investidores deve ser capaz de atrair a poupança de uma grande parte da população que ainda aplica seus recursos financeiros em imóveis residenciais para locação.

As isenções fiscais concedidas pelo Governo Federal a esses investidores têm tamanha magnitude que permitem aos empreendedores a alienação de ativos imobiliários aos fundos imobiliários por preços bem competitivos, mesmo ao considerar os custos inerentes ao processo de securitização.

Cabe aos agentes do mercado imobiliário e do mercado de capitais saberem usufruir desta vantagem para efetivamente ofertar produtos novos que contenham pelo menos parte das proteções propostas nesta tese. Sem isso, é provável que se continue a visualizar operações pontuais que deixarão o país em desvantagem em relação a outras economias na competição por atrair investimentos imobiliários.

Como sugestão de pesquisas futuras, fica a oportunidade, com a nova legislação, dos fundos imobiliários passarem a exercer de forma pioneira o desenvolvimento de um *portfolio* de empreendimentos de base imobiliária para sua própria carteira de ativos. O papel do fundo imobiliário como empreendedor, à semelhança do que já fazem alguns fundos de investimento em participação (FIP's), pode ser uma estratégia inovadora no mercado à medida que os investidores podem participar integralmente dos ganhos da implantação. Pesquisas nesta área podem analisar desde a estratégia de atuação até a forma através do qual os empreendimentos serão formatados, implantados e, se for o caso, alienados.

Outra possível linha de pesquisa aberta pela nova legislação está na atuação dos fundos imobiliários como detentores de outros valores mobiliários relacionados ao mercado, tais como ações, debêntures, notas promissórias, quotas de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC's) ou de fundos de investimento em participação (FIP's), certificados de recebíveis imobiliários (CRI's), certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e até quotas de outros fundos imobiliários. A definição da estratégia, a gestão dos ativos, a atuação indireta nos empreendimentos e outros assuntos relacionados podem ser alvo de trabalhos acadêmicos no campo dos fundos imobiliários.

Para finalizar, os fundos imobiliários já possuem mais de uma década de existência e hoje ainda é difícil identificar artigos, livros, trabalhos e pesquisas acadêmicas sobre o assunto. Exceção feita ao Núcleo de Real Estate da USP, as poucas referências disponíveis, em geral, estão esparsas, têm pouca profundidade ou ficaram obsoletas com a nova legislação. Espera-se que esta tese de doutoramento suscite a publicação de novos textos sobre fundos imobiliários que possam disseminar o conhecimento pela sociedade e concomitantemente contribuir para a expansão da oferta deste produto para os investidores privados em geral.

8. BIBLIOGRAFIA DE REFERÊNCIA

ALENCAR, C. T.; ROCHA LIMA JR., J. Os atributos do mercado brasileiro de empreendimentos de base imobiliária para captar recursos de investidores estrangeiros. **Real Estate: Economia & Mercados**, São Paulo, v.2, n.2, p. 73-114, jul./dez. 2005.

ALTENFELDER, R. Desenvolvimento sustentável. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 06 mai. 2004. p.A3.

AMATO, F.B. **Arbitragem de valor: uma rotina de análise para empreendimentos de base imobiliária**. 2001. 110p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

_____. Patrimônio de Afetação em SPEs. **Construção Mercado**, São Paulo: Pini, v.60, n.7, p.34-35, set. 2007.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS (ABNT). **NBR 14653-4**. Avaliação de bens. Parte 4: Empreendimentos. Rio de Janeiro, 2002. 16p.

BARRETO, L.C.G. **Projeto finance: a área cinzenta entre a execução de performance bonds e garantias a favor do “project lender”**. São Paulo, 16p., 2003. Disponível em: < http://www.ubf.com.br/files/case_ANSP_2003.pdf > . Acesso em: 22 fev. 2007.

BANCO OURINVEST S.A. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Fashion Mall**. São Paulo, 459p. 2002. Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 04 jul. 2006.

_____. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Hospital Nossa Senhora de Lourdes**. São Paulo, 257p. 2007. Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 26 set. 2007.

BELLOTTO, A. Aumenta a disputa pela gestão de fortunas. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 20 jun. 2005. p.3.

BELLUZZO, L.G.M. Peripécias e percalços da liquidez financeira. **Valor Econômico**, São Paulo, 13 jan. 2004. p.A9.

BONOMI, C.A.; MALVESSI, O. **Project finance no Brasil: fundamentos e estudos de caso**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004. 396p.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Mercado de capitais**. São Paulo: 1999. 36p.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 8.668**, de 25 de jun. de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário de fundos de investimento imobiliário e

dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/leis/L8668.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Presidência da República. **Lei nº 8.934**, de 18 de nov. de 1994. Dispõe sobre o registro público de empresas mercantis e atividades afins e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.dnrc.gov.br/legislacao/lei/lei8934.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Presidência da República. **Lei nº 9.779**, de 16 de jan. de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/Leis/L9779.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Presidência da República. **Lei nº 10.931**, de 02 de ago. de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br/>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Presidência da República. **Lei nº 11.196**, de 21 de nov. de 2005. Altera a Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004 e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11196.htm>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 205**, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst205.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 206**, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst206.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 389**, de 03 de jun. de 2003. Altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst389.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 400**, de 29 de dez. de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst400.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409**, de 18 de ago. de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e

a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst409.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 450**, de 30 de mar. de 2007. Altera as Instruções CVM nºs. 409, de 18 de agosto de 2004, 306, de 5 de maio de 1999, 387, de 28 de abril de 2003 e 391, de 16 de julho de 2003 e revoga as Instruções CVM nºs 316, de 15 de outubro de 1999, 322, de 14 de janeiro de 2000, 326, de 11 de fevereiro de 2000, 327, de 18 de fevereiro de 2000, 329, de 17 de março de 2000, 336, de 15 de maio de 2000, e 338, de 21 de junho de 2000. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado_450.asp>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 465**, de 20 de fev. de 2008. Altera as Instruções CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e nº 438, de 12 de julho de 2006. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\\inst\\inst465.doc>. Acesso em: 02 nov. 08.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 472**, de 31 de out. de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/audi/inst472.doc>. Acesso em: 02 nov. 08.

_____. Secretaria da Receita Federal. **Instrução Normativa nº 474**, de 03 de dez. de 2004. Dispõe sobre o regime especial de tributação aplicável às incorporações imobiliárias instituído pela Lei nº 10.931, de 2004. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Ins/2004/in4742004.htm>>. Acesso em: 23 dez. 05.

_____. Superintendência de Seguros Privados. **Circular Susep nº 232**, de 03 de jun. de 2003. Divulga as informações mínimas que deverão estar contidas na apólice, nas condições gerais e nas condições especiais para os contratos de seguro-garantia e dá outras disposições. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/textos/circ232.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

BULLA, W. A ordem é reduzir os riscos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 05 ago. 2002. p.3.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso**. Rio de Janeiro, 59p. 2002. Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>. Acesso em: 25 fev. 2006.

_____. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Torre Almirante.** Rio de Janeiro, 617p. 2004. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br>>. Acesso em: 30 jun. 2006.

CARVALHAES, M. L. M. **Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários.** 2006. 89p. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, Programa de Educação Continuada em Engenharia, São Paulo, 2006.

CHAGAS, E.B. **Project Finance no setor elétrico: um estudo de caso da usina de Barra Grande.** 2006. 139p. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Rio de Janeiro. Apresenta informações sobre o mercado de capitais no Brasil. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 07 jan. 2009.

_____. **Fundo de investimento imobiliário.** Cadernos CVM. Rio de Janeiro: CVM, 2005. 30p.

COINVALORES C.C.V.M LTDA. **Prospecto de distribuição pública de quotas do FP. F. Andrômeda Fundo de Investimento Imobiliário.** São Paulo, 182p. 2006. Disponível em: <<http://www.coinvalores.com.br>>. Acesso em: 16 nov. 2007.

ECKERT, J. Europe's REIT regime. **Urban Land**, Washington, v.63, n.07, p.88-89;93, jul. 2004.

ERNST & YOUNG. **Riding out the storm – Global Real Estate Investment Trust report 2008**, 1.ed. Sidney: 2008. 88p. Disponível em: <http://www.ey.com/global/content.nsf/Internacional/Real_Estate_Overview>. Acesso em: 08 nov. 2008.

FINNERTY, J.D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos.** Tradução: Bazán Tecnologia e Linguística, Trieschman, C.H.; supervisor, Fortuna E. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1999. 355p. Disponível em: <<http://www.coinvalores.com.br>>. Acesso em: 26 fev. 2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. Washington. Apresenta informações sobre o desempenho das economias dos países do mundo. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 15 jun. 2008.

HAMMER, J. The developing REIT: REITs face issues and challenges in the development marketplace. **Urban Land**. Washington, v.62, n.2, p.31-33, fev. 2003.

HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A. **Prospecto de distribuição pública de quotas do HG Brasil Shopping – Fundo de Investimento Imobiliário**. São Paulo, 90p. 2006. Disponível em: <<http://www.coinvalores.com.br>>. Acesso em: 26 fev. 2007.

_____. **Prospecto de distribuição pública de quotas do HG Real Estate – Fundo de Investimento Imobiliário**. São Paulo, 89p. 2007. Disponível em: <<http://www.coinvalores.com.br>>. Acesso em: 16 nov. 2007.

JONES LANG LASALLE. **Real Estate Transparency Index 2006**. Chicago, 20p. Jul. 2006. Disponível em: <<http://www.research.joneslanglasalle.com/>>. Acesso em: 10 dez. 2007.

KOCHEN, R. Auditoria ambiental, um instrumento eficaz de gestão ambiental. **Revista Engenharia**, São Paulo, v.60, n.555, p.56-60, jan. 2002.

MERCÚRIO – DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Páteo Moinhos de Vento**. Porto Alegre, 271p. 1998. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br>>. Acesso em: 04 jul. 2006.

MONETTI, E. **Análise de riscos do investimento em shopping centers**. 1996. 261p. Tese (Doutorado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

MOSCA, A. O investidor PF e as aplicações de risco. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 09 mar. 2006. p.C7.

NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts. Dispõe sobre o mercado norte-americano de REITs. Disponível em: <<http://www.nareit.com>>. Acessos em: 09 mar. 08 e 07 jan. 09.

NOGUEIRA, M. Auditoria de empreendimentos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12 jul. 2005. p.3.

PALERMO, F. K. O. **O fundo de investimento imobiliário**. Estudos Registraes e Notoriais. v.25, n. 52, 2002. Disponível em: <http://www.irib.org.br/print/rdi/rdi53_142.asp>. Acesso em: 20 jan. 2006.

PINHEIRO, A. F. G. Financiamento da infra-estrutura **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12 out. 2005. p.A3.

PONTES, M. A que riscos o capital está sujeito? **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 25 jul. 2005. p.A3.

PROJECT MANAGEMENT INSTITUTE - PMI. **Um guia do conhecimento do gerenciamento de projetos – Guia PMBOK**, 3.ed. Newtown Square: 2004. 405p.

RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS. **Prospecto de distribuição pública de quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis.** São Paulo, 171p. 2007. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

ROCHA LIMA JR., J. **Arbitragem de valor de portfolios de base imobiliária.** São Paulo: EPUSP, 1994. 47p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/132).

_____. **Princípios para análise da qualidade de empreendimentos – o caso dos empreendimentos de base imobiliária.** São Paulo: EPUSP, 1995. 72p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/153).

_____. **Planejamento de shopping-centers.** São Paulo: Editora Plêiade, 1996. 266p.

_____. **Arbitragem de valor de hotéis.** São Paulo: EPUSP, 2000. 55p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/267).

_____. **Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trusts.** In: Congresso Urban Land Institute - Real Estate na América Latina, 2001, São Paulo, Brasil, 2001. 7p. Disponível em: <<http://www.realestate.br>>. Acesso em: 22 ago. 2005.

RUDGE, L.F.; AMENDOLARA, L. **Desvendando a rede de financiamentos imobiliários.** São Paulo, Pini, 1997. 111p.

SANTOS, P.S.M. **Gestão de riscos empresariais.** Osasco, Novo Século Editora, 2002. 109p.

SECURATO, J.R. **Decisões financeiras em condições de risco.** São Paulo, Atlas, 1996. 244p.

UNITAS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. **Prospecto de oferta pública de distribuição secundária de quotas da primeira emissão do Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima.** São Paulo, 325p. 2001.

VISCONTI, M. A evolução dos fundos de investimento imobiliário no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 abr. 2008. p.A10.

WATANABE, M. CVM encontra falhas que auditorias ignoraram. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26 ago. 2002. p.A12.

9. BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ADUAN, C.E.A.G. **Análise do valor ajustado para empreendimentos de base imobiliária com renda comprometida**. 2008. 110p. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, Programa de Educação Continuada em Engenharia, São Paulo, 2008.

ALENCAR, C.T. **Derivação de fundos para investimento em empreendimentos de infra-estrutura no Brasil: a viabilidade da securitização nas concessões rodoviárias e de geração independente de energia elétrica**. 1998. 281p. Tese (Doutorado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1998.

AMATO, F.B. et al. **Estratégia de aplicação em fundos imobiliários como diversificação de investimentos: uma análise do desempenho recente e seus fatores de influência**. In: Seminário de Economia e Administração – SEMEAD, 8., São Paulo, 2005. Anais eletrônicos. São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br>>. Acesso em: 22 nov. 2005.

APPRAISAL INSTITUTE. **The appraisal of real estate**. 11.ed. Chicago: 1996. 820p.

ARUMI, C., IVINSON, J. **Europe debates real estate investment trusts?** Washington, 4p., 2005. Disponível em: <<http://www.hhlaw.com/newsstand/pubDetail.aspx?publication=1095>>. Acesso em: 04 jul. 2005.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - BNDES. Rio de Janeiro. Apresenta informações sobre as atividades da instituição, linhas de crédito disponíveis. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2007.

BLOCK, R.L. **Investing in REITs: real estate investment trusts**. 2.ed. Princeton: Bloomberg Press, 2002. 399p.

BORGES, L.F.X. Covenants: instrumentos de garantia em project finance. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 117-135, jun. 1999.

BRANCO, C. E. C; MONTEIRO, E. M. A. R. Um estudo sobre a indústria de fundos de investimento imobiliário no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro v.10, n. 20, p.261-296, 2003. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 19 nov. 2004.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 8.078**, de 11 de set. de 1990. Dispõe sobre a proteção ao consumidor. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L8078.htm>>. Acesso em: 08 mar. 08.

_____. Presidência da República. **Lei nº 11.033**, de 21 de dez. de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais e dá outras providências.

Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11033.htm>. Acesso em: 08 mar. 08.

BROUNEN D., EICHHOLTZ, P. **Combining property investment and development. What creates value?** Amsterdam, 25p., 2001. Disponível em: <<http://www1.fee.uva.nl/fm/papers/Brounen/DevelopmentSynergy.htm>>. Acesso em: 04 jul. 2005.

BRUEGGEMAN, W.B.; FISHER J.D. **Real estate finance and investment.** 10.ed. Boston: McGraw Hill, 1997. 760p.

CHAN, S.H.; ERICKSON, J.; WANG, K. **Real Estate Investment Trusts: structure, performance, and investment oportunities.** 1.ed. New York: Oxford University Press, 2003. 305p.

CALADO, L.C.; GIOTTO, R.C.; SECURATO, J.R. **Um estudo atual sobre fundos de investimentos imobiliários.** Seminário de Economia e Administração – SEMEAD, 5., São Paulo, 2002. Anais eletrônicos. São Paulo: FEA-USP, 2002. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br>>. Acesso em: 22 maio 2005.

CARVALHO, L.C.P. Em torno do seguro de fiança locatícia. **Revista Secovi-SP**, São Paulo, v.11, n.11, p.42-43, jul. 2002.

COSTA, R. T. Negociações bancárias, riscos e desenvolvimento. **Valor Econômico**, São Paulo, 16 maio 2005. p.A10.

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES. **Prospecto definitivo de distribuição primária e secundária de ações ordinárias.** São Paulo, 434p., 2005. Disponível em: <<http://www.cyrela.com.br>>. Acesso em: 23 fev 2006.

FANNING, S.F.; GRISSON, T.; PEARSON T.D. **Market analysis for valuation appraisals.** 1.ed. Chicago: Appraisal Institute, 1994. 448p.

GUIAFOLHA. **Imóveis.** São Paulo, Publifolha, 2001. 119p.

HONDA, W. S. **Fundo de investimento imobiliário com portfolio de base imobiliária lastreado em imóveis destinados para logística de distribuição de produtos: características, desempenho e fatores de risco.** 2004. 60p. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, Programa de Educação Continuada em Engenharia, São Paulo, 2004.

IMPERIALE, R. **Real Estate Investment Trusts: new strategies for portfolio management.** 1.ed. Nova Iorque, John Wiley & Sons, Inc., 2002. 372p.

MCDONALD, L. **The case for Global Real Estate Securities**. Atlanta: CSA RogersCasey, LLC, 19p., 2005. Disponível em: <<http://www.rogerscasey.com/contents/research/wp/GlobalRealEstateSecurities.pdf>>. Acesso em: 04 jul. 2005.

MILES, M.E.; BERENS, G.; WEISS, M.A. **Real estate development: principles and process**. Washington: Urban Land Institute, 2000. 578p.

PARK, J.W. **Securitização de empreendimentos de base imobiliária**. 1997. 127p. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1997.

RAZUK, F. C. **Investimento em quotas de fundo de investimento imobiliário de shopping center: uma rotina de análise para investidores de pequeno e médio porte**. 2006. 98p. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, Programa de Educação Continuada em Engenharia, São Paulo, 2006.

ROBERTS, A. A securitização cresce e se sofisticada. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 out. 2003. p.D3.

ROCHA LIMA JR., J. **Os sistemas operacionais para securitização de portfólios imobiliários e de base imobiliária via debêntures**. São Paulo: EPUSP, 1997. 85p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/186).

_____. **Decidir sobre investimentos no setor da construção civil**. São Paulo: EPUSP, 1998. 72p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/200).

_____. Títulos de investimento com lastro em ativos: o mercado brasileiro à espera de um líder. **Revista Alvares Penteado**, São Paulo, v.1, n.3, 28p., 1999.

_____. **Novos produtos financeiros e o mercado imobiliário: investimentos via títulos de securitização**. In: SEMINÁRIO LATIN AMERICAN REAL ESTATE SOCIETY, 1., São Paulo, 1999. **Anais**. São Paulo, 1999, 25p. 1 CD-ROM. Disponível em: <<http://www.realestate.br>>. Acesso em: 22 ago. 2005.

ROMANO, A.R. **O desenvolvimento do mercado de edifícios de escritórios para locação na cidade de São Paulo impulsionado pela securitização**. 2006. 147p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, 2006.

SANTOVITO, R.F. **A dinâmica do mercado de edifícios de escritórios e a produção de indicadores de comportamento: uma simulação do índice de preços de locação em regiões de ocupação típica na cidade de São Paulo**. 2004. 137p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, 2004.

SOUSA, G. L. Operação build to suit para o setor industrial: análise da qualidade e dos riscos associados a investimentos via títulos de securitização. 2006. 207p. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, Programa de Educação Continuada em Engenharia, São Paulo, 2006.

APÊNDICE A

PARTE I – CONFIGURAÇÃO DO EMPREENDIMENTO E FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL

Quadro 10 – Perfil do Empreendimento

PERFIL DO EMPREENDIMENTO			
valores em m ²			
ÁREA TIPO	ÁREA (m ²)		
	UNITÁRIA	TOTAL POR TIPO	GLOBAL
ÁREA BRUTA RENTÁVEL - ABR			27.840
ABR DE ANCORAGEM		14.140	
Âncoras - magazines e eletro-eletrônicos	3.730		
Supermercado	2.000		
Mega-lojas	3.100		
Restaurantes	1.300		
Cinemas multiplex	2.340		
Academia de ginástica	1.670		
ABR COMPLEMENTAR		13.700	
Lojas de mix disperso	12.650		
Lojas da praça gourmet	1.050		
ÁREA DE CIRCULAÇÃO E MALL			6.100
ÁREAS DE SERVIÇOS			3.850
Docas e Lixo	2.800		
Serviço para Clientes	700		
Administração	350		
ÁREA DE ESTACIONAMENTO			37.580
Estacionamento (1.503) vagas cobertas	37.580		
ÁREA TOTAL CONSTRUÍDA			75.370
ÁREAS DESCOBERTAS			5.685
Estacionamento (167) vagas descobertas	3.670		
Circulação de estacionamento	730		
Jardins e áreas livres	1.285		
ÁREA DO TERRENO			20.300

Quadro 11 – Cenário Relativo a Vendas e Pisos de Locação

CENÁRIO RELATIVO A VENDAS E PISOS DE LOCAÇÃO				
	ÁREA BRUTA RENTÁVEL (m²)	VENDAS MENSAIS ESPERADAS ANO4-op JAN-NOV (R\$/m²ABR)	TAXA DE LOCAÇÃO	PISOS MENSAIS ANO4-op JAN-NOV (R\$/m²ABR)
	ABR	VALORES MÉDIOS		
ABR DE ANCORAGEM				
Ancoras - magazines e eletro-eletrônicos	3.730	900	2,5%	25
Supermercado	2.000	950	2,0%	20
Mega-lojas	3.100	850	4,5%	35
Restaurantes	1.300	700	5,5%	40
Cinemas multiplex	2.340	180	12,0%	15
Academia de ginástica	1.670	200	10,0%	18
ABR COMPLEMENTAR				
Lojas de mix disperso	12.650	1.500	6,0%	80
Lojas da praça gourmet	1.050	1.650	7,0%	100
TOTAL	27.840			
PISOS DE LOCAÇÃO COBRADOS POR ANO				13 PISOS
VENDAS DE DEZEMBRO EM RELAÇÃO À MÉDIA ANUAL				2,0
	CICLO DE ESTABILIZAÇÃO			
	ANO1-op	ANO2-op	ANO3-op	ANO4-op
NÍVEL RELATIVO DE PISOS	85%	90%	95%	100%
NÍVEL RELATIVO DE VENDAS	70%	85%	95%	100%
	CICLO DE ESTABILIZAÇÃO			
ABR COMPLEMENTAR	ANO1-op	ANO2-op	ANO3-op	ANO4-op
Conceito de Ocupação	85%	95%	100%	100%
Custos com Vazios [R\$ /m² ABR]	25	27	28	28
OUTRAS RECEITAS AGREGADAS				
Estacionamentos	10,0% da RECEITA DE ALUGUÉIS			
Mídia no Mall e Exterior	2,0% da RECEITA DE ALUGUÉIS			
CRESCIMENTO DA RECEITA APÓS CICLO DE ESTABILIZAÇÃO				
EVOLUÇÃO DE VENDAS NO CICLO OPERACIONAL				
. Vegetativa - na taxa de inflação da moeda de referência				
. Agregada - 2,0% ano, acima da moeda de referência				
EVOLUÇÃO DE PISOS NO CICLO OPERACIONAL				
. Vegetativa - na taxa de inflação da moeda de referência				
. Agregada - 2,0% ano, acima da moeda de referência				

Tabela 9 – Demonstrativo da Capacidade de Geração de Receitas do Shopping

DEMONSTRATIVO DA CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE RECEITAS NO CICLO OPERACIONAL									
valores em R\$mil - base									
ANO	RECEITAS OPERACIONAIS								TOTAL
	RECEITAS DE LOCAÇÃO						OUTRAS RECEITAS		
	ANCORAGEM		COMPLEMENTAR		TOTAL		ESTACIO- NAMENTO	MÍDIA	
	TOTAL		TOTAL		PISOS	OVERAGE			
PISOS	OVERAGE	PISOS	OVERAGE	PISOS			OVERAGE		
1	3.853	83	10.193	-	14.046	83	1.413	283	15.824
2	4.080	264	12.062	1.162	16.142	1.426	1.757	351	19.676
3	4.306	417	13.402	2.156	17.709	2.573	2.028	406	22.716
4	4.533	439	14.108	2.269	18.641	2.709	2.135	427	23.911
5	4.624	448	14.390	2.315	19.013	2.763	2.178	436	24.390
6	4.716	457	14.678	2.361	19.394	2.818	2.221	444	24.877
7	4.810	466	14.971	2.408	19.782	2.875	2.266	453	25.375
8	4.907	476	15.271	2.457	20.177	2.932	2.311	462	25.883
9	5.005	485	15.576	2.506	20.581	2.991	2.357	471	26.400
10	5.105	495	15.887	2.556	20.992	3.051	2.404	481	26.928
11	5.207	505	16.205	2.607	21.412	3.112	2.452	490	27.467
12	5.311	515	16.529	2.659	21.840	3.174	2.501	500	28.016
13	5.417	525	16.860	2.712	22.277	3.237	2.551	510	28.576
14	5.526	536	17.197	2.766	22.723	3.302	2.602	520	29.148
15	5.636	546	17.541	2.822	23.177	3.368	2.655	531	29.731
16	5.749	557	17.892	2.878	23.641	3.436	2.708	542	30.326
17	5.864	568	18.250	2.936	24.114	3.504	2.762	552	30.932
18	5.981	580	18.615	2.995	24.596	3.574	2.817	563	31.551
19	6.101	591	18.987	3.054	25.088	3.646	2.873	575	32.182
20	6.223	603	19.367	3.116	25.590	3.719	2.931	586	32.825
MÉDIA	5.148	478	15.899	2.437	21.047	2.915	2.396	479	26.837

Quadro 12 – Cenário Relativo às Contas de Operação, Reservas e Impostos

CENÁRIO RELATIVO ÀS CONTAS DE OPERAÇÃO, INSERÇÃO DE MERCADO, RESERVAS E IMPOSTOS						
valores em R\$mil - base						
		VALOR	TOTAL	SINAL	SALDO	
		R\$ /m²ABR	R\$mil - base			
CESSÃO DE DIREITOS DE USO						
Restaurantes		1.100	1.430	10%	24 mensais	
Lojas de mix disperso		2.000	25.300			
Lojas da praça gourmet		1.600	1.680			
TOTAL			28.410			
COLOCAÇÃO DAS LOJAS		Ano1-op	No Ciclo-op			
- Ciclo Arbitrado para Recolocação (anos)			4			
- Fração recolocada (% da ABR)			25%			
- Custo de colocação		2,0	2,0	aluguéis (mês)		
		2,5%	2,5%	sobre CDU		
VELOCIDADE DE LOCAÇÃO		SEMESTRES				
		02	03	04	05	06
ABR de Ancoragem		45%	15%	15%	15%	10%
ABR Complementar		20%	5%	5%	20%	25%
TOTAL:		33%	43%	53%	70%	88%
CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO						
. Honorários de Gerenciamento		5,00% da RECEITA				
. Auditoria e Controles		1,20% da RECEITA				
. Assessoria Jurídica		1,00% da RECEITA				
DESPESAS DA PROPRIEDADE NÃO-REPASSADAS						
. Manutenção e Conservação		4,00% da RECEITA				
CONTRIBUIÇÃO PARA O FUNDO DE PROMOÇÃO		3,50% da RECEITA				
FUNDO DE REPOSIÇÃO DE ATIVOS		2,50% da RECEITA				

Tabela 10 – Fluxo de Caixa Operacional do Shopping

FLUXO DE CAIXA NO CICLO OPERACIONAL - GERAÇÃO DE RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL											
valores em R\$mil - base											
ANO	RECEITA BRUTA	CONTAS DE OPERAÇÃO							MARGEM OPERACIONAL	RESERVAS FUNDO DE REPOSIÇÃO DE ATIVOS	RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL
	COLOCAÇÃO DAS LOJAS	CUSTOS COM VAZIOS	CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO			MANUTENÇÃO E CONSERVAÇÃO	FUNDO DE PROMOÇÃO				
			GERENCIAMENTO	AUDITORIA E COM-TROLES	ASSES-SORIA JURÍDICA						
	ROB								MOP		ROd
1	15.824	(190)	(617)	(791)	(190)	(158)	(633)	(554)	12.692	(396)	12.296
2	19.676	(101)	(222)	(984)	(236)	(197)	(787)	(689)	16.461	(492)	15.969
3	22.716	-	-	(1.136)	(273)	(227)	(909)	(795)	19.377	(568)	18.809
4	23.911	-	-	(1.196)	(287)	(239)	(956)	(837)	20.396	(598)	19.799
5	24.390	(553)	-	(1.219)	(293)	(244)	(976)	(854)	20.251	(610)	19.641
6	24.877	-	-	(1.244)	(299)	(249)	(995)	(871)	21.220	(622)	20.599
7	25.375	-	-	(1.269)	(305)	(254)	(1.015)	(888)	21.645	(634)	21.011
8	25.883	-	-	(1.294)	(311)	(259)	(1.035)	(906)	22.078	(647)	21.431
9	26.400	(599)	-	(1.320)	(317)	(264)	(1.056)	(924)	21.920	(660)	21.260
10	26.928	-	-	(1.346)	(323)	(269)	(1.077)	(942)	22.970	(673)	22.297
11	27.467	-	-	(1.373)	(330)	(275)	(1.099)	(961)	23.429	(687)	22.742
12	28.016	-	-	(1.401)	(336)	(280)	(1.121)	(981)	23.898	(700)	23.197
13	28.576	(648)	-	(1.429)	(343)	(286)	(1.143)	(1.000)	23.727	(714)	23.013
14	29.148	-	-	(1.457)	(350)	(291)	(1.166)	(1.020)	24.863	(729)	24.134
15	29.731	-	-	(1.487)	(357)	(297)	(1.189)	(1.041)	25.360	(743)	24.617
16	30.326	-	-	(1.516)	(364)	(303)	(1.213)	(1.061)	25.868	(758)	25.110
17	30.932	(702)	-	(1.547)	(371)	(309)	(1.237)	(1.083)	25.683	(773)	24.910
18	31.551	-	-	(1.578)	(379)	(316)	(1.262)	(1.104)	26.913	(789)	26.124
19	32.182	-	-	(1.609)	(386)	(322)	(1.287)	(1.126)	27.451	(805)	26.646
20	32.825	-	-	(1.641)	(394)	(328)	(1.313)	(1.149)	28.000	(821)	27.179
MÉDIA	26.837	(140)	(42)	(1.342)	(322)	(268)	(1.073)	(939)	22.710	(671)	22.039

PARTE II – SECURITIZAÇÃO INTEGRAL NO INÍCIO DO CICLO OPERACIONAL

Quadro 13 – Parâmetros da Securitização Integral em Fundo Imobiliário

PARÂMETROS DA SECURITIZAÇÃO INTEGRAL EM FUNDO IMOBILIÁRIO		
valores em R\$mil - base		
EMIÇÃO DE QUOTAS - QUANTIDADE DE QUOTAS EMITIDAS		196.700
VALOR UNITÁRIO DA QUOTA - INÍCIO DO CICLO OPERACIONAL	R\$	1,000
EMIÇÃO DE QUOTAS - VALOR DE FACE		196.700
		VQUOTAS
OPERAÇÃO DO FUNDO IMOBILIÁRIO		
. contas vinculadas ao sistema de securitização valores para o ANO-01op		269
Bovespa	57	
Auditoria	22	
Contas Gerais de Administração	25	
Estrutura terceirizada de administração	98	
Banco Mandatário e Banco Custodiante	67	
(contas submetidas a descolamento, à taxa de 2,0% ao ano)		
. contas de gerenciamento do fundo imobiliário taxa aplicada sobre o Resultado derivado da operação		4,0%
CONTAS DA COMERCIALIZAÇÃO		
- Estruturação e Contas Gerais	1,20% do VQUOTAS	
- Promoção e Publicidade	1,50% do VQUOTAS	
- Contas de Colocação	3,00% do VQUOTAS	
- Encargos sobre Receita (PIS+COFINS)	3,65% do VQUOTAS	

Tabela 11 – Resultado Operacional Disponível para o Investidor em Quotas

RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL PARA O INVESTIDOR EM QUOTAS DO FII						
valores em R\$mil - base						
ANO	RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL	ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO IMOBILIÁRIO		RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL - INVESTIDOR	RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL - COMPENSADO	Rodi / VQUOTAS
	ROd	CONTAS OPERACIONAIS	CONTAS DE GERENCIAMENTO	ROdi	TAT=5% a.a.	
1	12.296	(269)	(492)	11.535	11.777	5,99%
2	15.969	(274)	(639)	15.056	15.372	7,81%
3	18.809	(280)	(752)	17.777	18.149	9,23%
4	19.799	(285)	(792)	18.721	19.114	9,72%
5	19.641	(291)	(786)	18.564	18.954	9,64%
6	20.599	(297)	(824)	19.478	19.886	10,11%
7	21.011	(303)	(840)	19.867	20.284	10,31%
8	21.431	(309)	(857)	20.265	20.689	10,52%
9	21.260	(315)	(850)	20.095	20.516	10,43%
10	22.297	(321)	(892)	21.083	21.525	10,94%
11	22.742	(328)	(910)	21.505	21.956	11,16%
12	23.197	(334)	(928)	21.935	22.395	11,39%
13	23.013	(341)	(921)	21.751	22.207	11,29%
14	24.134	(348)	(965)	22.821	23.300	11,85%
15	24.617	(355)	(985)	23.278	23.766	12,08%
16	25.110	(362)	(1.004)	23.743	24.241	12,32%
17	24.910	(369)	(996)	23.544	24.038	12,22%
18	26.124	(377)	(1.045)	24.702	25.220	12,82%
19	26.646	(384)	(1.066)	25.196	25.725	13,08%
20	27.179	(392)	(1.087)	25.700	26.239	13,34%
MÉDIA	22.039	(327)	(882)	20.831	21.268	10,81%

PARTE III – IMPLANTAÇÃO COM CONSTRUÇÃO SOB ENCOMENDA

Quadro 14 – Programa de Desembolsos para Construção sob Encomenda

CONSTRUÇÃO POR ENCOMENDA				
PROGRAMA DE DESEMBOLSOS				
	<i>Duração</i>	<i>Construção Civil + Adm + Incertezas</i>	<i>Equipamentos</i>	<i>Gerenciamento</i>
<i>1º Período</i>	<i>7 meses</i>	10%	5%	15%
<i>2º Período</i>	<i>7 meses</i>	25%	15%	20%
<i>3º Período</i>	<i>8 meses</i>	35%	25%	30%
<i>4º Período</i>	<i>8 meses</i>	30%	55%	35%

Tabela 12 – Construção por Encomenda – Fluxo vinculado à Implantação

CONSTRUÇÃO POR ENCOMENDA - FLUXOS VINCULADOS A IMPLANTAÇÃO										
valores em R\$mil - base										
MÊS	CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO									
	TERRENO	CONTAS PRÉ-IMPLANTAÇÃO				CONSTRU- ÇÃO CIVIL	EQUIPA- MENTOS	DESPESAS PRÉ-OPERA- CIONAIS	GERENCIA- MENTO	TOTAL
PLANEJA- MENTO		PROJETOS	DESPESAS LEGAIS	TOTAL						
1	(22.500)	-			-	-	-	-	-	(22.500)
2	-	(283)			(283)	-	-	-	-	(283)
3	-	(283)	(313)		(596)	-	-	-	-	(596)
4	-	(283)	(313)	-	(596)	-	-	-	-	(596)
5	-	-	(313)	(315)	(628)	-	-	-	-	(628)
6	-	-	(313)	(315)	(628)	-	-	-	-	(628)
7	-	-	-	-	-	(1.012)	(111)	(360)	(192)	(1.675)
8	-	-	-	-	-	(1.014)	(111)	-	(192)	(1.317)
9	-	-	-	-	-	(1.015)	(112)	-	(193)	(1.319)
10	-	-	-	-	-	(1.017)	(112)	-	(193)	(1.322)
11	-	-	-	-	-	(1.019)	(112)	-	(193)	(1.324)
12	-	-	-	-	-	(1.020)	(112)	-	(193)	(1.326)
13	-	-	-	-	-	(1.022)	(112)	-	(194)	(1.328)
14	-	-	-	-	-	(2.559)	(337)	-	(259)	(3.156)
15	-	-	-	-	-	(2.564)	(338)	-	(259)	(3.161)
16	-	-	-	-	-	(2.568)	(339)	-	(260)	(3.166)
17	-	-	-	-	-	(2.572)	(339)	-	(260)	(3.171)
18	-	-	-	-	-	(2.576)	(340)	-	(261)	(3.177)
19	-	-	-	-	-	(2.581)	(340)	-	(261)	(3.182)
20	-	-	-	-	-	(2.585)	(341)	-	(261)	(3.187)
21	-	-	-	-	-	(3.172)	(498)	-	(344)	(4.013)
22	-	-	-	-	-	(3.177)	(499)	-	(344)	(4.020)
23	-	-	-	-	-	(3.182)	(500)	-	(345)	(4.027)
24	-	-	-	-	-	(3.188)	(500)	-	(345)	(4.033)
25	-	-	-	-	-	(3.193)	(501)	-	(346)	(4.040)
26	-	-	-	-	-	(3.198)	(502)	-	(346)	(4.047)
27	-	-	-	-	-	(3.203)	(503)	-	(347)	(4.053)
28	-	-	-	-	-	(3.209)	(504)	-	(348)	(4.060)
29	-	-	-	-	-	(2.755)	(1.110)	-	(406)	(4.271)
30	-	-	-	-	-	(2.759)	(1.112)	-	(407)	(4.278)
31	-	-	-	-	-	(2.764)	(1.114)	(125)	(408)	(4.410)
32	-	-	-	-	-	(2.768)	(1.115)	(125)	(408)	(4.417)
33	-	-	-	-	-	(2.773)	(1.117)	(438)	(409)	(4.737)
34	-	-	-	-	-	(2.778)	(1.119)	(718)	(410)	(5.024)
35	-	-	-	-	-	(2.782)	(1.121)	(718)	(410)	(5.031)
36	-	-	-	-	-	(2.787)	(1.123)	(718)	(411)	(5.038)
37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
46	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
48	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	(22.500)	(850)	(1.250)	(630)	(2.730)	(72.812)	(16.094)	(3.200)	(9.205)	(126.541)

Tabela 13 – Construção por Encomenda – Fluxo de Implantação e Comercialização

FLUXO DE RECURSOS NA IMPLANTAÇÃO COM ENCAIXE DE CDU'S								
valores em R\$mil - base								
MÊS	CUSTEIO DA IMPLAN- TAÇÃO	DESPESAS COM COMERCIALIZAÇÃO				INVESTI- MENTOS SEM INGRESSO DE CDU'S	ENCAIXE TOTAL DE CDU'S	INVESTI- MENTOS COM INGRESSO DE CDU'S
		COLOCAÇÃO - LOCAÇÃO		COLO- CAÇÃO - CDU'S	TOTAL			
		ANCO- RAGEM	COMPLE- MENTAR					
1	(22.500)	-	-	-	-	(22.500)	-	(22.500)
2	(283)	-	-	-	-	(283)	-	(283)
3	(596)	-	-	-	-	(596)	-	(596)
4	(596)	-	-	-	-	(596)	-	(596)
5	(628)	-	-	-	-	(628)	-	(628)
6	(628)	-	-	-	-	(628)	-	(628)
7	(1.675)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.829)	101	(1.728)
8	(1.317)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.471)	138	(1.332)
9	(1.319)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.473)	176	(1.297)
10	(1.322)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.475)	214	(1.261)
11	(1.324)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.477)	252	(1.226)
12	(1.326)	(54)	(74)	(25)	(153)	(1.479)	289	(1.190)
13	(1.328)	(18)	(31)	(10)	(59)	(1.387)	268	(1.120)
14	(3.156)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.215)	283	(2.932)
15	(3.161)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.220)	298	(2.922)
16	(3.166)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.225)	314	(2.912)
17	(3.171)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.231)	329	(2.902)
18	(3.177)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.236)	344	(2.891)
19	(3.182)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.241)	360	(2.881)
20	(3.187)	(18)	(31)	(10)	(59)	(3.246)	375	(2.871)
21	(4.013)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.073)	391	(3.682)
22	(4.020)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.079)	406	(3.673)
23	(4.027)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.086)	421	(3.664)
24	(4.033)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.092)	437	(3.656)
25	(4.040)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.099)	452	(3.647)
26	(4.047)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.106)	468	(3.638)
27	(4.053)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.112)	483	(3.629)
28	(4.060)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.119)	498	(3.621)
29	(4.271)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.330)	514	(3.816)
30	(4.278)	(18)	(31)	(10)	(59)	(4.337)	529	(3.808)
31	(4.410)	(12)	(130)	(40)	(182)	(4.592)	663	(3.929)
32	(4.417)	(12)	(130)	(40)	(182)	(4.599)	685	(3.914)
33	(4.737)	(12)	(130)	(40)	(182)	(4.919)	708	(4.211)
34	(5.024)	(12)	(130)	(40)	(182)	(5.206)	730	(4.476)
35	(5.031)	(12)	(130)	(40)	(182)	(5.213)	752	(4.461)
36	(5.038)	(12)	(130)	(40)	(182)	(5.220)	774	(4.446)
37	-	-	-	-	-	-	637	637
38	-	-	-	-	-	-	621	621
39	-	-	-	-	-	-	606	606
40	-	-	-	-	-	-	590	590
41	-	-	-	-	-	-	575	575
42	-	-	-	-	-	-	560	560
43	-	-	-	-	-	-	544	544
44	-	-	-	-	-	-	529	529
45	-	-	-	-	-	-	513	513
46	-	-	-	-	-	-	498	498
47	-	-	-	-	-	-	483	483
48	-	-	-	-	-	-	467	467
49	-	-	-	-	-	-	452	452
50	-	-	-	-	-	-	436	436
51	-	-	-	-	-	-	421	421
52	-	-	-	-	-	-	406	406
53	-	-	-	-	-	-	390	390
54	-	-	-	-	-	-	375	375
55	-	-	-	-	-	-	359	359
56	-	-	-	-	-	-	300	300
57	-	-	-	-	-	-	240	240
58	-	-	-	-	-	-	180	180
59	-	-	-	-	-	-	120	120
60	-	-	-	-	-	-	60	60
TOTAL	(126.541)	(718)	(1.787)	(575)	(3.080)	(129.621)	23.014	(106.607)

Tabela 14 – Construção por Encomenda – Investimentos e Retornos

FLUXO DE RECURSOS COM ENCAIXE DE CDU'S E VENDA DAS QUOTAS NO INÍCIO DO CICLO OPERACIONAL								
valores em R\$mil - base								
MÊS	INVESTIMENTOS COM INGRESSO DE CDU'S	SECURITIZAÇÃO		MOVIMENTOS DE CAIXA		FLUXO DE RECURSOS COM O EMPREENDIMENTO		
		VENDA DAS QUOTAS	CONTAS DE COMERCIALIZAÇÃO	TRANSAÇÕES NO MÊS	FLUXO DE CAIXA	INVESTIMENTO	FLUXO POS INVESTIMENTO	RETORNO
1	(22.500)	-	-	(22.500)	(22.500)	22.500	-	-
2	(283)	-	-	(283)	(22.783)	283	-	-
3	(596)	-	-	(596)	(23.379)	596	-	-
4	(596)	-	-	(596)	(23.975)	596	-	-
5	(628)	-	-	(628)	(24.603)	628	-	-
6	(628)	-	-	(628)	(25.230)	628	-	-
7	(1.728)	-	-	(1.728)	(26.958)	1.728	-	-
8	(1.332)	-	-	(1.332)	(28.290)	1.332	-	-
9	(1.297)	-	-	(1.297)	(29.587)	1.297	-	-
10	(1.261)	-	-	(1.261)	(30.848)	1.261	-	-
11	(1.226)	-	-	(1.226)	(32.074)	1.226	-	-
12	(1.190)	-	-	(1.190)	(33.264)	1.190	-	-
13	(1.120)	-	-	(1.120)	(34.384)	1.120	-	-
14	(2.932)	-	-	(2.932)	(37.316)	2.932	-	-
15	(2.922)	-	-	(2.922)	(40.238)	2.922	-	-
16	(2.912)	-	-	(2.912)	(43.150)	2.912	-	-
17	(2.902)	-	-	(2.902)	(46.051)	2.902	-	-
18	(2.891)	-	-	(2.891)	(48.943)	2.891	-	-
19	(2.881)	-	-	(2.881)	(51.824)	2.881	-	-
20	(2.871)	-	-	(2.871)	(54.695)	2.871	-	-
21	(3.682)	-	-	(3.682)	(58.377)	3.682	-	-
22	(3.673)	-	-	(3.673)	(62.050)	3.673	-	-
23	(3.664)	-	-	(3.664)	(65.715)	3.664	-	-
24	(3.656)	-	-	(3.656)	(69.370)	3.656	-	-
25	(3.647)	-	-	(3.647)	(73.017)	3.647	-	-
26	(3.638)	-	-	(3.638)	(76.655)	3.638	-	-
27	(3.629)	-	-	(3.629)	(80.285)	3.629	-	-
28	(3.621)	-	-	(3.621)	(83.906)	3.621	-	-
29	(3.816)	-	-	(3.816)	(87.722)	3.816	-	-
30	(3.808)	-	-	(3.808)	(91.530)	3.808	-	-
31	(3.929)	-	-	(3.929)	(95.459)	3.929	-	-
32	(3.914)	-	-	(3.914)	(99.373)	3.914	-	-
33	(4.211)	-	-	(4.211)	(103.584)	4.211	-	-
34	(4.476)	-	-	(4.476)	(108.061)	4.476	-	-
35	(4.461)	-	-	(4.461)	(112.522)	4.461	-	-
36	(4.446)	-	-	(4.446)	(116.968)	4.446	-	-
37	637	196.700	(18.391)	178.945	61.977	-	178.945	(178.945)
38	621	-	-	621	62.598	-	179.566	(621)
39	606	-	-	606	63.204	-	180.172	(606)
40	590	-	-	590	63.794	-	180.762	(590)
41	575	-	-	575	64.369	-	181.337	(575)
42	560	-	-	560	64.929	-	181.897	(560)
43	544	-	-	544	65.473	-	182.441	(544)
44	529	-	-	529	66.002	-	182.970	(529)
45	513	-	-	513	66.515	-	183.483	(513)
46	498	-	-	498	67.013	-	183.981	(498)
47	483	-	-	483	67.496	-	184.464	(483)
48	467	-	-	467	67.963	-	184.931	(467)
49	452	-	-	452	68.415	-	185.383	(452)
50	436	-	-	436	68.851	-	185.819	(436)
51	421	-	-	421	69.273	-	186.240	(421)
52	406	-	-	406	69.678	-	186.646	(406)
53	390	-	-	390	70.068	-	187.036	(390)
54	375	-	-	375	70.443	-	187.411	(375)
55	359	-	-	359	70.803	-	187.771	(359)
56	300	-	-	300	71.102	-	188.070	(300)
57	240	-	-	240	71.342	-	188.310	(240)
58	180	-	-	180	71.522	-	188.490	(180)
59	120	-	-	120	71.642	-	188.610	(120)
60	60	-	-	60	71.701	-	188.669	(60)
TOTAL	(106.607)	196.700	(18.391)	71.701		116.968		(188.669)

PARTE IV – IMPLANTAÇÃO COM CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO

Quadro 15 – Programa de Desembolsos para Construção por Preço Fixo

CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO				
PROGRAMA DE DESEMBOLSOS				
	<i>Duração</i>	<i>Contrato Preço Fixo</i>	<i>Gerencia- mento</i>	<i>Completion Bond</i>
<i>1º Período</i>	<i>7 meses</i>	5%	10%	25%
<i>2º Período</i>	<i>7 meses</i>	20%	25%	25%
<i>3º Período</i>	<i>8 meses</i>	32%	30%	25%
<i>4º Período</i>	<i>8 meses</i>	43%	35%	25%

Tabela 15 – Construção por Preço Fixo – Fluxo vinculado à Implantação

CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO - FLUXOS VINCULADOS A IMPLANTAÇÃO										
valores em R\$mil - base										
MÊS	CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO									TOTAL
	TERRENO	CONTAS PRÉ- IMPLAN- TACÃO	CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO	DESPESAS PRÉ-OPERACIONAIS				ACOMPA- NHAMENTO	SEGURO COMPLETION BOND	
PROMOÇÃO				CUSTOS PRÉ-OPER.	FISCALI- ZACÃO	TOTAL				
1	(22.500)	-	-	-	-	-	-	-	-	(22.500)
2	-	(283)	-	-	-	-	-	-	-	(283)
3	-	(596)	-	-	-	-	-	-	-	(596)
4	-	(596)	-	-	-	-	-	-	-	(596)
5	-	(628)	-	-	-	-	-	-	-	(628)
6	-	(628)	-	-	-	-	-	-	-	(628)
7	-	-	(717)	(420)	-	-	(420)	(54)	(136)	(1.327)
8	-	-	(718)	-	-	-	-	(54)	(136)	(908)
9	-	-	(719)	-	-	-	-	(54)	(136)	(909)
10	-	-	(721)	-	-	-	-	(54)	(136)	(911)
11	-	-	(722)	-	-	-	-	(54)	(136)	(912)
12	-	-	(723)	-	-	-	-	(54)	(136)	(913)
13	-	-	(724)	-	-	-	-	(54)	(136)	(915)
14	-	-	(2.901)	-	-	-	-	(136)	(136)	(3.174)
15	-	-	(2.906)	-	-	-	-	(137)	(136)	(3.179)
16	-	-	(2.911)	-	-	-	-	(137)	(136)	(3.184)
17	-	-	(2.916)	-	-	-	-	(137)	(136)	(3.189)
18	-	-	(2.920)	-	-	-	-	(137)	(136)	(3.194)
19	-	-	(2.925)	-	-	-	-	(138)	(136)	(3.199)
20	-	-	(2.930)	-	-	-	-	(138)	(136)	(3.204)
21	-	-	(4.109)	-	-	-	-	(145)	(136)	(4.390)
22	-	-	(4.116)	-	-	-	-	(145)	(136)	(4.397)
23	-	-	(4.122)	-	-	-	-	(145)	(136)	(4.404)
24	-	-	(4.129)	-	-	-	-	(146)	(136)	(4.411)
25	-	-	(4.136)	-	-	-	-	(146)	(136)	(4.418)
26	-	-	(4.143)	-	-	-	-	(146)	(136)	(4.425)
27	-	-	(4.150)	-	-	-	-	(146)	(136)	(4.432)
28	-	-	(4.157)	-	-	-	-	(147)	(136)	(4.439)
29	-	-	(5.595)	-	-	-	-	(171)	(136)	(5.902)
30	-	-	(5.604)	-	-	-	-	(172)	(136)	(5.912)
31	-	-	(5.613)	-	-	(133)	(133)	(172)	(136)	(6.054)
32	-	-	(5.622)	-	-	(133)	(133)	(172)	(136)	(6.064)
33	-	-	(5.632)	-	(388)	(133)	(521)	(172)	(136)	(6.461)
34	-	-	(5.641)	(327)	(388)	(133)	(848)	(173)	(136)	(6.797)
35	-	-	(5.650)	(327)	(388)	(133)	(848)	(173)	(136)	(6.807)
36	-	-	(5.660)	(327)	(388)	(133)	(848)	(173)	(136)	(6.817)
37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
46	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
48	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	(22.500)	(2.730)	(103.531)	(1.400)	(1.550)	(800)	(3.750)	(3.885)	(4.081)	(140.476)

Tabela 16 – Conta Vinculada – Entrada de Recursos e Liberações para a SPE

RECEITAS DE COMERCIALIZAÇÃO DE QUOTAS E LIBERAÇÕES DA CONTA VINCULADA PARA A SPE										
valores em R\$mil - base										
MÊS	SECURITIZAÇÃO			DESPESAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO	MOVIMENTOS DA CONTA VINCULADA					
	SUBS- CRIAÇÃO DE QUOTAS	INTEGRALIZAÇÃO NO ATO	EM PAR- CELAS		ENTRADA NO MÊS	PROGRAMA DE PRODUÇÃO	VOLUME A LIBERAR	LIBERA- ÇÕES	CAUÇÃO	SALDO DE CAIXA
1	-	-	-	-	-	16,5%	-	-	-	-
2	-	-	-	-	-	16,7%	-	-	-	-
3	-	-	-	-	-	17,2%	-	-	-	-
4	-	-	-	-	-	17,6%	-	-	-	-
5	-	-	-	-	-	18,1%	-	-	-	-
6	-	-	-	-	-	18,5%	-	-	-	-
7	-	-	-	-	-	19,5%	-	-	-	-
8	-	-	-	-	-	20,2%	-	-	-	-
9	-	-	-	-	-	20,8%	-	-	-	-
10	-	-	-	-	-	21,5%	-	-	-	-
11	-	-	-	-	-	22,1%	-	-	-	-
12	-	-	-	-	-	22,8%	-	-	-	-
13	-	-	-	-	-	23,5%	-	-	-	-
14	-	-	-	-	-	25,7%	-	-	-	-
15	-	-	-	-	-	28,0%	-	-	-	-
16	-	-	-	-	-	30,3%	-	-	-	-
17	-	-	-	-	-	32,6%	-	-	-	-
18	-	-	-	-	-	34,9%	-	-	-	-
19	-	-	-	-	-	37,2%	-	-	-	-
20	-	-	-	-	-	39,4%	-	-	-	-
21	-	-	-	-	-	42,6%	-	-	-	-
22	-	-	-	-	-	45,7%	-	-	-	-
23	-	-	-	-	-	48,8%	-	-	-	-
24	86.172	25.852	-	-	25.852	51,9%	(13.423)	(13.423)	671	13.100
25	-	-	4.640	(43)	4.597	55,0%	(16.760)	(3.337)	167	14.527
26	-	-	4.640	(43)	4.597	58,2%	(20.385)	(3.625)	181	15.681
27	-	-	4.640	(43)	4.597	61,3%	(24.296)	(3.912)	196	16.562
28	-	-	4.640	(43)	4.597	64,4%	(28.495)	(4.199)	210	17.170
29	-	-	4.640	(43)	4.597	68,6%	(33.479)	(4.984)	249	17.032
30	-	-	4.640	(43)	4.597	72,7%	(38.844)	(5.365)	268	16.533
31	-	-	4.640	(43)	4.597	76,9%	(44.647)	(5.803)	290	15.617
32	-	-	4.640	(43)	4.597	81,2%	(50.840)	(6.193)	310	14.331
33	-	-	4.640	(43)	4.597	85,7%	(57.614)	(6.774)	339	12.493
34	-	-	4.640	(43)	4.597	90,5%	(64.977)	(7.363)	368	10.095
35	-	-	4.640	(43)	4.597	95,2%	(72.778)	(7.801)	390	7.281
36	-	-	4.640	(43)	4.597	100,0%	(81.017)	(8.240)	412	4.051
37	96.383	96.383	4.640	(43)	100.980	100,0%	(181.997)	(100.980)	(4.051)	(0)
38	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
39	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
40	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
41	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
42	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
43	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
44	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
45	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
46	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
47	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
48	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
49	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
50	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
51	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
52	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
53	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
54	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
55	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
56	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
57	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
58	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
59	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
60	-	-	-	-	-	100,0%	(181.997)	-	-	(0)
TOTAL	182.555	122.235	60.321	(558)	181.997			(181.997)		

Tabela 17 – Fluxo de Recursos Livres na SPE sem a Conta Reserva

FLUXO DE RECURSOS NO AMBIENTE DO EMPREENDIMENTO SEM CONSIDERAR CONTA RESERVA									
valores em R\$mil - base									
MÊS	CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO + CDU'S	PAGAMENTO DO PREÇO LIBERAÇÕES + CAUÇÃO	CONTAS DE COMERCIALIZAÇÃO	ENCARGOS SOBRE A RECEITA	MOVIMENTOS DE CAIXA		FLUXO DE RECURSOS COMO O EMPREENDIMENTO		
					TRANSAÇÕES NO MÊS	FLUXO DE CAIXA	INVESTIMENTO	FLUXO POS INVESTIMENTO	RETORNO
1	(22.500)	-	-	-	(22.500)	(22.500)	22.500	-	-
2	(283)	-	-	-	(283)	(22.783)	283	-	-
3	(596)	-	-	-	(596)	(23.379)	596	-	-
4	(596)	-	-	-	(596)	(23.975)	596	-	-
5	(628)	-	-	-	(628)	(24.603)	628	-	-
6	(628)	-	-	-	(628)	(25.230)	628	-	-
7	(1.380)	-	-	-	(1.380)	(26.610)	1.380	-	-
8	(923)	-	-	-	(923)	(27.533)	923	-	-
9	(887)	-	-	-	(887)	(28.420)	887	-	-
10	(850)	-	-	-	(850)	(29.270)	850	-	-
11	(814)	-	-	-	(814)	(30.084)	814	-	-
12	(777)	-	-	-	(777)	(30.861)	777	-	-
13	(706)	-	-	-	(706)	(31.568)	706	-	-
14	(2.950)	-	-	-	(2.950)	(34.518)	2.950	-	-
15	(2.940)	-	-	-	(2.940)	(37.457)	2.940	-	-
16	(2.929)	-	-	-	(2.929)	(40.387)	2.929	-	-
17	(2.919)	-	-	-	(2.919)	(43.305)	2.919	-	-
18	(2.909)	-	-	-	(2.909)	(46.214)	2.909	-	-
19	(2.898)	-	-	-	(2.898)	(49.112)	2.898	-	-
20	(2.888)	-	-	-	(2.888)	(52.000)	2.888	-	-
21	(4.058)	-	-	-	(4.058)	(56.058)	4.058	-	-
22	(4.050)	-	-	-	(4.050)	(60.108)	4.050	-	-
23	(4.042)	-	-	-	(4.042)	(64.150)	4.042	-	-
24	(4.033)	12.751	(4.912)	(465)	3.341	(60.809)	-	3.341	-
25	(4.025)	3.171	-	(116)	(970)	(61.779)	-	2.371	-
26	(4.017)	3.443	-	(126)	(699)	(62.478)	-	1.672	-
27	(4.008)	3.716	-	(136)	(428)	(62.906)	-	1.244	-
28	(4.000)	3.989	-	(146)	(157)	(63.063)	-	1.087	-
29	(5.447)	4.735	-	(173)	(885)	(63.949)	-	201	-
30	(5.442)	5.097	-	(186)	(531)	(64.480)	329	-	-
31	(5.573)	5.513	-	(201)	(262)	(64.741)	262	-	-
32	(5.561)	5.883	-	(215)	108	(64.634)	-	108	(108)
33	(5.936)	6.436	-	(235)	265	(64.369)	-	373	(265)
34	(6.250)	6.995	-	(255)	490	(63.879)	-	862	(490)
35	(6.237)	7.411	-	(271)	903	(62.976)	-	1.766	(903)
36	(6.225)	7.828	-	(286)	1.317	(61.658)	-	3.083	(1.317)
37	637	105.031	(5.494)	(3.834)	96.340	34.682	-	99.423	(96.340)
38	621	-	-	-	621	35.303	-	100.044	(621)
39	606	-	-	-	606	35.909	-	100.650	(606)
40	590	-	-	-	590	36.499	-	101.240	(590)
41	575	-	-	-	575	37.074	-	101.815	(575)
42	560	-	-	-	560	37.634	-	102.375	(560)
43	544	-	-	-	544	38.178	-	102.919	(544)
44	529	-	-	-	529	38.707	-	103.448	(529)
45	513	-	-	-	513	39.220	-	103.961	(513)
46	498	-	-	-	498	39.718	-	104.459	(498)
47	483	-	-	-	483	40.201	-	104.942	(483)
48	467	-	-	-	467	40.668	-	105.409	(467)
49	452	-	-	-	452	41.120	-	105.861	(452)
50	436	-	-	-	436	41.556	-	106.297	(436)
51	421	-	-	-	421	41.977	-	106.719	(421)
52	406	-	-	-	406	42.383	-	107.124	(406)
53	390	-	-	-	390	42.773	-	107.514	(390)
54	375	-	-	-	375	43.148	-	107.889	(375)
55	359	-	-	-	359	43.507	-	108.249	(359)
56	300	-	-	-	300	43.807	-	108.548	(300)
57	240	-	-	-	240	44.047	-	108.788	(240)
58	180	-	-	-	180	44.226	-	108.968	(180)
59	120	-	-	-	120	44.346	-	109.088	(120)
60	60	-	-	-	60	44.406	-	109.147	(60)
TOTAL	(120.543)	181.997	(10.406)	(6.643)	44.406		64.741		(109.147)

Tabela 18 – Conta Reserva, Investimentos e Retornos do Empreendedor

FLUXO DE RECURSOS NO AMBIENTE DO EMPREENDIMENTO E NA CONTA RESERVA - INVESTIMENTOS E RETORNOS									
valores em R\$mil - base									
MÊS	PARÂMETROS PARA CONTA RESERVA			MOVIMENTAÇÕES E SALDOS DA CONTA RESERVA					INVESTIMENTOS E RETORNOS
	PROGRAMA DE PRODUÇÃO A GARANTIR	CAIXA DISPONÍVEL NA SPE	SALDO NECESSÁRIO NA CONTA	APORTES	SALDO APÓS APORTE	SOBRA APÓS APORTE	DEVO-LUÇÃO DO EXCEDENTE	SALDO APÓS DEVO-LUÇÃO	
1	(879)	-	-	-	-	-	-	-	22.500
2	(1.192)	-	-	-	-	-	-	-	283
3	(1.223)	-	-	-	-	-	-	-	596
4	(1.255)	-	-	-	-	-	-	-	596
5	(1.954)	-	-	-	-	-	-	-	628
6	(2.235)	-	-	-	-	-	-	-	628
7	(1.818)	-	-	-	-	-	-	-	1.380
8	(1.820)	-	-	-	-	-	-	-	923
9	(1.823)	-	-	-	-	-	-	-	887
10	(1.825)	-	-	-	-	-	-	-	850
11	(1.828)	-	-	-	-	-	-	-	814
12	(4.088)	-	-	-	-	-	-	-	777
13	(6.352)	-	-	-	-	-	-	-	706
14	(6.362)	-	-	-	-	-	-	-	2.950
15	(6.372)	-	-	-	-	-	-	-	2.940
16	(6.383)	-	-	-	-	-	-	-	2.929
17	(6.393)	-	-	-	-	-	-	-	2.919
18	(6.403)	-	-	-	-	-	-	-	2.909
19	(7.594)	-	-	-	-	-	-	-	2.898
20	(8.787)	-	-	-	-	-	-	-	2.888
21	(8.801)	-	-	-	-	-	-	-	4.058
22	(8.815)	-	-	-	-	-	-	-	4.050
23	(8.829)	-	(8.829)	8.829	8.829	-	-	8.829	12.871
24	(8.843)	3.341	(5.502)	-	8.829	3.327	-	8.829	-
25	(8.857)	2.371	(6.486)	-	8.829	2.342	-	8.829	-
26	(8.871)	1.672	(7.200)	-	8.829	1.629	-	8.829	-
27	(10.341)	1.244	(9.098)	269	9.098	-	-	9.098	269
28	(11.814)	1.087	(10.727)	1.629	10.727	-	-	10.727	1.629
29	(11.966)	201	(11.764)	1.038	11.764	-	-	11.764	1.038
30	(12.118)	-	(12.118)	354	12.118	-	-	12.118	683
31	(12.525)	-	(12.525)	407	12.525	-	-	12.525	668
32	(13.258)	-	(13.258)	733	13.258	-	-	13.258	626
33	(13.604)	-	(13.604)	346	13.604	-	-	13.604	81
34	(13.623)	-	(13.623)	19	13.623	-	-	13.623	(470)
35	(6.817)	-	(6.817)	-	13.623	6.807	(6.807)	6.817	(7.710)
36	-	-	-	-	13.623	13.623	(6.817)	-	(8.134)
37	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(96.340)
38	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(621)
39	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(606)
40	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(590)
41	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(575)
42	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(560)
43	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(544)
44	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(529)
45	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(513)
46	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(498)
47	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(483)
48	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(467)
49	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(452)
50	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(436)
51	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(421)
52	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(406)
53	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(390)
54	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(375)
55	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(359)
56	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(300)
57	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(240)
58	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(180)
59	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(120)
60	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(60)
TOTAL				13.623			(13.623)		(44.406)

PARTE V – CONSTRUÇÃO POR PREÇO FIXO - ANÁLISE DA CONSTRUTORA

Tabela 19 – Construção por Preço Fixo –Fluxos para a Construtora

DEMONSTRATIVO DOS MOVIMENTOS FINANCEIROS NO AMBIENTE DA CONSTRUTORA														
valores em R\$mil - base														
MÊS	CONTRATO DE IMPLANTAÇÃO					ENCAIXE DO PREÇO	CONTAS DA OPERAÇÃO			MOVIMENTOS DE CAIXA		FLUXO DE RECURSOS COM O EMPREENDIMENTO		
	CUSTO DIRETO DA OBRA	EQUIPA- MENTOS	GESTÃO AM- BIENTAL	APO- LICES DE SEGUROS	TOTAL		ENCAR- GOS DIRETOS	ADMINIS- TRAÇÃO GERAL	TOTAL	TRAN- SAÇÕES NO MÊS	FLUXO DE CAIXA	INVESTI- MENTO	FLUXO PÓS INVES- TIMENTO	RETORNO
7	(923)	(111)	(38)	(45)	(1.117)	717	(62)	(90)	(152)	(553)	(553)	553	-	-
8	(925)	(111)	(38)	(45)	(1.119)	718	(62)	(91)	(153)	(554)	(1.107)	554	-	-
9	(926)	(112)	(38)	(45)	(1.121)	719	(62)	(92)	(154)	(556)	(1.662)	556	-	-
10	(928)	(112)	(38)	(45)	(1.122)	721	(62)	(93)	(155)	(557)	(2.220)	557	-	-
11	(929)	(112)	(38)	(45)	(1.124)	722	(62)	(94)	(156)	(559)	(2.778)	559	-	-
12	(931)	(112)	(38)	(45)	(1.126)	723	(63)	(95)	(157)	(560)	(3.339)	560	-	-
13	(932)	(112)	(38)	(45)	(1.128)	724	(63)	(96)	(158)	(562)	(3.901)	562	-	-
14	(2.334)	(337)	(38)	(45)	(2.755)	2.901	(251)	(97)	(348)	(201)	(4.102)	201	-	-
15	(2.338)	(338)	(38)	(45)	(2.759)	2.906	(251)	(98)	(349)	(202)	(4.305)	202	-	-
16	(2.342)	(339)	(38)	(45)	(2.764)	2.911	(252)	(99)	(350)	(203)	(4.508)	203	-	-
17	(2.346)	(339)	(38)	(45)	(2.768)	2.916	(252)	(100)	(352)	(204)	(4.713)	204	-	-
18	(2.350)	(340)	(38)	(45)	(2.773)	2.920	(253)	(101)	(353)	(206)	(4.918)	206	-	-
19	(2.354)	(340)	(38)	(45)	(2.777)	2.925	(253)	(102)	(355)	(207)	(5.125)	207	-	-
20	(2.358)	(341)	(38)	(45)	(2.782)	2.930	(253)	(103)	(356)	(208)	(5.332)	208	-	-
21	(2.893)	(498)	(38)	(45)	(3.474)	4.109	(355)	(104)	(459)	176	(5.156)	-	176	(176)
22	(2.898)	(499)	(38)	(45)	(3.479)	4.116	(356)	(105)	(461)	175	(4.981)	-	351	(175)
23	(2.902)	(500)	(38)	(45)	(3.485)	4.122	(357)	(106)	(462)	175	(4.806)	-	526	(175)
24	(2.907)	(500)	(38)	(45)	(3.491)	4.129	(357)	(107)	(464)	175	(4.631)	-	701	(175)
25	(2.912)	(501)	(38)	(45)	(3.496)	4.136	(358)	(108)	(466)	174	(4.457)	-	875	(174)
26	(2.917)	(502)	(38)	(45)	(3.502)	4.143	(358)	(109)	(467)	174	(4.283)	-	1.049	(174)
27	(2.922)	(503)	(38)	(45)	(3.508)	4.150	(359)	(110)	(469)	173	(4.110)	-	1.222	(173)
28	(2.926)	(504)	(38)	(45)	(3.513)	4.157	(360)	(111)	(471)	173	(3.938)	-	1.395	(173)
29	(2.512)	(1.110)	(38)	(45)	(3.706)	5.595	(484)	(112)	(596)	1.293	(2.645)	-	2.688	(1.293)
30	(2.517)	(1.112)	(38)	(45)	(3.712)	5.604	(485)	(113)	(598)	1.294	(1.351)	-	3.982	(1.294)
31	(2.521)	(1.114)	(38)	(45)	(3.718)	5.613	(486)	(115)	(600)	1.296	(55)	-	5.277	(1.296)
32	(2.525)	(1.115)	(38)	(45)	(3.724)	5.622	(486)	(116)	(602)	1.297	1.242	-	6.574	(1.297)
33	(2.529)	(1.117)	(38)	(45)	(3.730)	5.632	(487)	(117)	(604)	1.298	2.540	-	7.872	(1.298)
34	(2.533)	(1.119)	(38)	(45)	(3.736)	5.641	(488)	(118)	(606)	1.299	3.839	-	9.172	(1.299)
35	(2.537)	(1.121)	(38)	(45)	(3.742)	5.650	(489)	(119)	(608)	1.301	5.140	-	10.473	(1.301)
36	(2.542)	(1.123)	(38)	(45)	(3.748)	5.660	(490)	(120)	(610)	1.302	6.442	-	11.775	(1.302)
37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
38	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
46	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
48	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.442	-	11.775	-
TOTAL	(66.407)	(16.094)	(1.154)	(1.340)	(84.995)	103.531	(8.955)	(3.139)	(12.094)	6.442		5.332		(11.775)

Quadro 16 – Indicadores da Qualidade do Investimento para a Construtora

ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO NA CONSTRUÇÃO A PREÇO FIXO		
INDICADORES DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO PARA A CONSTRUTORA		
valores em R\$mil - base		
INVESTIMENTOS EXIGIDOS		5.332
Ciclo de Formação	Semestre [1]	-
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	4.918
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	414
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	-
RETORNOS VIÁVEIS		11.775
Ciclo de Formação	Semestre [1]	-
Ciclo de Implantação - Pré-Inserção	Semestres [2 - 3]	-
Ciclo de Implantação - Pós-Inserção	Semestres [4 - 6]	11.775
Ciclo Operacional	Semestres [7 =>]	-
RESULTADO DA CONSTRUTORA		6.442
TAXA DE RETORNO PARA CONSTRUTORA		62,1%
<i>no conceito de taxa interna de retorno</i>		TRRc
<i>taxa anual, equivalente, efetiva acima da moeda de referência</i>		
PAYBACK DOS INVESTIMENTOS		
<i>. primário</i>		26 meses
<i>. à taxa de recuperação da capacidade de investimento 20,0% a.a</i>		27 meses

PARTE VI – ADOÇÃO DE COVENANTS

Tabela 20 – Adoção de Covenants – Venda de Quotas e Liberações para SPE

RECEITAS DE COMERCIALIZAÇÃO DE QUOTAS E OPERAÇÃO DO FUNDO DE LIQUIDEZ								
valores em R\$mil - base								
MÊS	SECURITIZAÇÃO		MOVIMENTOS DA CONTA VINCULADA					
	SUBSCRIÇÃO E INTEGRA-LIZAÇÃO	DESPESAS DO FUNDO IMOBILIÁRIO	ENTRADA NO MÊS	PROGRAMA DE PRODUÇÃO	VOLUME A LIBERAR	LIBERAÇÕES	CAUÇÃO	SALDO DE CAIXA
1	-	-	-	16,5%	-	-	-	-
2	-	-	-	16,7%	-	-	-	-
3	-	-	-	17,2%	-	-	-	-
4	-	-	-	17,6%	-	-	-	-
5	-	-	-	18,1%	-	-	-	-
6	-	-	-	18,5%	-	-	-	-
7	-	-	-	19,5%	-	-	-	-
8	-	-	-	20,2%	-	-	-	-
9	-	-	-	20,8%	-	-	-	-
10	-	-	-	21,5%	-	-	-	-
11	-	-	-	22,1%	-	-	-	-
12	-	-	-	22,8%	-	-	-	-
13	-	-	-	23,5%	-	-	-	-
14	-	-	-	25,7%	-	-	-	-
15	-	-	-	28,0%	-	-	-	-
16	-	-	-	30,3%	-	-	-	-
17	-	-	-	32,6%	-	-	-	-
18	-	-	-	34,9%	-	-	-	-
19	-	-	-	37,2%	-	-	-	-
20	-	-	-	39,4%	-	-	-	-
21	-	-	-	42,6%	-	-	-	-
22	-	-	-	45,7%	-	-	-	-
23	-	-	-	48,8%	-	-	-	-
24	88.680	-	88.680	51,9%	(46.044)	(46.044)	2.302	44.938
25	-	(43)	(43)	55,0%	(48.789)	(2.745)	137	42.288
26	-	(43)	(43)	58,2%	(51.531)	(2.742)	137	39.640
27	-	(43)	(43)	61,3%	(54.271)	(2.740)	137	36.994
28	-	(43)	(43)	64,4%	(57.008)	(2.737)	137	34.351
29	-	(43)	(43)	68,6%	(60.645)	(3.637)	182	30.853
30	-	(43)	(43)	72,7%	(64.279)	(3.634)	182	27.358
31	-	(43)	(43)	76,9%	(67.995)	(3.717)	186	23.784
32	-	(43)	(43)	81,2%	(71.709)	(3.713)	186	20.214
33	-	(43)	(43)	85,7%	(75.670)	(3.961)	198	16.408
34	-	(43)	(43)	90,5%	(79.839)	(4.169)	208	12.404
35	-	(43)	(43)	95,2%	(84.004)	(4.165)	208	8.404
36	-	(43)	(43)	100,0%	(88.165)	(4.161)	208	4.408
37	96.383	(43)	96.340	100,0%	(184.505)	(96.340)	(4.408)	-
38	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
39	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
40	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
41	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
42	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
43	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
44	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
45	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
46	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
47	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
48	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
49	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
50	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
51	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
52	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
53	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
54	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
55	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
56	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
57	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
58	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
59	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
60	-	-	-	100,0%	(184.505)	-	-	-
TOTAL	185.063	(558)	184.505			(184.505)		

Tabela 21 – Adoção de *Covenants* – Fundo de Liquidez

GESTÃO DO FUNDO DE LIQUIDEZ										
valores em R\$mil - base										
MÊS	FUNDO DE LIQUIDEZ									
	RESERVAS CAPTADAS	SALDO INICIAL	QUOTAS NO MERCADO	MOVIMENTAÇÕES DE QUOTAS E RECURSOS FINANCEIROS		QUOTAS NO FUNDO	PREÇO DE MERCADO	CUSTO DE COLOCAÇÃO	RESERVAS LIBERADAS	SALDO FINAL
				OPERAÇÃO COMPRAS	VENDAS					
1	-	-	-	-	-	-	0,711	-	-	-
2	-	-	-	-	-	-	0,718	-	-	-
3	-	-	-	-	-	-	0,725	-	-	-
4	-	-	-	-	-	-	0,732	-	-	-
5	-	-	-	-	-	-	0,739	-	-	-
6	-	-	-	-	-	-	0,746	-	-	-
7	-	-	-	-	-	-	0,753	-	-	-
8	-	-	-	-	-	-	0,760	-	-	-
9	-	-	-	-	-	-	0,767	-	-	-
10	-	-	-	-	-	-	0,774	-	-	-
11	-	-	-	-	-	-	0,782	-	-	-
12	-	-	-	-	-	-	0,789	-	-	-
13	-	-	-	-	-	-	0,797	-	-	-
14	-	-	-	-	-	-	0,804	-	-	-
15	-	-	-	-	-	-	0,812	-	-	-
16	-	-	-	-	-	-	0,820	-	-	-
17	-	-	-	-	-	-	0,827	-	-	-
18	-	-	-	-	-	-	0,835	-	-	-
19	-	-	-	-	-	-	0,843	-	-	-
20	-	-	-	-	-	-	0,851	-	-	-
21	-	-	-	-	-	-	0,859	-	-	-
22	-	-	-	-	-	-	0,867	-	-	-
23	-	-	-	-	-	-	0,876	-	-	-
24	4.604	4.604	100.317	(3.010)	-	(3.010)	0,884	(8)	-	1.936
25	274	2.210	97.307	(2.478)	502	(4.986)	0,892	(8)	-	439
26	274	713	95.331	(792)	915	(4.863)	0,901	(5)	-	819
27	274	1.093	95.454	(1.202)	1.047	(5.019)	0,909	(6)	-	945
28	274	1.219	95.298	(1.328)	1.247	(5.100)	0,918	(7)	-	1.138
29	364	1.502	95.217	(1.620)	1.468	(5.251)	0,927	(9)	-	1.352
30	363	1.715	95.066	(1.833)	1.738	(5.346)	0,936	(10)	-	1.617
31	372	1.989	94.971	(2.107)	1.542	(5.910)	0,944	(10)	-	1.445
32	371	1.816	94.407	(1.906)	1.480	(6.336)	0,953	(10)	-	1.401
33	396	1.797	93.981	(1.868)	1.666	(6.538)	0,962	(10)	-	1.592
34	417	2.009	93.779	(2.067)	1.777	(6.828)	0,972	(11)	-	1.716
35	417	2.133	93.489	(2.174)	1.900	(7.102)	0,981	(12)	-	1.852
36	416	2.268	93.215	(2.291)	1.992	(7.401)	0,990	(13)	-	1.960
37	-	1.960	189.299	-	2.069	(5.332)	1,000	(6)	(4.023)	-
38	-	-	191.368	-	1.718	(3.615)	1,009	(5)	(1.728)	-
39	-	-	193.085	-	1.400	(2.215)	1,019	(4)	(1.422)	-
40	-	-	194.485	-	1.089	(1.126)	1,028	(3)	(1.116)	-
41	-	-	195.574	-	744	(382)	1,038	(2)	(770)	-
42	-	-	196.318	-	382	-	1,048	(1)	(399)	-
43	-	-	196.700	-	-	-	1,058	-	-	-
44	-	-	196.700	-	-	-	1,068	-	-	-
45	-	-	196.700	-	-	-	1,078	-	-	-
46	-	-	196.700	-	-	-	1,088	-	-	-
47	-	-	196.700	-	-	-	1,099	-	-	-
48	-	-	196.700	-	-	-	1,109	-	-	-
49	-	-	196.700	-	-	-	1,120	-	-	-
50	-	-	196.700	-	-	-	1,130	-	-	-
51	-	-	196.700	-	-	-	1,141	-	-	-
52	-	-	196.700	-	-	-	1,152	-	-	-
53	-	-	196.700	-	-	-	1,163	-	-	-
54	-	-	196.700	-	-	-	1,174	-	-	-
55	-	-	196.700	-	-	-	1,185	-	-	-
56	-	-	196.700	-	-	-	1,196	-	-	-
57	-	-	196.700	-	-	-	1,207	-	-	-
58	-	-	196.700	-	-	-	1,219	-	-	-
59	-	-	196.700	-	-	-	1,230	-	-	-
60	-	-	196.700	-	-	-	1,242	-	-	-
TOTAL	8.817							(2.804)	(894.367)	18.212

Tabela 22 – Adoção de *Covenants* – Recursos Livres da SPE sem Conta Reserva

FLUXO DE RECURSOS NO AMBIENTE DO EMPREENDIMENTO SEM CONSIDERAR CONTA RESERVA								
valores em R\$mil - base								
MÊS	CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO + CDU'S	CONTA VINCULADA LIBERAÇÕES + CAUÇÃO	CONTAS DE COMERCIALIZAÇÃO	ENCARGOS SOBRE A RECEITA	COVENANTS		MOVIMENTOS DE CAIXA	
					RENDA DOS INVESTIDORES	FUNDO DE LIQUIDEZ	TRANSAÇÕES NO MÊS	FLUXO DE CAIXA
1	(22.500)	-	-	-	-	-	(22.500)	(22.500)
2	(283)	-	-	-	-	-	(283)	(22.783)
3	(596)	-	-	-	-	-	(596)	(23.379)
4	(596)	-	-	-	-	-	(596)	(23.975)
5	(628)	-	-	-	-	-	(628)	(24.603)
6	(628)	-	-	-	-	-	(628)	(25.230)
7	(1.380)	-	-	-	-	-	(1.380)	(26.610)
8	(923)	-	-	-	-	-	(923)	(27.533)
9	(887)	-	-	-	-	-	(887)	(28.420)
10	(850)	-	-	-	-	-	(850)	(29.270)
11	(814)	-	-	-	-	-	(814)	(30.084)
12	(777)	-	-	-	-	-	(777)	(30.861)
13	(706)	-	-	-	-	-	(706)	(31.568)
14	(2.950)	-	-	-	-	-	(2.950)	(34.518)
15	(2.940)	-	-	-	-	-	(2.940)	(37.457)
16	(2.929)	-	-	-	-	-	(2.929)	(40.387)
17	(2.919)	-	-	-	-	-	(2.919)	(43.305)
18	(2.909)	-	-	-	-	-	(2.909)	(46.214)
19	(2.898)	-	-	-	-	-	(2.898)	(49.112)
20	(2.888)	-	-	-	-	-	(2.888)	(52.000)
21	(4.058)	-	-	-	-	-	(4.058)	(56.058)
22	(4.050)	-	-	-	-	-	(4.050)	(60.108)
23	(4.042)	-	-	-	-	-	(4.042)	(64.150)
24	(4.033)	43.742	(5.055)	(1.597)	-	(4.604)	28.453	(35.697)
25	(4.025)	2.608	-	(95)	(856)	(274)	(2.643)	(38.341)
26	(4.017)	2.605	-	(95)	(835)	(274)	(2.616)	(40.957)
27	(4.008)	2.603	-	(95)	(833)	(274)	(2.607)	(43.564)
28	(4.000)	2.600	-	(95)	(828)	(274)	(2.596)	(46.160)
29	(5.447)	3.455	-	(126)	(823)	(364)	(3.305)	(49.465)
30	(5.442)	3.452	-	(126)	(818)	(363)	(3.297)	(52.762)
31	(5.573)	3.531	-	(129)	(814)	(372)	(3.357)	(56.119)
32	(5.561)	3.528	-	(129)	(805)	(371)	(3.338)	(59.458)
33	(5.936)	3.763	-	(137)	(798)	(396)	(3.504)	(62.962)
34	(6.250)	3.961	-	(145)	(793)	(417)	(3.643)	(66.605)
35	(6.237)	3.957	-	(144)	(787)	(417)	(3.628)	(70.233)
36	(6.225)	3.953	-	(144)	(781)	(416)	(3.613)	(73.846)
37	637	100.748	(5.494)	(3.677)	(775)	4.023	95.461	21.615
38	621	-	-	-	-	1.728	2.349	23.964
39	606	-	-	-	-	1.422	2.028	25.992
40	590	-	-	-	-	1.116	1.706	27.698
41	575	-	-	-	-	770	1.345	29.043
42	560	-	-	-	-	399	959	30.002
43	544	-	-	-	-	-	544	30.546
44	529	-	-	-	-	-	529	31.075
45	513	-	-	-	-	-	513	31.588
46	498	-	-	-	-	-	498	32.086
47	483	-	-	-	-	-	483	32.569
48	467	-	-	-	-	-	467	33.036
49	452	-	-	-	-	-	452	33.488
50	436	-	-	-	-	-	436	33.924
51	421	-	-	-	-	-	421	34.346
52	406	-	-	-	-	-	406	34.751
53	390	-	-	-	-	-	390	35.141
54	375	-	-	-	-	-	375	35.516
55	359	-	-	-	-	-	359	35.876
56	300	-	-	-	-	-	300	36.175
57	240	-	-	-	-	-	240	36.415
58	180	-	-	-	-	-	180	36.595
59	120	-	-	-	-	-	120	36.715
60	60	-	-	-	-	-	60	36.774
TOTAL	(120.543)	184.505	(10.549)	(6.734)	(10.546)	641	36.774	

Tabela 23 – Adoção de *Covenants* – Conta Reserva, Investimentos e Retornos

FLUXO DE RECURSOS NO AMBIENTE DO EMPREENDIMENTO E NA CONTA RESERVA - INVESTIMENTOS E RETORNOS									
valores em R\$mil - base									
MÊS	PARÂMETROS PARA CONTA RESERVA			MOVIMENTAÇÕES E SALDOS DA CONTA RESERVA					INVESTIMENTOS E RETORNOS
	PROGRAMA DE PRODUÇÃO A GARANTIR	CAIXA DISPONÍVEL NA SPE	SALDO NECESSÁRIO NA CONTA	APORTES	SALDO APÓS APORTE	SOBRA APÓS APORTE	DEVO-LUÇÃO DO EXCEDENTE	SALDO APÓS DEVO-LUÇÃO	
1	(879)	-	-	-	-	-	-	-	22.500
2	(1.192)	-	-	-	-	-	-	-	283
3	(1.223)	-	-	-	-	-	-	-	596
4	(1.255)	-	-	-	-	-	-	-	596
5	(1.954)	-	-	-	-	-	-	-	628
6	(2.235)	-	-	-	-	-	-	-	628
7	(1.818)	-	-	-	-	-	-	-	1.380
8	(1.820)	-	-	-	-	-	-	-	923
9	(1.823)	-	-	-	-	-	-	-	887
10	(1.825)	-	-	-	-	-	-	-	850
11	(1.828)	-	-	-	-	-	-	-	814
12	(4.088)	-	-	-	-	-	-	-	777
13	(6.352)	-	-	-	-	-	-	-	706
14	(6.362)	-	-	-	-	-	-	-	2.950
15	(6.372)	-	-	-	-	-	-	-	2.940
16	(6.383)	-	-	-	-	-	-	-	2.929
17	(6.393)	-	-	-	-	-	-	-	2.919
18	(6.403)	-	-	-	-	-	-	-	2.909
19	(7.594)	-	-	-	-	-	-	-	2.898
20	(8.787)	-	-	-	-	-	-	-	2.888
21	(8.801)	-	-	-	-	-	-	-	4.058
22	(8.815)	-	-	-	-	-	-	-	4.050
23	(8.829)	-	(8.829)	8.829	8.829	-	-	8.829	12.871
24	(8.843)	28.453	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
25	(8.857)	25.809	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
26	(8.871)	23.193	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
27	(10.341)	20.586	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
28	(11.814)	17.990	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
29	(11.966)	14.685	-	-	8.829	8.829	-	8.829	-
30	(12.118)	11.388	(731)	-	8.829	8.098	-	8.829	-
31	(12.525)	8.031	(4.494)	-	8.829	4.335	-	8.829	-
32	(13.258)	4.692	(8.566)	-	8.829	263	-	8.829	-
33	(13.604)	1.188	(12.416)	3.587	12.416	-	-	12.416	3.587
34	(13.623)	-	(13.623)	1.208	13.623	-	-	13.623	3.663
35	(6.817)	-	(6.817)	-	13.623	6.807	(6.807)	6.817	(3.179)
36	-	-	-	-	13.623	13.623	(6.817)	-	(3.204)
37	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(95.461)
38	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(2.349)
39	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(2.028)
40	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(1.706)
41	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(1.345)
42	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(959)
43	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(544)
44	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(529)
45	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(513)
46	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(498)
47	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(483)
48	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(467)
49	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(452)
50	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(436)
51	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(421)
52	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(406)
53	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(390)
54	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(375)
55	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(359)
56	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(300)
57	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(240)
58	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(180)
59	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(120)
60	-	-	-	-	13.623	13.623	-	-	(60)
TOTAL				13.623			(13.623)		(36.774)

APÊNDICE B

METODOLOGIA PARA CÁLCULO DO VALOR DA OPORTUNIDADE DO INVESTIMENTO

A rotina utilizada para obtenção dos principais indicadores de qualidade do investimento e dos valores arbitrados tanto para a emissão de quotas como para o empreendimento nos seus diversos estágios é descrita a seguir. No cálculo do valor do empreendimento ao final do ciclo operacional (VOI_{20}), foi utilizada a rotina e a notação extraída de AMATO [2001], ou seja:

VOI_0	<i>Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no início do ciclo operacional</i>
VOI_n	<i>Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no final do ciclo operacional</i>
VOI_{2n}	<i>Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no final do período de exaustão</i>
tai	<i>Taxa de atratividade desejada pelo investidor que aceitaria imobilizar recursos financeiros no ambiente do empreendimento dentro do ciclo operacional</i>
tas	<i>Taxa de atratividade desejada pelo investidor que leva em conta apenas os riscos do setor, desconsiderando os riscos de distúrbios nos sistemas do empreendimento.</i>
ROD_k	<i>Resultado Operacional Disponível para o investidor durante o ciclo operacional e o período de exaustão, da qual já foram deduzidos os recursos para o fundo de reposição de ativos (FRA)</i>
I_R	<i>Investimento arbitrado como capaz de promover a reciclagem do imóvel ao final do ciclo operacional</i>

“Admite-se que a extensão do ciclo operacional (c) e do período de exaustão (e), respectivamente em anos, é equivalente a 20 anos, conforme anteriormente discutido, e será denominada como prazo n .

O valor da oportunidade de investimento arbitrado para VOI_0 , ou seja, no início do ciclo operacional, pode ser obtido através da seguinte fórmula, que é a base do método da renda conforme preconiza a ABNT.

$$VOI_0 = \frac{VOI_n}{(1+tai)^n} + \sum_{k=1}^n \frac{ROD_k}{(1+tai)^k} \quad [1]$$

Admitindo-se que um outro investidor, que adquire o empreendimento nesse momento, buscará, via resultados disponíveis durante um novo ciclo (período de exaustão), obter taxa de retorno em patamares compatíveis com o risco do negócio, o valor VOI_n ao final do ciclo operacional pode ser arbitrado, da seguinte maneira:

$$I_R + VOI_n = \frac{VOI_{2n}}{(1+tas)^n} + \sum_{k=n+1}^{2n} \frac{ROD_k}{(1+tas)^{k-n}} \quad [2]$$

O investimento em reciclagem I_R deve ter como parâmetro de referência o custo de implantação do empreendimento no momento em que será necessário seu aporte. Este parâmetro deve considerar todos os custos pertinentes, com exceção daqueles necessários à aquisição do terreno e despesas legais relacionadas com sua transferência e registro de propriedade.

Para arbitragem do valor do empreendimento ao final do período de exaustão, admite-se que a taxa de agregação de mais-valia ao negócio dentro deste ciclo será proporcionalmente idêntica à verificada no ciclo operacional, conforme pode ser visualizado na formula a seguir.

$$VOI_{2n} = VOI_n * \left(\frac{VOI_n}{VOI_0} \right)^{e/c} = \frac{VOI_n^2}{VOI_0} \quad [3]$$

Em outros termos, o critério utilizado pressupõe que o valor do empreendimento tende a crescer ao longo do tempo, em função do próprio crescimento dos resultados obtidos, que acabam por ser traduzidos no valor.

A arbitragem do valor a ser aportado na reciclagem do empreendimento ao final do ciclo operacional deve ser segura. ROCHA LIMA [2000] coloca que na falta do valor do investimento na implantação do empreendimento, arbitra-se I_R baseado num valor

VOI_0 preliminar. Utiliza-se a expressão seguinte com um fator de ajuste arbitrado para promover um teste de consistência ao final da análise.

$$VOI_n = \alpha * \sum_{k=n+1}^{2n} \frac{ROD_k}{(1 + tas)^{k-n}} \quad [4]$$

ROCHA LIMA [2000] afirma que “o teste de consistência deverá ser utilizado quando não for possível promover uma arbitragem consistente de I_R , o que acontece quando não se tem os custos de implantação”. A rotina a ser adotada segue os seguintes passos:

1. Calcula-se VOI_n a partir da expressão [4], tomando como ponto de partida o valor de 75%, conforme recomendado por ROCHA LIMA [2000];
2. Aplica-se este primeiro valor na expressão [1] para se obter VOI_0 , retornando-se às expressões [3] e [2] para I_R ;
3. Comparam-se os valores alcançados no item anterior no intuito de verificar se a relação entre eles é satisfatória para que I_R seja aceitável.
4. Caso não seja, altera-se I_R , retornando-se à expressão [4] para novamente calcular VOI_n e retornar ao passo [i].”