

x

FABIO BARBOSA DE ALMEIDA

Desmobilização de empreendimento de base imobiliária ou estruturação de
Fundo de Investimento Imobiliário: um estudo da atratividade e riscos para o
proprietário do imóvel

São Paulo
2011

MBA/RE
A/646

DEDALUS - Acervo - EPEC



31400031978

Sysno: 2271949

FABIO BARBOSA DE ALMEIDA

Desmobilização de empreendimento de base imobiliária ou estruturação de
Fundo de Investimento Imobiliário: um estudo da atratividade e riscos para o
proprietário do imóvel

Monografia apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obtenção
do Título de MBA com ênfase em Real Estate
– Economia Setorial e Mercados

Área de Concentração: Engenharia Civil

Orientador: Prof^a. Dra. Carolina Gregório

São Paulo
2011

ESCOLA POLITÉCNICA DA USP
DIVISÃO DE BIBLIOTECA
Biblioteca de Engenharia Civil

FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Fabio Barbosa de

**Desmobilização de empreendimento de base imobiliária ou
estruturação de fundo de investimento imobiliário: um estudo
da atratividade e riscos para o proprietário do imóvel / F.B. de
Almeida. -- São Paulo, 2011.**

124 p.

**Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados com
ênfase em *Real Estate*) – Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo. Programa de Educação Continuada em Engenharia.**

**1. Empreendimentos imobiliários 2. Fundo de investimento
3. Edifícios de escritório – São Paulo (SP) I. Universidade de São
Paulo. Escola Politécnica. Programa de Educação Continuada
em Engenharia II. t.**

DEDICATÓRIA

À minha família e amigos que sempre me apoiaram e foram peças fundamentais para o meu crescimento profissional, intelectual e como pessoa.

AGRADECIMENTOS

Aos colegas de curso e professores pela valiosa troca de experiências e conhecimentos, que seguramente contribuíram para o meu crescimento profissional.

A minha orientadora Prof.^a Dra. Carolina Gregório, pelo incentivo, diretrizes e referência na busca pelo melhor de mim.

RESUMO

No mercado de investimento em edifícios de escritório no Brasil são poucos os investidores com capacidade financeira para aquisição da totalidade de um edifício, sendo a prática mais comum dividir a propriedade em diversos proprietários. Existe, portanto, uma limitação na liquidez de venda dos imóveis com um único proprietário. O Fundo de Investimento Imobiliário - FII é uma alternativa para os proprietários de imóveis que desejam vender seus ativos. Porém, como esse mercado ainda está em expansão, existe um desequilíbrio no resultado da venda para um FII em comparação com a venda direta. Nesse sentido, o trabalho compara o resultado e riscos envolvidos em cada uma das formas de liquidação, sob a ótica do proprietário do imóvel.

A análise do resultado (receita líquida de venda) para o proprietário (vendedor) é feita de modo quantitativo, com base em dados de mercado e nos dados de um empreendimento usado como estudo de caso. Para esta análise quantitativa, considera-se um cenário isolado aos efeitos dos riscos de liquidação para cálculo da receita líquida gerada com a venda do imóvel em estudo. Os resultados são encontrados tanto para a venda direta como para a venda por meio da estruturação de um FII. No entanto, os resultados encontrados precisam ser avaliados em conjunto aos riscos envolvidos. Desta forma, estende-se a análise, de modo qualitativo, para identificar os riscos envolvidos em cada uma das formas de liquidação. Por meio do método Delphi identifica-se as matrizes de riscos, com a atribuição de probabilidade de ocorrência e impactos, resultando em uma hierarquização dos fatores de risco para ambas as formas de liquidação. Para os riscos primários e, portanto de maior relevância, discute-se um Plano de Resposta aos Riscos de forma a permitir ao tomador da decisão (vendedor do imóvel) o planejamento em relação aos riscos encontrados.

Palavras-chave: FII. Venda direta. Proprietário do imóvel

ABSTRACT

In the commercial building investment market in Brazil, there are few investors with sufficient financial resources to acquire an entire building. Accordingly, the most common practice is for several investors to share ownership of a property. There is, therefore, limited liquidity for the sale of this kind of real estate owned by a single individual. The Real Estate Investment Fund (FII) is an alternative for the owners of properties who wish to sell their assets. However, as this market is still expanding, there is an imbalance in the results of sales through an FII, compared to direct sales. In view of this scenario, this study compares the results of risks involved in each of these forms of liquidation, from the standpoint of the property owner.

A quantitative analysis of the result (net revenue from sale) for the owner (seller) was carried out, based on market data and data from a particular venture examined as a case study. For this quantitative analysis, an isolated scenario of the effects of the risks of liquidation was considered in the calculation of the net revenue generated from the sale of the aforementioned case-study property. Results were calculated for both direct sales and for sales through the FII structure. However, it was necessary to evaluate the results obtained in conjunction with the risks involved. Accordingly, the analysis had been extended to include qualitative aspects, in order to identify the risks involved in each of the forms of liquidation. Using the Delphi method, the risk matrices were identified, and the probability of their occurrence and their impacts were attributed, resulting in a ranking of risk factors for both forms of liquidation. In order to address the primary risks, which are the most significant, a Risk Response Plan is being discussed that would enable the decision-maker (the seller of the property) to plan for any risks encountered.

Keywords: Real Estate Investment Fund. Direct sales. Property owner

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
1.1 Objetivo	2
1.2 Metodologia.....	4
2 ANÁLISE DO MERCADO DE ESCRITÓRIOS.....	18
2.1 Classificação de edifícios	19
2.2 Mercado de Investimento	22
2.3 Principais Investidores.....	26
2.4 Rentabilidade esperada por Investidores Diretos	27
2.5 Processo de Comercialização	31
3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	33
3.1 Legislação - histórico.....	36
3.2 Agentes da estruturação e administração dos FIIs.....	39
3.3 Mercado atual de FII.....	43
3.4 Concepção de um FII.....	47
3.4.1 Estruturação	47
3.4.1.1 Contratação de empresa intermediária - colocação das cotas no mercado	48
3.4.1.2 Registro de oferta junto a CVM.....	49
3.4.1.2.1 Confecção de Regulamento / Prospecto.....	51
3.4.1.2.2 Registro junto ao Cartório de Títulos e Documentos.....	51
3.4.1.2.3 Taxa de Fiscalização	52
3.4.1.2.4 Publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição.....	52
3.4.1.3 Registro Bovespa.....	52
3.4.1.4 Material publicitário.....	53
3.4.2 Administração	53

3.4.2.1	Administrador Imobiliário.....	55
3.4.2.2	Escrituração de Cotas.....	55
3.4.2.3	Custódia de Ativos Financeiros.....	56
3.4.2.4	Auditoria.....	57
3.4.2.5	Taxa Manutenção Bovespa.....	58
3.4.2.6	Taxa de Fiscalização CVM.....	58
3.4.2.7	Taxa Cetip.....	59
3.4.2.8	Fundo para Reposição de Ativo - FRA.....	59
3.4.3	Aquisição de imóvel.....	60
3.4.3.1	Imposto de Transmissão de Bens Imóveis - ITBI.....	60
3.4.3.2	Análise de documentação - Assessoria Jurídica.....	61
3.4.3.3	Laudo de Avaliação.....	61
3.4.3.4	Escritura Pública e Registro.....	62
3.4.4	Resumo dos custos de concepção de um FII.....	62
3.5	Rentabilidade esperada por investidores em FII.....	63
4	ESTUDO DE CASO DA ESTRUTURAÇÃO DE LIQUIDAÇÃO DE UM EDIFÍCIO DE ESCRITÓRIO POR MEIO DE FII.....	67
4.1	Análise da Venda Direta sob a ótica do vendedor.....	70
4.2	Análise da Venda por meio de FII sob a ótica do vendedor.....	72
4.3	Processo de Gerenciamento de Riscos.....	75
4.3.1	Identificação dos Riscos.....	75
4.3.2	Análise Qualitativa dos Riscos.....	83
4.3.3	Planejamento das respostas aos Riscos.....	88
4.3.3.1	Planejamento de resposta aos riscos para venda através de FII.....	88
4.3.3.2	Planejamento de resposta aos riscos para venda direta.....	91
4.3.4	Monitoramento das condições de risco.....	93
5	CONCLUSÃO.....	95

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Figura esquemática do objetivo do trabalho	3
Ilustração 2 - Comparação da forma de análise de um investidor para aquisição direta e aquisição através de um FII	6
Ilustração 3 – Processos do Gerenciamento dos Riscos	11
Ilustração 4 – Etapas de análise do estudo	17
Ilustração 5 – Matriz de Risco da venda através de FII.....	86
Ilustração 6 – Matriz de Risco da venda direta	87

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do volume de registros de FII.....	35
---	----

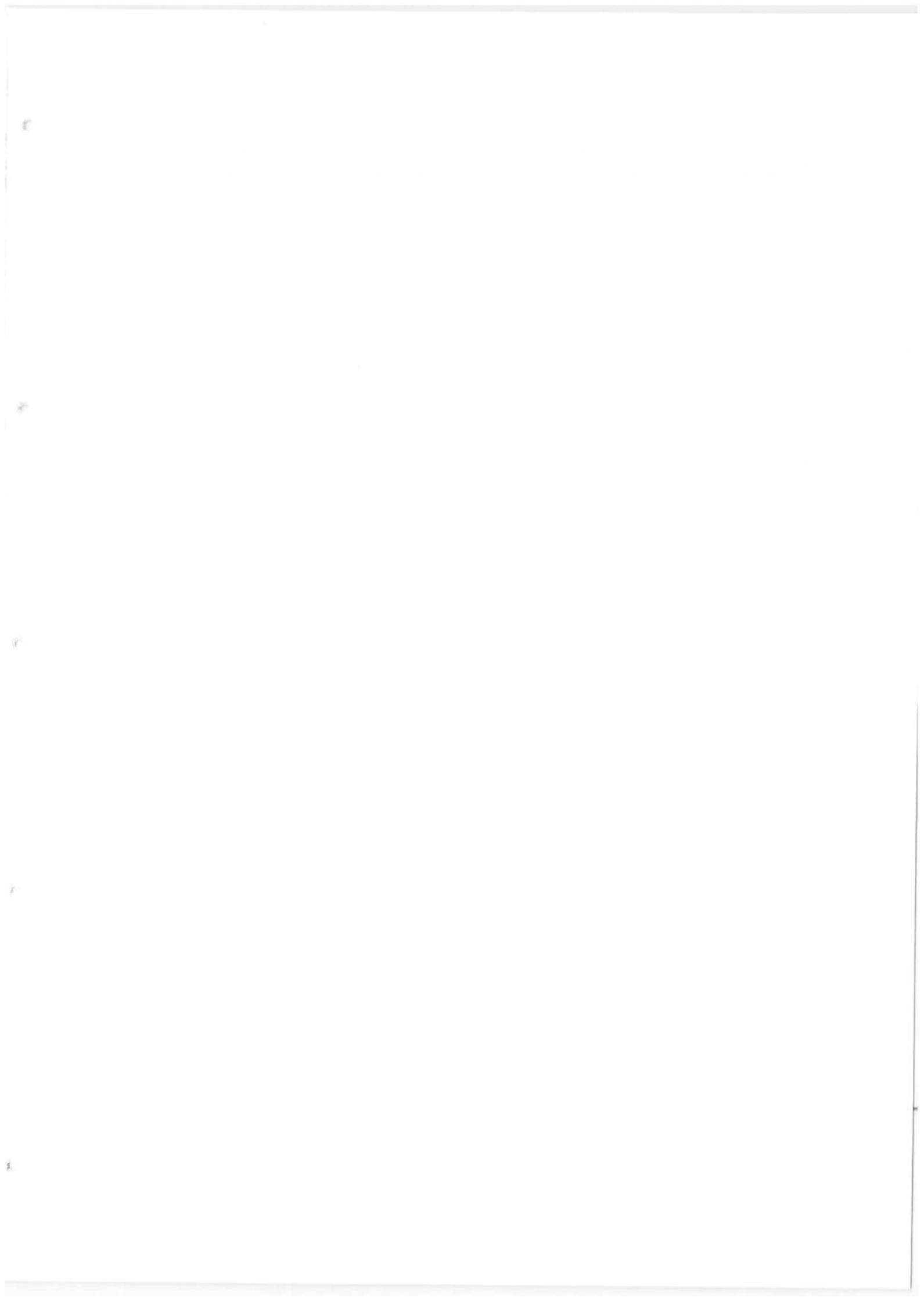
LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução do mercado de escritórios (em m ²)	18
Tabela 2 – Elementos analisados para classificação de edifícios	20
Tabela 3 – Evolução por tipo de investidor no mercado de escritório da cidade de São Paulo	22
Tabela 4 – Transações de venda em edifícios de escritórios na cidade de São Paulo.....	30
Tabela 5 – Faixa de valor de honorário de venda de edifícios de escritório	32
Tabela 6 – Relação de FII.....	40
Tabela 7 – Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2010	44
Tabela 8 – Ofertas primárias e secundárias em análise na CVM	46
Tabela 9 – Valores da Taxa de Fiscalização para manutenção do Registro de FIIs junto a CVM	58
Tabela 10 – Tabela resumo dos custos de concepção de um FII.....	63
Tabela 11 – Perspectiva de rentabilidade de FIIs divulgado na captação: fundos com foco no mercado de escritórios	65
Tabela 12 – Simulação do cálculo do Investimento Direto em Imóvel com base no <i>cap rate</i>	70
Tabela 13 -- Simulação do resultado para o vendedor com a venda direta do Imóvel	71
Tabela 14 – Premissas do fluxo de caixa da análise da qualidade de investimento em FIIs....	73
Tabela 15 – Simulação do resultado para o vendedor com a venda através de FII.....	74
Tabela 16 – Listagem dos fatores de risco da venda através de FII - Período entre o momento de decisão da venda até término da estruturação	77
Tabela 17 – Listagem dos fatores de risco da venda através de FII - Período de emissão e colocação das cotas.....	79
Tabela 18 – Listagem dos fatores de risco da venda direta - Período entre o momento de decisão da venda e prospecção	81
Tabela 19 – Listagem dos fatores de risco da venda direta - Período de negociação a partir da identificação de interessado.....	82
Tabela 20 – Classificação dos pesos e <i>ranking</i> para os fatores de risco da venda através de FII	84

Tabela 21 – Classificação dos pesos e <i>ranking</i> para os fatores de risco da venda direta.....	85
Tabela 22 – Riscos primários da venda através de FII.....	87
Tabela 23 – Riscos primários da venda direta.....	88
Tabela 24 – Resumo de resposta aos riscos primários para venda através de FII.....	90
Tabela 25 – Resumo de resposta aos riscos primários para da venda direta.....	92

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- FII – Fundo de Investimento Imobiliário
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
REIT – Real Estate Investment Trust
NRE – Núcleo de Real Estate
ITBI – Imposto de Transmissão de Bens Imóveis
PL – Patrimônio Líquido
CNPJ – Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
BACEN – Banco Central do Brasil
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários
IPTU – Imposto Predial Territorial Urbano
FRA – Fundo para Reposição de Ativo
SPE – Sociedade de Propósito Específico
ROB – Receita Operacional Bruta
ROL – Receita Operacional Líquida
ROD – Resultado Operacional Disponível



1. INTRODUÇÃO

O cenário atual do mercado de escritórios no Brasil e mais especificamente na cidade de São Paulo vem passando por um importante avanço nos últimos anos com a entrada de novos investidores, maior facilidade de financiamento, demanda por espaços aquecida, entre outros fatores. Entretanto, apesar da melhora de cenário, ainda são muitos os pontos a serem melhorados em relação à profissionalização deste mercado para aproximá-lo aos mercados mais desenvolvidos neste segmento, como o Americano ou o Europeu.

Em relação ao mercado de investimento em edifícios inteiros, ainda são poucas as transações, em razão de um limitado número de investidores com capacidade de suportar o volume financeiro envolvido.

Vale destacar que neste segmento, no final do ciclo operacional permanecem como potenciais compradores basicamente os investidores institucionais, em sua maioria os Fundos de Pensão (que retomaram as aquisições apenas em 2008, após praticamente 10 anos sem que realizassem investimentos no mercado de escritórios corporativos), as *Property Companies*¹, que tiveram um crescimento em número de empresas nos últimos anos, mas que ainda conseguem assumir apenas parte deste mercado, os investidores estrangeiros, que ainda são poucos em atuação no Brasil, ou então os Fundos de Investimento Imobiliário - FII, que apesar de um crescimento significativo, ainda se apresentam em volume tímido se comparado aos países desenvolvidos.

Em geral, a partir da maturação de um determinado investimento, concentrado aqui no nicho de edifícios de escritórios corporativos, o momento da liquidação é um novo desafio, tendo em vista o alto volume de investimento, o longo prazo de maturação e a rigidez do empreendimento.

¹ Empresas com foco e especialização em investimentos no mercado imobiliário, com objetivo de gerar renda no longo prazo.

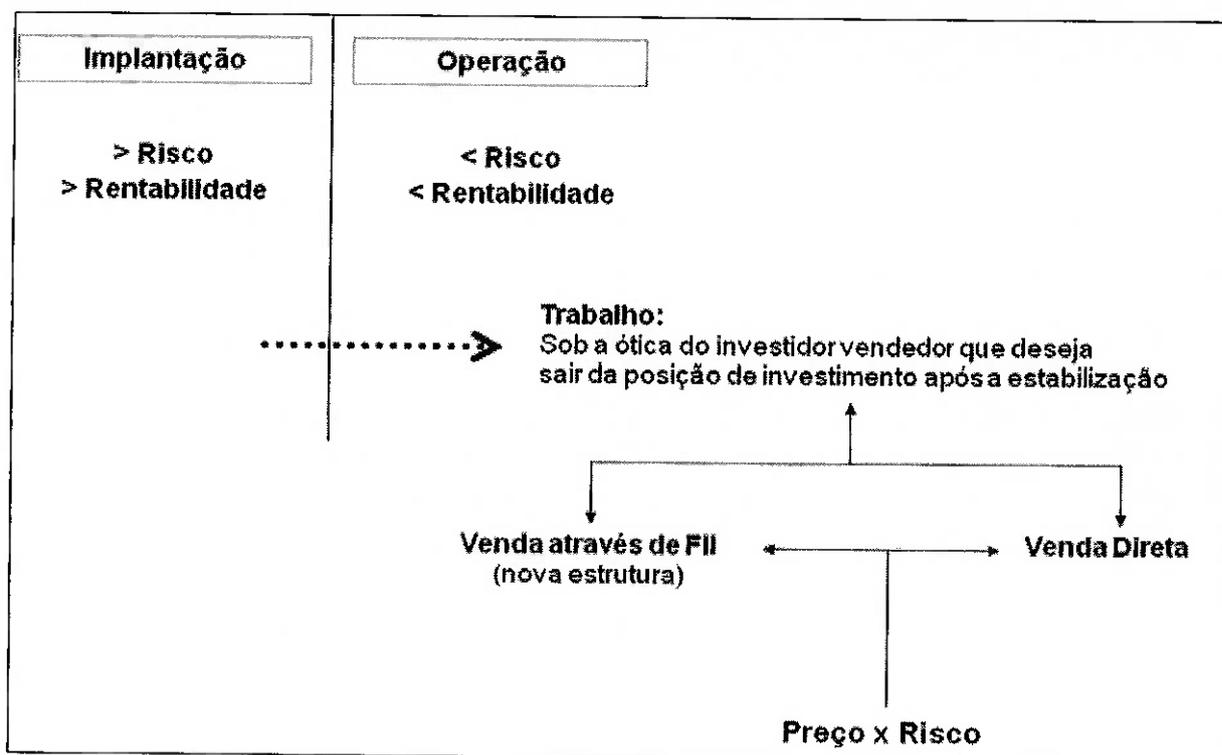
Desta forma, para que o mercado evolua é importante a participação de um maior número de investidores, por meio de instrumentos de investimento de securitização (CRIs, FIIs, entre outros), capaz de derivar recursos de investidores conservadores para o mercado imobiliário. Assim, um movimento contínuo de investimento e desinvestimento pode-se suceder estabelecendo as transações de ativos relacionados ao mercado de real estate, com trânsito mais ágil no mercado de capitais.

1.1 Objetivo

O objetivo deste trabalho é estudar a liquidação de um imóvel por meio da estruturação de um FII², em comparação com a venda direta do imóvel, tanto em relação ao preço resultado da venda quanto aos riscos envolvidos. Uma vez analisado o resultado e riscos espera-se que seja possível facilitar a identificação de possíveis soluções para tornar as estruturas atuais dos FIIs um meio competitivo para liquidação de edifícios de escritórios inteiros ou em grandes porções, fortalecendo uma participação maior de grupos de investidores de menor porte neste nicho de investimento, principalmente as pessoas físicas.

² Para este trabalho será definido FII como estrutura de investimento para investidores pulverizados, pessoas físicas (recursos de poupança) e com foco na isenção de tributação.

Ilustração 1 – Figura esquemática do objetivo do trabalho



A legislação que regula os FIIs já passou por diversas transformações. Algumas delas visaram tornar este mercado mais ágil e competitivo. Ainda assim, evidencia-se que as transformações devam continuar ocorrendo, de forma que esta regulamentação possa acompanhar o dinamismo do mercado.

Como forma de analisar a situação atual será feito um paralelo entre os dois mercados, ou seja, de investimento direto em imóvel e o mercado de FII, comparando as condições que influenciam no processo decisório de venda na visão do proprietário do imóvel, e o resultado mais satisfatório, ou seja, maior preço de venda ainda considerando um cenário isolado aos efeitos dos riscos de liquidação. Por isso, em paralelo serão analisados os riscos envolvidos em cada uma das estruturas, formando um guia para auxiliar nas tomadas de decisão frente às condições de determinado caso em específico, e também, permitindo ações para mitigar os riscos conhecidos, independente da estrutura escolhida.

A leitura de investidores, dentro do nicho em discussão, está relacionada com a relação preço versus valor de locação, a localização, a qualidade da edificação e a perspectiva de crescimento do mercado.

Importante observar que a análise reflete a situação de mercado atual. A tendência é que os mercados se adaptem a nova situação de amadurecimentos dos FIIs e com isso tendam a se estabilizar.

1.2 Metodologia

O escopo do trabalho está direcionado para o segmento de investimento no mercado de edifícios de escritórios, neste caso sob a ótica do vendedor de um ativo.

Define-se aqui como vendedor o proprietário de imóvel pronto e alugado a valor de mercado, onde a perspectiva do comprador seja a geração de renda com a locação no longo prazo.

Segundo MONETTI (1996), os empreendimentos de base imobiliária se configuram em quatro ciclos distintos: (i) formatação, (ii) implantação, (iii) operação e (iv) exaustão, sendo:

- (i) **Formatação:** compreende o período em que se estrutura o empreendimento, formulando o produto e seu projeto, o planejamento para produção e preparando o suporte legal para seu desenvolvimento;
- (ii) **Implantação:** corresponde a fase de construção e equipamento do imóvel, além das contratações relacionadas com a exploração do empreendimento. O ciclo de implantação se encerra com a emissão do habite-se, definitivo ou provisório, pelo poder público municipal, autorizando a ocupação do imóvel;
- (iii) **Operação:** período em que o empreendimento é explorado, atendendo o objetivo para o qual se construiu o imóvel;
- (iv) **Exaustão:** momento em que o empreendimento necessita de recursos para reciclagem a fim de manter a homogeneidade de sua capacidade de gerar renda nos mesmos patamares do ciclo operacional, para o qual foi projetado.

Vale destacar que o objetivo deste trabalho não é analisar a qualidade do investimento em empreendimentos de base imobiliária, mas sim as possibilidades de liquidação de um ativo imobiliário, considerando os resultados e riscos envolvidos na venda direta e venda por meio da estruturação de um FII sob a ótica do proprietário (vendedor).

Quanto ao imóvel, este é definido como uma unidade (andar) ou composição de unidades (diversos andares) de um edifício de escritório na cidade de São Paulo, com boa localização (inserido em uma região consolidada de escritórios) e classificado em termos de especificação técnica como um dos melhores edifícios da cidade. Portanto, o estudo de caso considera a possibilidade de liquidação de apenas uma unidade do edifício, ou até a sua totalidade, permitindo analisar o comportamento para diferentes volumes de investimento, já que os parâmetros de venda envolvidos no processo de desmobilização são distintos (custos envolvidos, riscos, acesso dos investidores, taxas setoriais, benefícios tributários, entre outros).

Não se pretende aqui discutir o risco de mercado, razão pela qual será considerado como premissa para análise, o imóvel inteiro alugado, para empresa de primeira linha, e a preço de mercado, tornando possível uma comparação direta com outras transações para identificar os intervalos dos parâmetros de venda, dentro deste mesmo conjunto competitivo.

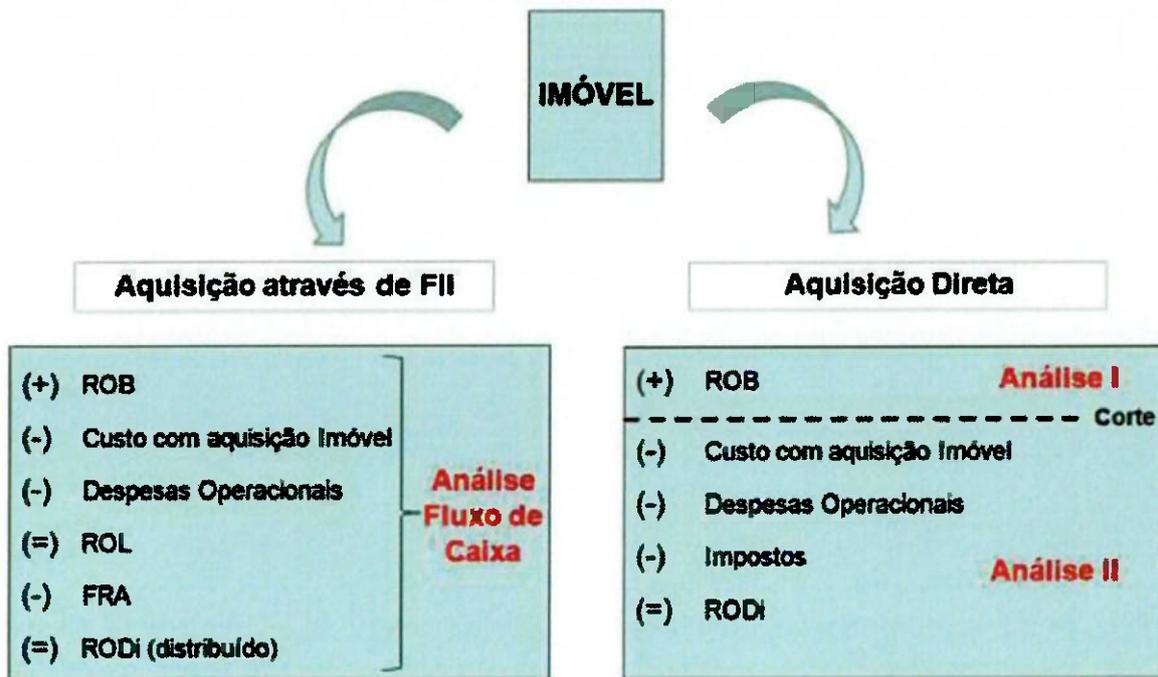
O estudo mostrará a comparação de duas formas de liquidação, venda direta e a venda através da estruturação de um FII, ou seja, com foco na colocação das cotas para investidores que utilizarão o benefício de isenção de imposto de renda - IR.

A comparação entre as duas formas de venda será feita de acordo com uma estimativa de preço de venda que determinado imóvel poderia alcançar em cada uma das estruturas, tendo em vista a rentabilidade esperada por investidores de FIIs e investidores diretos em imóveis, além dos custos que impactam nesta análise por parte do investidor.

Portanto, o preço de venda do imóvel será determinado a partir do valor que um investidor estaria disposto a pagar, com base em um histórico de transações recentes em amostra semelhante (edifício de escritório, Triple A, boa localização e alugado).

Segue figura esquemática da análise:

Ilustração 2 - Comparação da forma de análise de um investidor para aquisição direta e aquisição através de um FII



Onde:

ROB – Receita Operacional Bruta (aluguéis)

ROL – Receita Operacional Líquida

RODi – Resultado Operacional Disponível descontado o FRA

No caso de aquisição através de FII a análise considera um fluxo de caixa com todas as entradas e saídas de recursos, ou seja, receitas e despesas. As receitas são basicamente provenientes de aluguéis, enquanto as despesas são o custo de aquisição dos imóveis e as despesas operacionais.

Não será considerado nesta análise o custo de estruturação do fundo. Este cálculo será feito em uma segunda etapa, na qual este custo será descontado do valor que o proprietário (vendedor) receberia.

O valor de venda do imóvel, portanto, é determinado a partir da capacidade de aquisição de um FII, de forma a garantir a atratividade aos investidores desse mercado.

Para se determinar o preço de venda do imóvel será elaborado um fluxo de caixa utilizando-se o conceito de VOI – Valor da Oportunidade de Investimento. Ou seja, o preço de venda é calculado por meio da rotina de cálculo do VOI, considerando, portanto, que a transação se faria sem que ambas as partes (vendedor e comprador) estejam submetidas a pressões no momento da transação.

Segundo ROCHA LIMA JR (2006):

O cálculo de VOI, segundo o método mais difundido, e que é o mais adequado para os procedimentos de valuation de negócios e de outros ativos que geram renda, compreendem as ações e etapas a seguir:

- *Arbitrar um intervalo de tempo adiante – horizonte h -, no qual se fundamentará o cálculo;*
- *Arbitrar uma taxa de retorno adequada para atrair um investidor a pagar VOI que será calculado – tat -, considerando que essa taxa representará a renda do seu investimento no horizonte h ;*
- *Desenhar um cenário de comportamento do negócio para o horizonte h ;*
- *Calcular, com base nesse cenário, o fluxo da expectativa de renda do investidor no negócio, dentro do horizonte h {ROD};*
- *Calcular, com base nesse cenário e em critérios subjetivos de exaustão, a parte do valor do negócio ao final do horizonte h , que possa ser atribuída à sua estrutura e inserção de mercado antes da venda – VOIf;*
- *Com base em {ROD}, no valor de VOIf e na tat , calcular o valor VOI,*

$$\text{segundo a expressão } VOI = \frac{VOI_n}{1+tat} + \sum_{k=1}^n \frac{ROD_k}{1+tat^k}, \text{ sendo } n \text{ o horizonte}$$

e k um contador de ciclo, em geral n um horizonte em anos e k o contador em anos (1, 2, ...).

Ainda segundo ROCHA LIMA JR (2000):

O empreendimento terá valor equivalente a quanto um investidor pagaria, para, com este investimento, adquirir renda, no conceito de taxa de retorno, num patamar que, para este investidor, seja considerado como atrativo.

O horizonte de análise considerado é de 20 anos, as despesas de acordo com levantamento de dados³ realizado em estruturas semelhantes, e a taxa será definida com base nas taxas encontradas em FIIs recentemente lançados (captação), que tem como foco imóveis comerciais.

A aquisição direta poderia seguir o mesmo procedimento, entretanto as despesas operacionais e impostos são características peculiares de cada investidor e, portanto, de difícil acesso. Por essa razão esses dados teriam que ser arbitrados, o que poderia gerar falha na análise.

Assim, realizou-se um corte na análise com base naquelas informações que são possíveis de se conhecer, criando dois cenários de análise, cenário I e II.

De forma a evitar a arbitragem de dados desnecessariamente, e tendo em vista que as informações da amostra levantada permite realizar a análise I, o estudo será realizado a partir do corte proposto na ilustração 1, com base no *cap rate*, encontrando a rentabilidade bruta⁴ para investimentos diretos em edifícios de escritórios. Essa simplificação é possível uma vez que as rentabilidades brutas encontradas para investidores diretos se baseiam em dados de mercado, ou seja, em preços de venda e locação transacionados para os empreendimentos da amostra.

Portanto, para a análise sobre a ótica do investidor direto, uma vez que o foco deste estudo são imóveis prontos para gerar renda, o preço será determinado a partir de um racional de rentabilidade bruta, dado identificado a partir das últimas transações e receita com base no período de um ano de exploração.

³ Fonte: entrevistas com empresas especializadas na estruturação de FII e consultorias especializadas na comercialização de imóveis comerciais, e prospectos de FII.

⁴ A expressão rentabilidade bruta será utilizada no texto para a definição de rentabilidade com base na receita bruta, antes das despesas e impostos.

De acordo com ROCHA LIMA JR e GREGORIO (2006):

Quando o investidor aplica diretamente em imóveis, sua análise de qualidade e riscos segue modelos tradicionais, utilizado meios de comparação até simples para fazer juízo de valor sobre os preços, antes de decidir pelo investimento.

A expressão *cap rate* vem da palavra *capitalization rate*, que tecnicamente significa a taxa de desconto para se calcular o valor presente de um fluxo homogêneo de receitas futuro. Trata-se de uma fórmula da perpetuidade sem crescimento, em que se pressupõe que o rendimento do imóvel se mantém sempre igual e constante no futuro. Entende-se que esta forma de cálculo simplista é inadequada para análise da qualidade de investimentos em empreendimentos, uma vez que não considera os riscos inerentes e as variações suscetíveis nas operações imobiliárias. Porém, sob a ótica do proprietário, o *cap rate* é usado apenas como dado para se encontrar a RENTABILIDADE BRUTA para os investimentos diretos em edifícios de escritórios com base nos dados disponíveis das transações realizadas, considerando a receita bruta de locação e os preços dos imóveis na amostra utilizada.

Assim, desde que se conheça o aluguel de um determinado imóvel e o *cap rate*⁵ praticado no mercado para imóveis semelhantes, calcula-se o valor do imóvel para o caso da venda direta.

O cálculo é realizado da seguinte forma:

$$V_0 = \frac{R_1}{Y_1}$$

Onde:

V_0 – Valor do Imóvel

R_1 – Receita anual estabilizada

Y_1 – *Cap rate*

⁵ Taxa antes de despesas e impostos.

Portanto, inicialmente para análise da amostra (transações realizadas) serão utilizadas as informações conhecidas, V_0 e R_1 , permitindo assim encontrar o valor de Y_1 . A média dos valores de Y_1 encontrados na amostra será utilizada como taxa setorial para encontrar o V_0 na análise de aquisição de um imóvel, ou seja, quanto um investidor estaria disposto a pagar pelo imóvel em estudo.

Vale destacar que a utilização direta do *cap rate* só é possível se as propriedades da amostra a partir das quais se estimou a *cap rate* forem o mais semelhante possível à propriedade avaliada, quanto ao risco, localização, tamanho, idade, taxa de ocupação, padrão de evolução da receita, etc.

O *cap rate* é determinado pelo mercado, a partir da expectativa de investidores, em transações semelhantes.

Portanto, para comparar as duas formas de venda, direta e FII, serão apuradas transações históricas, identificando a rentabilidade praticada para cada uma das transações em imóveis semelhantes ao perfil aqui estabelecido, de forma que se possa estimar o preço provável que poderia ser praticado na liquidação de um ativo em cada uma das condições de liquidação.

Uma vez concluída a análise quantitativa, será realizado uma análise qualitativa das duas formas de liquidação a partir da análise dos riscos envolvidos em cada estrutura.

De acordo com o guia PMBOK (PMI, 2004) o risco é um evento ou condição incerta que se ocorrer tem um efeito positivo ou negativo sobre pelo menos um objetivo do projeto, como prazo, custo, escopo ou qualidade.

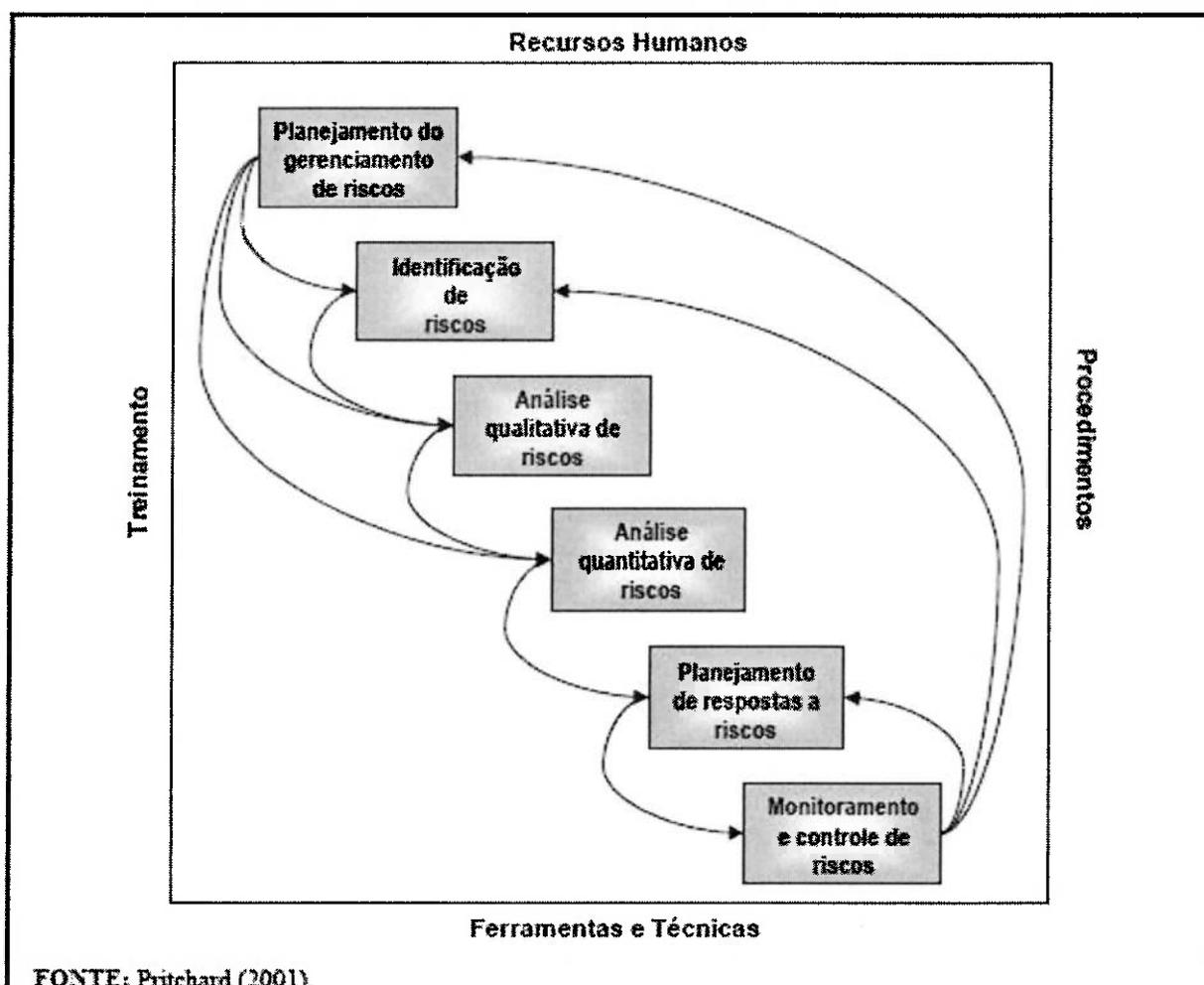
NAVARRO (2007) descreve que o conceito de incerteza envolve a qualidade e disponibilidade das informações que dão suporte ao processo de tomada de decisão. De modo geral, na fase inicial de um projeto, nem todas as informações estão disponíveis para planejar e executar o trabalho, assim o decisor precisa tomar a decisão e assumir riscos, baseando-se nas informações que possui.

Desta forma a estudo realizará análise do gerenciamento dos riscos envolvidos em cada uma das formas de liquidação, auxiliando portanto a tomada de decisão do vendedor do imóvel.

Segundo o PMBOK (2000), gerenciamento de riscos do empreendimento é o processo sistemático de identificação, análise e respostas aos riscos do empreendimento. Isso inclui maximizar a probabilidade e as consequências de eventos positivos e minimizar a probabilidade consequências que eventos adversos possam trazer aos objetivos do empreendimento.

Uma estrutura global recomendada pelo PMBOK (2000) para a implantação do gerenciamento de riscos pode ser representada pela ilustração 3.

Ilustração 3 – Processos do Gerenciamento dos Riscos



Planejamento: o planejamento do gerenciamento dos riscos envolve a definição do processo e metodologia necessária para decidir como abordar, planejar e executar as atividades de gerenciamento de riscos. O processo e metodologia utilizados serão detalhados a seguir em cada etapa do gerenciamento.

Identificação dos Riscos: os riscos foram identificados a partir de pesquisa realizada com profissionais especializados, com a aplicação do método Delphi.

Como bem descreveu VERONEZI (2004), a técnica Delphi tem como principal objetivo obter o mais confiável consenso de opinião de um grupo de especialistas através de uma série de questionários intensos entremeados com *feedback* controlado de opiniões. Suas características essenciais são: anonimato dos participantes durante o processo de investigação, sucessivas iterações de um conjunto de questões com *feedback* controlado das respostas do grupo e tratamento estatístico das respostas.

A identificação dos riscos teve início a partir de uma lista inicial proposta pelo pesquisador com base nos riscos normalmente apontados por profissionais do meio (para cada uma das estruturas) e que serviu de ponto de partida para identificação dos fatores de riscos na aplicação do método.

A aplicação do método teve início a partir da disponibilização desta lista aos profissionais entrevistados, seguido de questionamentos sequenciais elaborados com base nas opiniões do grupo entrevistado, entremeados com *feedback* aos participantes, buscando reduzir a variação de opiniões e assim a maior convergência possível.

A partir da definição dos fatores de risco os entrevistados atribuíram pesos de 0 a 100 para as condições de probabilidade⁶ e impacto⁷, em procedimento semelhante à identificação dos riscos, ou seja, com questionamentos e *feedback* aos participantes, buscando a maior convergência de dados possível.

⁶ Probabilidade: a chance de um evento ocorrer.

⁷ Impacto: as consequências advindas da ocorrência de um dado evento.

Análise Qualitativa dos Riscos: de acordo com ROCHA (2005) é um processo que avalia e determina o impacto dos riscos e a probabilidade dos riscos identificados. Envolve priorizar os riscos de acordo com seu impacto potencial e os objetivos do empreendimento.

Para o estudo em análise, a partir da convergência de opiniões quanto à atribuição de pesos a probabilidade e impacto dos riscos, determinou-se o *ranking* dos fatores de risco.

De forma a tornar a análise mais simples para as etapas posteriores, o *ranking* inicialmente composto por notas de 0 a 100 foi agrupado, sendo esses grupos denominados de acordo com a intensidade do peso das notas. A saber:

Pesos	Probabilidade	Impacto
60 a 100	Alta	Alto
30 a 59	Médio	Médio
0 a 29	Baixa	Baixo

A técnica utilizada para definir o grau de importância dos riscos será a Matriz de Riscos, em que o risco é definido pela composição das variáveis de probabilidade e impacto. Desta forma, serão priorizados aqueles riscos que, se ocorrerem, causarão maior impacto ao resultado da venda. A classificação dos riscos terá como base a matriz abaixo:

Matriz de Risco

Impacto	alto	médio	Alto	Alto
	médio	baixo	médio	Alto
	baixo	baixo	baixo	médio
		baixa	média	alta
		Probabilidade		

Uma vez determinada a classificação dos riscos estes serão categorizados em primário, secundário e residual.

Os riscos primários são aqueles que aparecem no canto superior direito da matriz (cor vermelha), com alta probabilidade e alto impacto, e por isso de maior relevância. Para estes riscos será elaborado um plano de respostas, de forma que o tomador da decisão (vendedor do imóvel) possa se planejar.

Para RAFTERY (1994), o propósito da análise de risco é permitir ao tomador de decisão adotar uma resposta planejada antes da ocorrência do problema.

Os riscos secundários são aqueles que aparecem na região central da matriz (cor amarela), composto por baixa probabilidade ou impacto versus alta probabilidade ou impacto, e média probabilidade e médio impacto.

Já os riscos residuais, canto inferior esquerdo da matriz (cor verde) são aqueles riscos de menor importância, e portanto não fazem parte do plano de resposta aos riscos, porém devem ser acompanhados.

Análise Quantitativa dos Riscos: este processo tem como foco a análise numérica de cada risco e suas consequências para os objetivos do empreendimento. Como este não é o foco do trabalho esta análise não será realizada.

Planejamento de respostas aos Riscos: o planejamento de respostas aos riscos permitirá que o tomador da decisão se planeje em relação aos riscos encontrados (no caso do estudo em análise apenas os riscos primários em razão de sua relevância para o resultado do projeto) de forma a promover ações para redução de ameaças sobre o projeto, neste caso a venda do imóvel.

De acordo com o PMBOK (2000) o planejamento de resposta ao risco deve ser apropriado à severidade do risco, ao custo efetivo para o desafio, no prazo para ter sucesso, realista dentro

do contexto do projeto, de acordo com todas as partes envolvidas e da responsabilidade de uma pessoa.

As classes de respostas no planejamento de resposta aos riscos são:

A. Aceitar: tomar o risco

Aceitar o risco implica em aceitar o impacto proporcionado por ele, ou aceitar certo grau de degradação no patamar da qualidade da operação.

Para VERZUH (2000), aceitar o risco significa entender o risco, suas consequências e probabilidade e decidir não fazer nada. Se o risco ocorrer, a equipe do projeto irá reagir.

A aceitação dos riscos normalmente é seguida pelo estabelecimento de uma reserva de contingência, incluindo recursos financeiros, tempo e recursos materiais.

B. Evitar: rejeitar a condição de risco

Evitar o risco significa que a operação não suporta o impacto de forma a preservar sua qualidade. Assim, evitar o risco sugere alteração do plano inicial para eliminar este risco ou criar condição para assegurar o objetivo do projeto.

C. Transferir: evitar o risco

Transferir o risco consiste na transferência da consequência do risco para um terceiro, bem como a resposta a esse risco. A transferência do risco simplesmente passa a responsabilidade à outra parte, porém não o elimina.

D. Mitigar: aceitar o risco

A mitigação implica em aceitar o impacto do risco, porém procura reduzir a probabilidade e/ou impacto destes riscos a partir de ações antecipadas. Essas ações

podem envolver adoção de processos menos complexos, execução de um número maior de testes, entre outras.

Monitoramento das condições de risco:

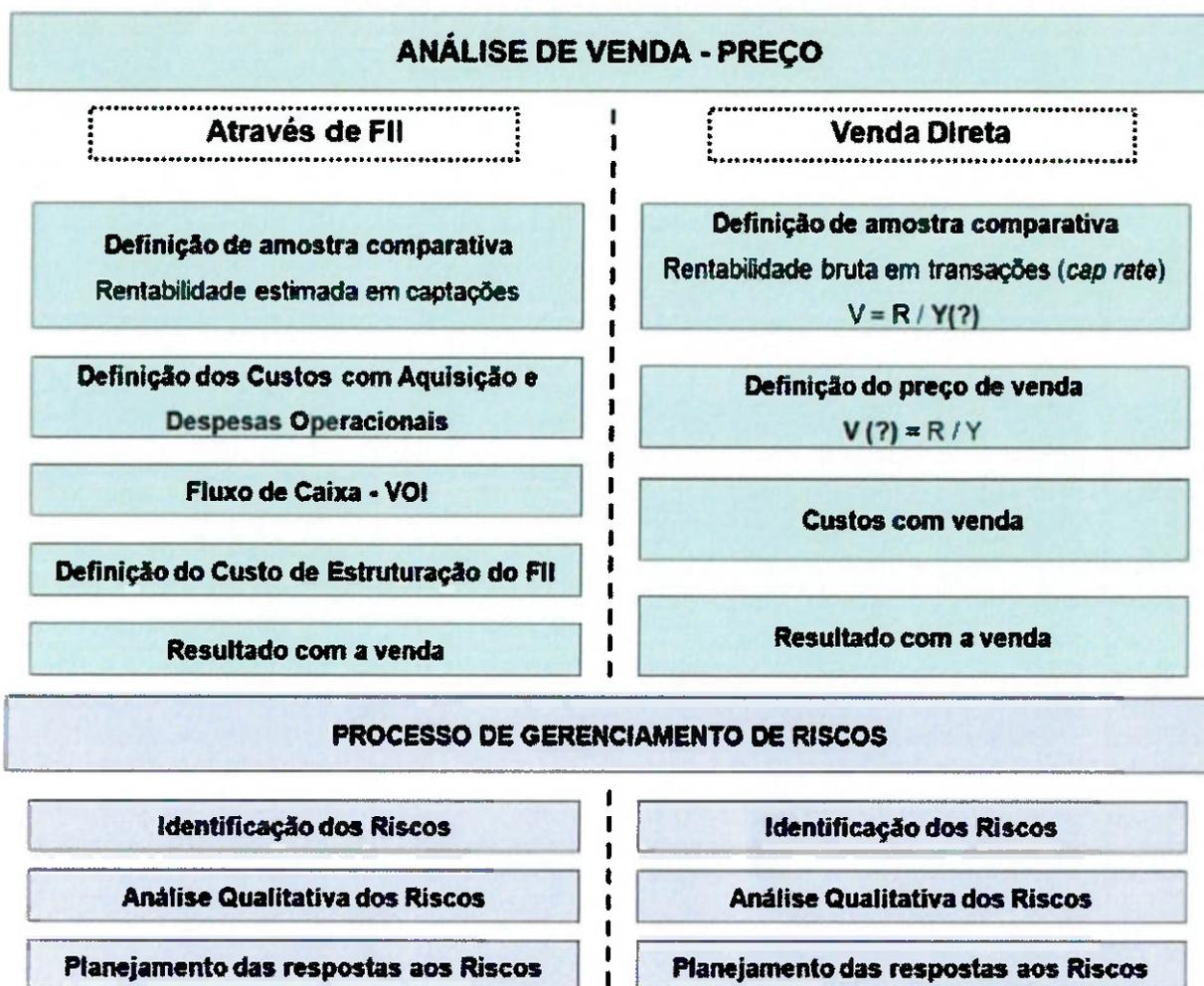
O monitoramento das condições de risco é um processo constante no ciclo de vida do projeto, que busca identificar e assegurar o controle dos riscos, através da execução do plano de riscos, além de avaliar sua eficiência na redução de riscos.

De acordo com o PMBOK (2004), o monitoramento e controle de riscos é o acompanhamento dos riscos identificados, monitoramento dos riscos residuais, identificação dos novos riscos, execução de planos de respostas a riscos e avaliação da sua eficácia durante todo o ciclo de vida do projeto.

A importância do monitoramento e controle dos riscos é poder envolver a escolha de estratégias alternativas, execução de um plano de contingência, realização de ações corretivas e modificações no plano de gerenciamento do projeto, durante a execução do mesmo.

Como forma de resumir todas as etapas da análise, segue abaixo figura esquemática.

Ilustração 4 – Etapas de análise do estudo



2 ANÁLISE DO MERCADO DE ESCRITÓRIOS

A cidade de São Paulo concentra o maior volume de escritórios do Brasil, que segundo dados da empresa de Consultoria Imobiliária CB Richard Ellis, supera 11 milhões de metros quadrados, conforme pesquisa realizada em setembro de 2010. Ainda conforme dados da empresa, apenas como comparação, as outras principais cidades em termos de volume de edifícios comerciais são: Rio de Janeiro com 5,8 milhões e Brasília com 3 milhões, aproximadamente.

Quando analisada a evolução do crescimento em cada um desses mercados, identifica-se que São Paulo cresceu a uma taxa muito superior em relação às outras duas cidades, razão pela qual abriga uma quantidade maior de edifícios de melhor qualidade, que embarcam as mais modernas tecnologias aos novos empreendimentos inseridos no mercado para locação.

Segue abaixo tabela comparativa do crescimento de São Paulo em relação às outras cidades:

Tabela 1 – Evolução do mercado de escritórios (em m²)

	São Paulo	Rio de Janeiro	Brasília
Até 1980	5 MM	4,5MM	2 MM
De 1981 a 2009	11 MM	5,8 MM	3 MM

Fonte: CB Richard Ellis

Vale destacar que a cidade do Rio de Janeiro e Brasília possuem características peculiares, o que dificulta o crescimento do mercado. No Rio de Janeiro por questões meramente geográficas, a cidade encontra-se entre o mar e as montanhas, o desenvolvimento até 1980 já supriu grande parte dos espaços disponíveis, permitindo um crescimento limitado nos anos posteriores. E em Brasília devido à concentração de terrenos de propriedade do governo, que para controlar o crescimento do mercado de forma a evitar especulações imobiliárias, restringi a venda de terrenos ainda em poder do governo.

Em relação a Brasília, ainda que tenha o 3º maior volume de escritórios, vale observar que a maior parte são ocupados por órgãos do governo, ou seja, apenas parte do mercado são empreendimentos disponíveis para locação ou venda.

Como se pode notar, a cidade de São Paulo recebeu o maior volume de entrega de novos edifícios, razão pela qual possui um estoque de melhor qualidade, o que além de outras razões, é um forte atrativo para a concentração de sede de empresas locais e ocupação de empresas multinacionais.

O mercado de edifícios de escritório esta concentrado nas mãos de investidores profissionais, ou seja, investidores que acompanham e estudam a evolução e perspectivas do mercado imobiliário, não só pelo elevado volume de investimento que demandam, como também pela capacidade de análise desse mercado, uma vez que existe uma racionalidade por trás de cada movimento, como valor, demanda, entre outros fatores.

Em razão do maior volume de escritórios, alinhado com a crescente presença de investidores profissionais que buscam mercados maturados e com influência direta da ocupação de grandes empresas, São Paulo concentra um volume de transações, tanto de venda direta como por meio de FII, que permite encontrar uma amostra de melhor qualidade para o presente trabalho.

2.1 Classificação de edifícios

Para analisar o mercado de escritórios é fundamental a diferenciação entre a qualidade dos edifícios, de forma que se possam comparar valores de produtos similares no momento da escolha pela locação ou compra.

Em 2004 foi realizado um dos primeiros estudos acadêmicos sobre o tema no Brasil, com a dissertação para mestrado de Ana Beatriz Veronezi, originando a classificação oferecida pelo Núcleo de Real Estate (NRE) da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo - USP.

Em sua dissertação, Ana Beatriz Veronezi (2004) destaca:

É imprescindível para a tomada de decisões que a qualidade de cada prédio de escritórios esteja bem definida, através de sua classificação hierarquizada, e que esta informação coincida, sem ruído, para todos os envolvidos ou afetados pela questão em discussão.

Dado a pesquisa acadêmica recente nesta área, fato é que de prático o que se vê no mercado são classificações individuais de empresas de consultoria, que por serem também empresas responsáveis pela comercialização dos edifícios, instituem tipologias utilizadas também por investidores, incorporadores, e outros envolvidos com o mercado.

Os critérios de classificação das empresas de consultoria são informações tratadas com confidencialidade, portanto, não é possível identificar com exatidão os critérios que melhoram ou depreciam um edifício e em que intensidade.

O que se sabe, é que de maneira geral a classificação de um edifício é composta pela identificação ou não de uma série de itens técnicos do empreendimento, além de outras informações subjetivas como localização e ocupação. A soma de pontos atribuídos a cada uma das características técnicas é o que permite o edifício ser classificado em uma ou outra categoria.

De maneira geral, o que parece ser consenso entre todas as empresas de consultoria, investidores e incorporadores, é que itens básicos como piso elevado, ar condicionado central, forro modular, pé direito livre acima de 2,70m e localização, são itens imprescindíveis para que o empreendimento tenha uma boa classificação.

De acordo com o NRE da Escola Politécnica, além da localização, incluindo nesta fase a análise da vizinhança, disponibilidade de serviços, facilidade de acesso, entre outros, os atributos físicos da edificação analisados são:

Tabela 2 – Elementos analisados para classificação de edifícios

Item	Atributos
• Eficiência do projeto	29
• Diferenciais do projeto	31
• Sistema de ar-condicionado/ventilação	32
• Sistema de gás combustível	5
• Sistema de energia elétrica	31
• Sistema de hidráulica	17

• Sistema de iluminação	12
• Sistema de detecção e combate a incêndio	29
• Sistema de telecomunicação / informática	18
• Segurança patrimonial	19
• Sistema de Supervisão e controle predial	22
• Estacionamento	16
• Elevadores	25
• Sanitários	11
• Tratamento acústico	7
• Fachada	19
• Lobby	5

Fonte: NRE

O número de atributos é a quantidade de variedades possíveis para cada item analisado.

A partir da pontuação atribuída a cada um dos itens, o que compõem uma nota para o edifício, enquadra-se o edifício dentro de uma das 7 tipologias: AAA, AA, A, BBB, BB, B e C.

Em geral os edifícios classificados pelas empresas de consultoria com a classificação superior, possuem lajes acima de 1.000 m², o que facilita a ocupação de grandes empresas, evitando a verticalização e proporcionando maior sinergia entre os departamentos da empresa.

Vale destacar que o custo de ocupação e mudança de uma grande empresa é muito elevado, razão pela qual não é comum a sua movimentação, uma vez que precisa de uma longa permanência para amortizar o investimento realizado. Isso contribui para a estabilidade do fluxo de receita, razão pela qual atrai o interesse de investidores, além de outros fatores como o fato de em geral possuírem multas mais elevadas em caso de rescisão antecipada do contrato, maior segurança quanto ao pagamento do aluguel, melhor crédito das empresas locatárias, entre outros fatores.

Desta forma, o presente estudo tem como foco edifícios de melhor qualidade, o que de maneira geral tem maior demanda por investimento, principalmente quando considerado a venda por meio de FII, que por ainda ser um tipo de investimento pouco conhecido no

mercado, tem sido formatado para investimentos menos agressivos, ou seja, imóveis prontos e com objetivo de geração de receita de aluguel.

2.2 Mercado de Investimento

Para entender o mercado de investimento imobiliário de escritórios na cidade de São Paulo, pode-se dividi-lo em 3 períodos distintos:

Tabela 3 – Evolução por tipo de investidor no mercado de escritório da cidade de São Paulo

Período	Até 1998	De 1998 até 2003	Após 2003
Investidor predominante	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Fundos de Pensão ✓ Pessoa Física 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Pessoa Física 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Investidor Estrangeiro (entrada) ✓ Fundos de Pensão ✓ <i>Property Companies</i> ✓ Pessoa Física

Fonte: CB Richard Ellis

No primeiro período, até 1998, o mercado de investimento imobiliário era formado basicamente por uma grande participação de Fundos de Pensão, que eram os principais investidores dos projetos. Além dos Fundos de Pensão, os investidores pessoa física viabilizavam a construção de edifícios inteiros através do sistema de co-incorporação⁸. Ou seja, os empreendimentos eram implantados com a participação de diversos investidores, geralmente cada um com a participação em um andar.

Vale destacar que esse formato de co-incorporação era usado no Brasil, como forma criativa para suprir a falta de grandes investidores, e a escassez de financiamento voltado ao mercado imobiliário. Ou seja, o investidor pessoa física se tornava o financiador dos projetos.

⁸ Participação de investidores em incorporações, nas mesmas condições do incorporador, quanto ao risco de aprovações, prazo e custo de obra, preço, velocidade de venda, etc. Cada qual com o seu percentual de investimento.

Ainda que o mercado não tivesse uma estrutura profissional em relação aos outros países, o crescimento das empresas demandava novas construções para abrigar o maior volume de escritório. Segundo dados da consultoria imobiliária CB Richard Ellis, entre o período de 1983 até 1998 foram construídos 70.000 m² em média por ano de edifícios de escritório com ar condicionado central, sendo que aproximadamente 60% com investimentos provenientes dos Fundos de Pensão e 40% de investidores pessoa física.

Em sessão realizada em 29 de março 2001 o Conselho Monetário Nacional, com base no art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, através da resolução 2829⁹, limitou a participação de imóveis na composição das carteiras dos Fundos de Pensão, o que gerou uma saída generalizada desses investidores em novos projetos.

Neste período, até mesmo os Fundos de Pensão que estavam enquadrados na lei ficaram distantes do mercado imobiliário, seja pelo risco de ao longo do tempo ficarem enquadrados já que a lei previa uma redução gradativa da participação, seja pelo fato do mercado na época gerar dúvidas. Vale destacar que neste período o mercado imobiliário corporativo passava por uma transformação, reflexo do momento econômico turbulento, influenciado pelos anos de 2001 e 2002, com o atentado de 11 de setembro, crise da Ásia e Argentina, crise das empresas pontocom, entre outros fatores, o que contribuiu para um freio do crescimento do mercado imobiliário.

No período entre 2000 e 2003 praticamente todos os investimentos no mercado imobiliário eram realizados por investidores pessoas físicas, uma vez que naquele momento não existia outra estrutura que permitisse a construção de edifícios.

⁹ Art. 34. Observado o disposto no art. 35, o total dos recursos da entidade fechada de previdência privada aplicados nas diversas carteiras que compõem o segmento de imóveis não pode exceder:

I - 16% (dezesesseis por cento), durante os anos de 2001 e 2002;

II - 14% (quatorze por cento), durante os anos de 2003 e 2004;

III - 12% (doze por cento), durante os anos de 2005 e 2006;

IV - 10% (dez por cento), durante os anos de 2007 e 2008;

V - 8% (oito por cento), a partir do ano de 2009.

Já no período após 2003 inicia-se uma nova fase para o mercado imobiliário brasileiro, sendo a cidade de São Paulo, como maior mercado e concentração da sede de grandes empresas, a porta de entrada desta nova fase.

Em 2004 verificou-se pela primeira vez a entrada de capital estrangeiro para aquisição de imóveis no Brasil, com a aquisição pelo grupo Mapfre de sua sede em São Paulo, na avenida Nações Unidas.

Um dos primeiros investimentos estrangeiros no mercado imobiliário acontece em 2005 com a aquisição do edifício Burity pela Hines e posteriormente em 2006 com a entrada da empresa inglesa, Autonomy Investimento, responsável pela aquisição de 2/3 da participação do empreendimento Rochaverá, de propriedade da incorporadora Tishman Speyer, além da aquisição de outros edifícios em 2006, demonstrando que de fato o mercado havia mudado e os investidores estrangeiros estavam presentes.

Nos anos seguintes o país passou a receber cada vez mais a visita de investidores estrangeiros, que enxergavam o país com maior otimismo, e que foram responsáveis nos anos de 2006 a 2008 pela aquisição de mais de 300.000 m² de escritório, além dos investimentos em outros segmentos, como Shoppings Centers, imóveis industriais, logística e lojas de rua.

Vale destacar que também neste período (após 2003), se observou uma participação maior das *Property Companies*, inclusive com a chegada de novos investidores ao mercado, como é o caso da BR Properties, fundada em dezembro de 2006, e em 2010 se tornou a empresa deste segmento com maior valor de mercado na bolsa.

Ainda que uma das primeiras, senão a primeira *Property Company* tenha sido formada em 1998, a partir do interesse do grupo proprietário das Lojas Americanas em separar a operação das lojas da área imobiliária, constituindo assim a empresa São Carlos Empreendimentos e Participações¹⁰, foi a partir de meados da década de 2000 esse tipo de empresa ganhou força e

¹⁰ Em 13 de dezembro de 2006 a São Carlos aderiu ao Novo Mercado de governança corporativa da BOVESPA e realizou uma oferta pública de ações, quando captou aproximadamente R\$ 350 milhões para investir na aquisição de imóveis comerciais.

participação no mercado, com a entrada de outros importantes nomes como Partage, CCP e BR Properties.

As *Property Companies*, que em sua maioria nasceram a partir do interesse de profissionalização de grandes portfolios de investidores pessoas físicas, identificaram em um mercado com possibilidade de expansão, a oportunidade tornar o mercado profissional. Nesta época ganham forças as operações com financiamento, além de outras estruturas de investimento elaboradas, como os CRIs por exemplo.

Um dos fatores que colaborou para o crescimento dos investimentos imobiliários neste período foi a maior disponibilidade de recursos destinados para investimentos no país por parte dos investidores estrangeiros, influenciado pelo *up grade* do país na classificação de riscos pelas 3 mais conceituadas agências de risco (Standard & Poor"s em abril de 2008, Fitch em maio de 2008 e a Moody"s em setembro de 2009), colocando pela primeira vez o país em condição de grau de investimento.

Portanto, havia uma maior disponibilidade de recursos locais, seja pela crescente disponibilidade de financiamento para o setor, ou até mesmo pela maior disponibilidade de recursos dos investidores locais e internacionais, com maior volume de recurso no mercado influenciado pela expansão da economia. Isto acarretou também a maior disponibilidade de recursos nas mãos das pessoas físicas, que neste momento já não conseguiam mais, ou pelo menos, com maior dificuldade, participar de co-incorporação, facilitando assim a expansão dos FII.

A maior dificuldade das co-incorporações envolvendo investidores pessoa física neste momento, após 2006, se deve ao fato que devido a disponibilidade de grandes investidores no mercado, sejam eles investidores estrangeiros ou as *Property Companies*, permite aos incorporadores a negociação do edifício inteiro, ou pelo menos uma participação significativa, com um único investidor, não sendo mais necessário a participação dos "sócios" incorporadores pessoa física.

Este período também é marcado pela volta dos Fundos de Pensão para o mercado, que em 2008 voltam a fazer aquisições no mercado imobiliário.

Vale destacar que com a participação de grandes investidores, sejam eles os Investidores Estrangeiros, as *Property Companies* ou os Fundos de Pensão, é cada vez mais comuns transações de edifícios inteiros, que por consequência demandam grande volume de investimento, fazendo com que cada vez mais os investidores pessoa física fiquem de fora do mercado de investimento em lajes corporativas, a não ser que seja através de investimentos em FII, tema deste trabalho.

2.3 Principais Investidores

Os grandes investidores, como os Fundos de Pensão, *Property Companies* e os investidores estrangeiros, tem como característica a busca pelo controle do empreendimento, de forma que possam implementar suas estratégias e regras quanto ao gerenciamento, investimentos futuros, comercialização, entre outros.

Os investidores estrangeiros com foco no mercado de escritórios, grupo este que só chegou ao mercado brasileiro mais recentemente, ainda mantêm como estratégia correr menor risco para os primeiros negócios, ou seja, em sua maioria buscam bons produtos e em regiões já consolidadas. Este grupo de maneira geral consegue ser mais agressivo que os outros investidores em termos de rentabilidade, uma vez que a perspectiva de rentabilidade no mercado brasileiro ainda é superior se comparada às oportunidades de outros países (como este não é o foco deste estudo, não será analisado o risco de cada país versus a perspectiva de rentabilidade, o que justificaria em parte as diferentes rentabilidades).

Já os Fundos de Pensão que tem como piso de rentabilidade a busca pela meta atuarial, que de maneira geral situa-se na faixa de 5 a 8%, acrescido de inflação, é um grupo competitivo em termos de rentabilidade, mas que ainda sofre a pressão de velocidade imposta pelo mercado em razão de suas estruturas burocráticas. Este grupo possui maior flexibilidade em termos de região e tipos de produto, podendo muitas vezes fugir da competição com os investidores estrangeiros e as *Property Companies*.

As *Property Companies* por sua vez ganham destaque pela especialização e foco em segmentos determinados, o que lhes garante maior velocidade e busca de oportunidades de forma pró ativa.

Os FIIs vêm crescendo significativamente e com isso cada vez mais se tornam peças importantes na concorrência do mercado. Sua atuação é guiada pela expectativa de rentabilidade de seus investidores. Por esta razão torna-se pertinente o tema deste trabalho, que é avaliar os FIIs como uma alternativa de liquidação de ativos.

Quanto aos investidores pessoas físicas estes normalmente competem entre si, seja na aquisição de conjuntos de escritórios ou até mesmo em lajes inteiras, uma vez que não detém o volume de investimento necessário para aquisição de um edifício inteiro. Uma forma deste grupo participar em grandes empreendimentos é através dos FIIs, que ganham cada vez mais espaço com este tipo de investidor.

2.4 Rentabilidade esperada por Investidores Diretos

A discussão em torno da rentabilidade praticada neste mercado se faz necessária como forma de determinar o valor que um investidor estaria disposto a pagar para comprar um determinado imóvel, baseado em uma rentabilidade esperada com a exploração da locação.

No que tange a rentabilidade dos investimentos de base imobiliária, muitos são os fatores que podem influenciar a rentabilidade esperada pelos investidores, como o fato do imóvel estar vago ou alugado, prazo do contrato de locação, valor da locação, risco do locatário, qualidade do imóvel, necessidade de investimentos, etc.

Uma vez que o foco do presente estudo não é a discussão de rentabilidade no mercado imobiliário, nem tampouco o comportamento do próprio mercado imobiliário em si, será aqui apenas determinado uma faixa de RENTABILIDADE BRUTA praticada nas últimas transações, considerando para tal a maior similaridade possível dos empreendimentos que compõem a amostra.

Como forma de comparar a qualidade dos investimentos da base de dados utilizada, será realizada para efeito de cálculo a comparação do *cap rate* ou *yield*. Esta forma ainda que simplista enquanto análise da qualidade é vastamente utilizado pelos agentes de mercado que atuam no segmento investimento em edifícios de escritórios. Portanto, como forma de equalizar a análise de RENTABILIDADE BRUTA, uma vez que cada empresa possui estrutura específica, será feito um corte na elaboração dos cálculos, utilizando apenas o faturamento com a receita de locação.

O *cap rate* será calculado com base no valor real da transação e o valor de mercado de locação para cada um dos imóveis, o qual será arbitrado tendo por base a pesquisa junto a empresas especializadas em comercialização deste segmento de imóvel. Tal arbitragem se faz necessária como forma de equalizar a situação de todos os imóveis, uma vez que parte dos elementos da amostra pode conter unidades com vacância pontual ou aluguéis defasados em relação ao mercado.

O cálculo terá como base a receita bruta de locação, ou seja, não serão considerados os custos operacionais (administração, cobrança do aluguel, assessoria jurídica, etc.), a constituição do Fundo para Reposição de Ativo – FRA¹¹ e impostos¹².

¹¹ FRA: Reserva de recursos que visa manter o padrão de geração de renda homogênea e a qualidade da edificação equalizada ao longo do tempo de acordo com as exigências do público alvo, como forma de garantir um padrão de rentabilidade estabilizado em seu ciclo operacional, através de re-investimentos tão logo o empreendimento demande. Segundo ROCHA LIMA (1994) a taxa para recolhimento do FRA é calibrada em cada empreendimento, em função da vida útil dos equipamentos e dos regimes de conservação da edificação.

¹² Segundo AMATO (2007) a maioria das empresas do mercado imobiliário tem constituído Sociedades de Propósito Específico – SPEs para execução de seus empreendimentos, sendo mais vantajosa a apuração do lucro presumido para recolhimento de tributos federais pelas SPEs. Vale observar que apenas as empresas com faturamento inferior a R\$ 48.000.000,00 no ano anterior podem optar por este regime.

Segundo LACAZ MARTINS (2009) o lucro presumido consiste na aplicação de um percentual presumido de lucratividade, de acordo com a natureza da receita auferida, sendo para receita de locação de imóveis o percentual de 32%. Assim, os impostos incidentes sobre a receita são: 0,65% de PIS e 3,00% de COFINS, ambos calculados diretamente sobre a receita de locação. E ainda, 15% de IR e 9% de CSLL, ambos calculados sobre a presunção de lucro de 32%, totalizando uma carga tributária de 11,33%.

A exclusão destes custos do memorial de cálculo só é possível uma vez que não esta sendo discutida a qualidade dos investimentos, mas sim a atribuição de uma forma de comparação de RENTABILIDADE BRUTA entre os elementos da amostra.

Vale destacar que não esta sendo discutida aqui a estratégia de investimentos em edifícios comerciais, o que poderia envolver também a alteração da administração, investimento de forma a reposicionar o imóvel no mercado, intensificação do trabalho de locação, entre outras estratégias para melhorar a qualidade do investimento.

Na amostra levantada a ponderação em relação ao valor de locação permitirá a equidade da amostra, de forma que a aquisição esteja caracterizada pela estratégia de exploração perpétua dos valores de locação, sem a implementação de estratégia que altere a exploração do imóvel.

A amostra estudada baseia-se em transações realizadas em edifícios de escritórios na cidade de São Paulo, múltiplos usuários, boa localização, especificações técnicas que atendam as exigências de grandes ocupantes (ar condicionado central, forro modular, piso elevado ou canaleta de piso, boa relação de vagas de estacionamento, controle de acesso, entre outros).

Segue abaixo relação de dados da amostra estudada, onde consta o histórico com transações nos últimos 12 meses:

Tabela 4 – Transações de venda em edifícios de escritórios na cidade de São Paulo

Empreendimento	Comprador	Volume de Investimento (RS)	Cap rate(aa) estimado considerando valor de mercado de locação	Situação no momento da transação	Data Negociação
Empreendimento 1	Investidor Estrangeiro	15.000.000	11,90%	90% ocupado	out-09
Empreendimento 2	Property Company	150.000.000	11,88%	Vago	dez-09
Empreendimento 3	Property Company	110.000.000	11,73%	Vago	jan-10
Empreendimento 4	Fundo Imobiliário	160.000.000	11,73%	Vago	jan-10
Empreendimento 5	Fundo de Pensão	250.000.000	11,11%	95% ocupado	fev-10
Empreendimento 6	Investidor Estrangeiro	52.000.000	10,70%	100% ocupado	mar-10
Empreendimento 7	Pessoa Física	10.000.000	11,52%	Vago	abr-10
Empreendimento 8	Property Company	130.000.000	11,48%	Vago	abr-10
Empreendimento 9	Property Company	180.000.000	11,52%	70% ocupado	abr-10
Empreendimento 10	Property Company	4.000.000	11,07%	100% ocupado	mai-10
Empreendimento 11	Investidor Estrangeiro	55.000.000	10,90%	50% ocupado	jul-10
Empreendimento 12	Pessoa Física	8.000.000	10,00%	Vago	ago-10
Empreendimento 13	Investidor Estrangeiro	130.000.000	11,65%	100% ocupado	set-10
Empreendimento 14	Pessoa Física	4.000.000	8,89%	Vago	out-10
Empreendimento 15	Property Company	165.000.000	11,10%	100% ocupado	out-10
Total Amostra		1.423.000.000			

Observação: Por se tratarem de dados sigilosos e de acesso restrito do autor, a identificação dos edifícios e dos investidores não pode ser disponibilizada

Fonte: CB Richard Ellis

Apenas como forma de analisar a qualidade da amostra enquanto volume do universo pesquisado, vale destacar que o volume total de transações pesquisado soma mais de R\$ 1,4 bilhões, o que representa 24% do volume de patrimônio dos FIIs em operação (até setembro de 2010).

Ao analisar as transações, conforme tabela acima, percebe-se que as rentabilidades mais altas são em transações de imóveis vagos, consequência do maior risco envolvido, como por exemplo, o tempo em que o imóvel ficará vago, o preço de locação que poderá ser atingido, entre outros fatores. Para estes imóveis percebe-se uma faixa de RENTABILIDADE BRUTA com variação de 11,48% a.a. até 11,88% a.a., excluindo-se neste caso as transações envolvendo investidores pessoa física, que atingiram patamar inferior.

Quando analisado as transações de imóveis com ocupação superior a 50%, percebe-se que o patamar de rentabilidade é menor, quando comparado as transações de imóveis vagos, com variação de 10,70% a.a. até 11,90% a.a.

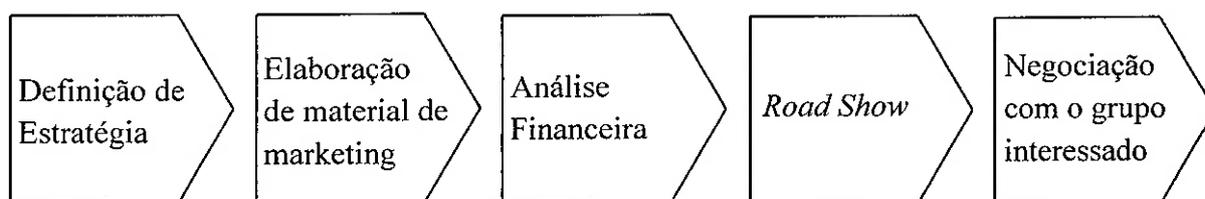
Através de pesquisa a consultores de empresas de consultoria imobiliária, confirmou-se o observado na tabela acima, sendo uma estimativa de patamar de *cap rate* para transações de venda de imóveis alugados e a valor de mercado a faixa entre 10,70% a.a. e 11,50% a.a.

2.5 Processo de Comercialização

O processo de comercialização de edifícios de escritório geralmente é coordenado por uma empresa especializada, que recebe como honorário um percentual do valor de venda do imóvel, sendo esta empresa responsável por toda estruturação do processo de venda.

A contratação da empresa deve ser analisada cuidadosamente pelo vendedor, uma vez que o trabalho não executado corretamente acarreta riscos ao vendedor do imóvel. Como por exemplo, prazo de prospecção de interessado, exposição excessiva de informações do vendedor ou imóvel, desgaste da imagem do imóvel perante o mercado, entre outros. Devido a relevância do tema este assunto será melhor discutido na análise de risco.

O processo de venda pode ter diferentes formatos, dependendo da empresa contratada e do produto oferecido, mas em linhas gerais obedece a seguinte sequência:



Quando se fala em edifícios corporativos, que por consequência do tamanho das operações demandam volume de recursos significativos, independente do tipo de investidor, este em geral já possui entendimento suficiente do mercado e conceitos de investimento aprofundado que permitem suas próprias análises.

Em geral o honorário das empresas especializadas em comercialização de edifícios de escritórios corporativos é tratado com extrema confidencialidade, e depende de cada negociação, de acordo com o volume envolvido, relacionamento com o cliente, entre outros

fatores. De qualquer forma, em linhas gerais pode-se dizer que quanto maior o volume da transação, menor será o percentual de honorário da empresa.

A partir de consultas a empresas especializadas no setor adotasse como premissa para este estudo a seguinte faixa de honorário, de acordo com o volume de venda:

Tabela 5 – Faixa de valor de honorário de venda de edifícios de escritório

Até R\$ 20 MM	De R\$ 20 a 80 MM	De R\$ 80 a 200 MM	Acima de R\$ 200 MM
De 5% a 6%	De 4% a 5%	De 3% a 4%	De 2% a 3%

Fonte: pesquisa junto a empresas especializadas no mercado de venda de edifícios de escritório

Estes dados serão usados a seguir para comparação entre o resultado da venda direta de imóveis e da venda através de FII.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII

De acordo com ODA (1998), Fundos podem ser conceituados como uma forma de aplicação, cuja principal característica é de ser um sistema associativo, onde os investidores adquirem cotas representativas do patrimônio do fundo e os volumes captados são aplicados em carteiras administradas profissionalmente.

O desenvolvimento dos FIIs brasileiro tem como base os REITs¹³ (*Real Estate Investment Trust*) norte americano, que tiveram início em 1960 a partir da modificação da legislação local naquele ano, em que permitiu a constituição de fundos de investimento imobiliário e a isenção de imposto de renda, como forma de impulsionar e pulverizar o mercado de novos investimentos, um setor de extrema importância para economia e com um expressivo potencial de crescimento na época.

Para ROCHA LIMA JR. (2001):

Empreendedores líderes do mercado, nas áreas de apartamentos para locação, escritórios e shoppings centers, se transformaram nos grandes incentivadores da constituição dos modernos REITs, creditando a eles suas marcas de qualidade e passando a gerir capitais de pequenos investidores conjuntamente com os seus, para constituir grandes portfólios, cujos critérios de gestão de risco permitiam a esse pequenos capitais o acesso a investimentos conservadores, associado a remunerações vigorosas.

Ainda que o mercado americano tenha sofrido com as crises de 1990 e mais recentemente 2008 (*subprime*), o modelo americano continua servindo de referência bem sucedida como forma de estrutura para fomentar o mercado de investimento imobiliário, que depende de sua expansão para abrir caminho às outras atividades econômicas.

¹³ Segundo Nota do Comitê de Mercado da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, em reunião realizada em junho de 2010, os REITs são empresas com regras especiais de tributação e distribuição obrigatória de renda.

Vale esclarecer que embora os FIIs e os REITs sejam estruturas semelhantes enquanto mecanismos de fomentar o mercado imobiliário, uma vez que ambas permitem uma maior participação de pequenos investidores em grandes empreendimentos, fato é que as duas estruturas possuem diferenças importantes enquanto a autonomia de sua gestão.

De acordo com a Nota do Comitê de Mercado da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, em reunião realizada em junho de 2010, os REITs são empresas, normalmente especializadas em apenas um tipo de propriedade e, às vezes, também por região. Enquanto empresa, sua estrutura permite uma gestão ativa, como por exemplo, passível de decidir pela compra ou venda de imóveis de acordo com os movimentos do mercado. Em relação aos FIIs, estes possuem estrutura de gestão controlada, de acordo com o que foi pré determinado em seu prospecto, sendo controlada por um órgão regulador (CVM).

Podem-se comparar os REITs em termos de estrutura as *Property Companies* brasileiras, mas que por não terem benefícios fiscais, assim como os REITs, não tem o mesmo apelo de fomentar o mercado, assim como acontece com os FIIs.

Respeitando as diferenças entre as estruturas, mas ainda, de forma a entender o potencial deste mercado no Brasil enquanto estruturas de incentivo aos investimentos neste mercado, apenas como forma de comparação, segundo informações da NAREIT - *National Association of Real Estate Investment Trusts*, os Estados Unidos possui atualmente um volume de aproximadamente US\$ 200 bilhões investidos nos REITs, enquanto o Brasil possui apenas US\$ 3,3 bilhões¹⁴ investidos nos FIIs, conforme informações da CVM, ou seja, em relação ao PIB¹⁵ de cada país, 1,4% e 0,2% respectivamente.

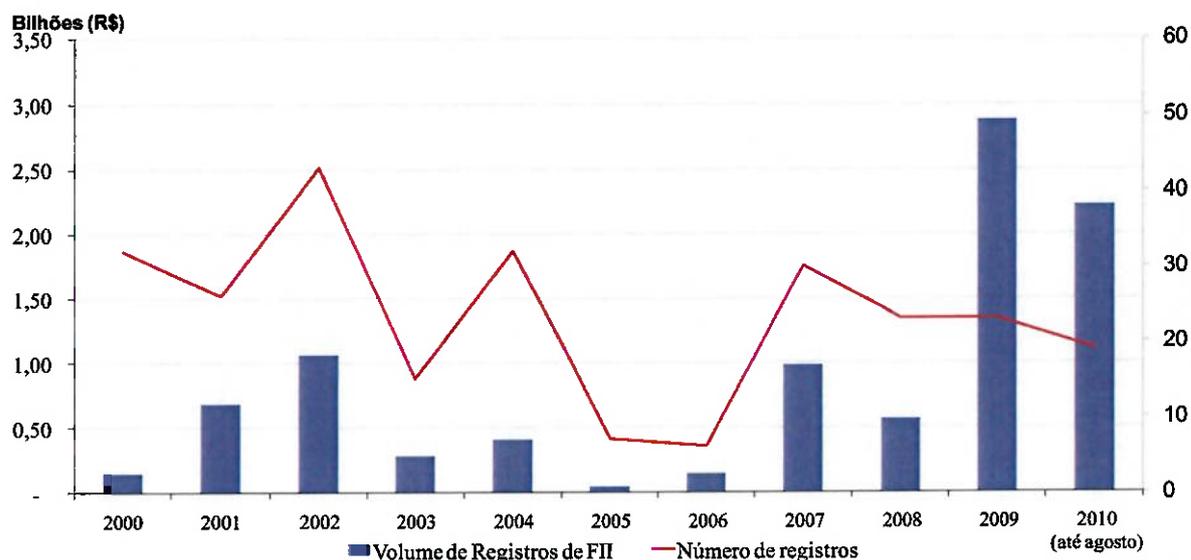
Vale destacar que antes da crise de 2008 (*subprime*) que teve como reflexo a desvalorização dos imóveis, os REITs possuíam um patrimônio de aproximadamente US\$ 450 bilhões em 2006.

¹⁴ Cotação do dólar de 08/2010, 1,80 RS / US\$

¹⁵ PIB em 2009 de acordo com o Banco Mundial: Brasil – US\$ 1,57 Trilhões e EUA – US\$ 14,2 Trilhões

Ainda que com um mercado raso, vale destacar a evolução do mercado de FII no Brasil nos últimos anos, como se pode observar no gráfico abaixo:

Gráfico 1 – Evolução do volume de registros de FII



Fonte: CVM

Percebe-se que até 2008, o volume médio anual de registros de FII não superava R\$ 500 mil, sendo que no ano de 2009 o volume de registros chegou a R\$ 3 bilhões, e em 2010, considerando-se os registros apenas até agosto, já se tem um volume de R\$ 2,2 bilhões, indicando que deverá superar o ano anterior, já que para os 4 meses finais já estão em análise na CVM algo em torno de R\$ 6 bilhões.

Vale destacar que além do crescimento do volume de FII a partir de 2009, outra característica importante é o volume individual dos fundos, que passaram a ser maiores. Enquanto o volume médio por fundo era inferior a R\$ 20 milhões até 2009, a partir desta data o volume médio por fundo passou a ser superior a R\$ 120 milhões.

Este comportamento demonstra o movimento do setor na busca por portfólios e não mais para a estruturação de FII para apenas um imóvel. Com a estrutura de portfólios cada vez maiores, os FII podem diluir os custos de estruturação e manutenção, além de permitir maior diversificação de risco.

3.1 Legislação - histórico

Os Fundos de Investimento Imobiliário tiveram início no Brasil em 1993, a partir da promulgação da Lei 8.668 de 25.06.1993 e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliário (CVM), que buscou estabelecer regras gerais através das Instruções Normativas nº 205 e 206, de 14.01.1994.

Como característica principal da instrução nº 205, pode-se citar a determinação de que os FIIs são constituídos sob a forma de condomínios fechados, e por isso não é permitido o resgate de cotas e se estabeleceu um prazo de 180 dias (prorrogável por mais 90 dias) para subscrição da totalidade das cotas, caso contrário os recursos investidos no fundo deveria ser imediatamente rateados entre os subscritores.

Este formato não permitia flexibilidade aos administradores em fazer uma elevada captação e buscar posteriormente os imóveis ideais para constituição do Fundo, sendo comum aos primeiros FIIs a determinação do imóvel que seria adquirido, antes mesmo da captação.

Em um mercado pouco competitivo este formato poderia funcionar, uma vez que os estruturadores poderiam ter apenas a opção de compra do imóvel e “amarrar” o negócio até que fosse possível concretizar a compra. Porém, mais recentemente com o mercado aquecido e cada vez mais competitivo, como forma de manter os FIIs competitivos a CVM publicou em 31.10.2008 a Instrução nº 472, que visava flexibilizar as regras que regem sua constituição e seu funcionamento, permitindo então a subscrição parcial das cotas, além de outras alterações na constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII. Vale destacar que esta instrução absorveu parte substancial dos comentários recebidos durante o processo de audiência pública a que foi submetida.

Outra importante alteração da legislação esta na Lei 9.779 de 19.01.1999 que faz diversas alterações na regulamentação dos Fundos, sendo a que uma das principais e que se mantém até hoje, a necessidade de distribuição de no mínimo 95% dos lucros auferidos a cada semestre.

Vale lembrar também que esta lei dispunha também da incidência de imposto de renda na fonte para as pessoas físicas, nas mesmas regras aplicáveis a pessoa jurídicas (20% sobre a distribuição).

Data desta época, 1999, os primeiros FIIs destinados a investidores pessoa física, com a oferta do FII Financial Center, o qual tinha foco em lajes de escritórios, e o FII Shopping Pátio Higienópolis, com foco na participação do Shopping de mesmo nome.

Com o crescimento do mercado no âmbito das pessoas físicas, visando trazer maior liquidez e assim ampliar o interesse nos FIIs, a CVM em 29.12.2003 publica a instrução nº 389, que 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.

Em 2005 temos uma das mais importantes alterações na legislação que regem os FIIs, com a Lei nº 11.196 de 22.11.2005, a qual cria diferenciação na tributação de pessoas físicas e jurídicas, com a isenção de imposto de renda, desde que: (i) individualmente o investidor não possua 10% ou mais do total de quotas do fundo, (ii) o fundo tenha no mínimo 50 quotistas e (iii) suas quotas sejam negociadas no mercado de balcão organizado ou na bolsa de valores.

Esta alteração não só beneficia aqueles investidores com interesse na administração profissional e na participação de grandes empreendimentos que os FIIs oferecem, como também se apresentam como uma forte vantagem financeira em relação ao investimento direto em imóvel, situação em que o investidor é tributado de acordo com a tabela progressiva de imposto de renda, chegando a 27,5% da receita auferida.

Seguindo a ordem cronológica dos fatos, mas já citado anteriormente, em 21.10.2008 temos a publicação da instrução nº 472, a qual traz diversas alterações na forma de constituição e administração dos FIIs.

Dentre todas as alterações de Lei ou Instruções da CVM, a mais recente é aquela que mais se identifica com o tema em estudo. Com a Instrução nº 476/09 a CVM busca reduzir os custos das ofertas públicas, facilitando, desta forma, o acesso dos emissores ao mercado de capitais,

demonstrando claramente a necessidade de adaptação dos Fundos de forma que além de ganhar maior competitividade em um mercado com cada vez mais concorrentes, incentive este tipo de estrutura como mecanismo para desenvolver o mercado imobiliário.

A Instrução nº 476/09 dispensa o fundo de registro na CVM, independentemente do tipo societário do emissor, as ofertas públicas de determinados valores mobiliários dirigidas a até 50 e adquiridas por, no máximo, 20 investidores qualificados, garantindo assim um custo menor de estruturação, com o não pagamento da taxa de registro¹⁶ e fiscalização¹⁷ da CVM, e por não ser necessária elaboração de prospecto do Fundo, e o mais importante, tornando o processo mais ágil.

Vale destacar que esta instrução prevê a desobrigação para emissões restritas apenas a investidores qualificados, que conforme art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, são:

- (a) pessoas físicas e jurídicas que deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$ 1 milhão; e
- (b) todos e quaisquer fundos de investimento (mesmo aqueles destinados a investidores não-qualificados), serão considerados investidores qualificados.

Ou seja, a Instrução permite que os fundos que tenham suas decisões sobre investimentos tomadas por um mesmo gestor, sejam considerados como um único investidor.

A Instrução 476 ainda autoriza que, decorridos 90 (noventa) dias da sua aquisição, os valores mobiliários objeto dessas ofertas sejam negociados entre investidores qualificados, nos mercados de balcão organizado e não-organizado mesmo que a sociedade emissora não seja registrada junto à CVM.

¹⁶ Taxa de fiscalização da CVM relativa ao pedido de registro da emissão: Equivalente a 0,3% do volume da emissão, limitada a R\$ 82.870,00.

¹⁷ Taxa de fiscalização da CVM relativa à manutenção do registro de companhia aberta: Taxa trimestral a ser paga pelas companhias abertas registradas na CVM, de acordo com o patrimônio líquido da emissora.

Patrimônio Líquido em 31 de dezembro do ano anterior - Taxa Trimestral - R\$

até 8.287.000,00	:	1.243,05
de 8.287.000,01 até 41.435.000,00	:	2.486,10
acima de 41.435.000,00	:	3.314,80

3.2 Agentes da estruturação e administração dos FIIs

O mercado de FII hoje, segundo dados da CVM (2010), conta com um volume de 91 fundos registrados na CVM, porém com apenas 21 empresas administradoras, os quais somados administram um volume total de R\$ 5,9 bilhões.

O mercado se desenvolveu em um formato no qual os administradores são também os próprios estruturadores, que permanecem como administradores durante o tempo de existência do fundo, o que garante uma remuneração por longo período. Esta estrutura de remuneração constante atrai a atenção de bancos, corretoras e empresas que de uma maneira geral até alguns anos atrás eram focadas apenas no mercado financeiro.

Do total de empresas estruturadoras / administradoras, três delas merecem destaque pelo volume financeiro de fundos lançados e maior especialização neste mercado. A principal delas, o Banco Ourinvest que hoje administra uma carteira com 24 fundos, somando um total de R\$ 2,39 bilhões de reais sob administração é a maior delas, o que representa um *market share* de 40%, aproximadamente 2,7 vezes o tamanho do segundo maior administrador (Rio Bravo).

A Rio Bravo por sua vez, possui 30 diferentes fundos sob administração, com um volume financeiro de aproximadamente R\$ 889 milhões.

O terceiro maior administrador em termos de volume financeiro sob gestão é o Credit Suisse Hedging-Griffo (CSHG), com um volume total de R\$ 463 milhões, distribuídos em quatro diferentes fundos. Vale destacar que o CSHG, dentre os três maiores, é o que tem a carteira mais recente, sendo uma das características mais marcantes, o fato de todos os seus fundos constituídos serem com recursos captados sem a determinação prévia do ativo que se pretendia comprar.

Estes três administradores somados são responsáveis pela administração de aproximadamente 64% do volume de FII no Brasil.

Segue abaixo, relação completa de todos os fundos registrados na CVM em agosto de 2010.

Tabela 6 – Relação de FII

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	VALOR DO PL (RS)	VALOR DO PL (RS) POR ADMINISTRADOR	Nº DE COTAS
1	FII BCO BBM BARRA FIRST CLASS	BANCO BBMSA	1.688.681,17	3.136.114,84	469
2	FII GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV		1.025.479,47		840
3	FII GAFISA BCO BBM INTERATIVEFLAT		421.954,20		500
4	FII PANAMBY	BANCO BRASCAN SA	271.055.331,29	271.055.331,29	758.400
5	FII CR2 JARDIM BOTANICO	BANCO CR2 S.A.	473.235,45	1.175.719,04	35.000
6	FII CR2 LARANJEIRAS		310.558,37		44.720
7	FII CR2 RJZ II		391.925,22		38.400
8	OPPORTUNITY FII	BANCO OPPORTUNITY SA	342.009.653,00	342.009.653,00	322.902
9	BC FUNDO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BANCO OURINVEST SA	29.481.527,70	2.396.435.898,25	305.000
10	FII ANCAR IC		120.125.478,51		276.117
11	FII ANHANGUERA EDUCACIONAL		37.914.063,15		381.378
12	FII BRAZILIAN CAPITAL REAL ESTATE FUND		498.597.329,35		5.635.000
13	FII COMERCIAL PROGRESSIVO		17.658,61		29.000
14	FII COMERCIAL PROGRESSIVO II		253.195.952,07		2.976.700
15	FII ED ALMIRANTE BARROSO		72.633.474,07		104.800
16	FII EDIFÍCIO CASTELO		131.457.769,34		1.327.300
17	FII EXCELLENCE		26.690.000,00		275.000
18	FII GWI CONDOMÍNIOS LOGÍSTICOS		43.321.054,11		440.796
19	FII HOSPITAL DA CRIANÇA		12.928.605,00		200.000
20	FII HOTEL MAXINVEST		57.138.792,23		655.000
21	FII MAX RETAIL		58.775.993,25		59.245
22	FII NOSSA SENHORA DE LOURDES		120.933.426,67		1.144.800
23	FII PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER		24.335.341,68		119.000
24	FII PENINSULA		-272.857.332,25		69.231
25	FII PREMIER REALTY		2.120.248,68		1.401.074
26	FII PRIME PORTFOLIO		278.457.430,24		2.815.000
27	FII RODOBENS		3.756.762,35		40.000
28	FII SHOPPING PARQUE D PEDRO		135.567.888,54		1.629.280
29	FII SHOPPING WEST PLAZA		88.065.741,79		959.000
30	FII TORRE ALMIRANTE		81.512.718,36		104.700
31	FII TORRE NORTE	545.657.427,05	3.935.562		
32	FLORIPA SHOPPING - FII	46.608.547,95	48.000		
33	FII GEO GUARARAPES	BANCO SCHAHIN S/A	411.217,79	411.217,79	12.583.000
34	FII EUROPAR	BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL) S/A	27.680.119,99	27.680.119,99	355.000
35	FII - PRESIDENTE VARGAS	BEM DTVM LTDA	190.877.700,00	205.786.050,00	195.000
36	JPP FII - FII		14.908.350,00		15
37	DOVEL FII	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A.	30.919.116,20	30.919.116,20	29.500
38	FII BM ASSET	BRAZILIAN MORTGAGES COMPANHIA HIPOTECÁRIA	221.916,26	48.686.199,00	13.000
39	FII ONIX		500.000,00		5.000
40	FII PROPERTY INVEST		47.464.282,74		662.000
41	FII RUBI	500.000,00	5.000		
42	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	BR-CAPITAL DTVM S.A.	57.580.032,72	139.242.644,03	69.033.500
43	FII PATEO MOINHOS DE VENTO		58.973.109,69		69.033.500
44	SCP FII	22.689.501,62	4.200.000		
45	FII NOVA MORADA	C & D DTVM S/A	8.032.850,87	8.032.850,87	66.100
46	BB FII PROGRESSIVO	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	206.158.888,39	272.057.345,48	130.000
47	FII CAIXA CEDAE	65.898.457,09	68.518		
48	FII MEMORIAL OFFICE	COIN - DTVM LTDA.	50.075.581,02	127.515.697,32	508.008
49	FII PROJ AGUA BRANCA		77.440.116,30		750.000
50	FP F ANDROMEDA FII	COINVALORES CCVM LTDA	131.747.888,19	131.747.888,19	1.510.000

Relação de FII - conclusão

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	VALOR DO PL (R\$)	VALOR DO PL (R\$) POR ADMINISTRADOR	Nº DE COTAS
51	CSHG BRASIL SHOPPING - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	192.330.649,77	463.341.995,78	160.000
52	CSHG LOGÍSTICA - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII		101.736,21		100
53	CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII		160.949.029,09		150.000
54	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS BC - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII		109.960.580,71		104.709
55	LAGRA FII	MOMENTO DTVM LTDA	133.856.499,99	133.856.499,99	56.701
56	FII EDIFÍCIO OURINVEST	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	20.183.426,63	47.856.195,49	236.000
57	REAL MINAS FII		27.672.768,86		288.208
58	FII PATRIMONIAL II	PENTAGONO S/A DTVM	10.000,00	128.760.000,00	100
59	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII TOP CENTER		60.000.000,00		600.000
60	RB CAPITAL AGRE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII		68.750.000,00		687.500
61	F ALPHAVILLE II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA	0	889.089.343,99	1.200.000
62	F BRASILIO MACHADO II		10.924.027,10		14.000.000
63	F FORTALEZA II		35.769.589,44		500.000
64	F JK II		0		26.218.723
65	F SIGMA II		7.043.781,18		80.000
66	FII ABC PLAZA SHOPPING		79.387.924,68		48.655.841
67	FII ARAUCÁRIAS		-1.213.526,08		10.000
68	FII CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL		38.748.672,53		36.319.906
69	FII FCM		336.891,45		46.971
70	FII FIDELIDADE		-87.105,84		280
71	FII HERMES		45.615.919,89		54.316
72	FII MANHATTAN		9.913.268,84		106.700
73	FII MISTRAL		33.767.685,66		8.703.994
74	FII PATRIMONIAL IV		10.000,00		100
75	FII PHORBIS		53.287.113,85		17.669
76	FII PROPERTY		110.661.295,71		54.000
77	FII RB LOGÍSTICA		2.522.894,12		117.127.515
78	FII SÃO FERNANDO		10.056.385,50		981.472
79	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS		106.396.292,30		578.353
80	FII SUPERQUADRA 311 NORTE		1.625.170,40		279.872
81	FII TROPICAL		1.840.394,86		20.041.000
82	FII VEREDA		31.799.095,62		311.694
83	FII VIA PARQUE SHOPPING		80.861.965,86		2.120.589
84	FII VILLE DE FRANCE		1.615.888,38		1.200
85	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO DA YCOVAL RENDA ITAPLAN	10.182.951,39	10.000		
86	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	39.467.094,62	52.482.481		
87	GUANABARA FII	7.599.256,12	3.000		
88	LOGINVEST FII INDUSTRIAL	45.209.792,95	17.100		
89	RB CAPITAL RENDA I FII	125.736.623,46	927.162		
90	RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	10.000,00	100		
91	FII VOTORANTIM SECURITIES	VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA.	233.423.128,06	233.423.128,06	224.314
	TOTAL:		5.902.219.009	5.902.219.009	

Fonte: CVM

Muitos dos fundos lançados inicialmente tinham como base a compra de um ativo em específico, ou seja, o fundo era estruturado já com uma opção de compra de um ativo determinado, sendo que os cotistas no momento da compra das cotas já sabiam qual era esse imóvel.

Vale destacar que diversos fundos têm essa composição, ou seja, formado por um único ativo, que inclusive leva o nome do fundo, como é o caso do FII ED ALMIRANTE BARROSO¹⁸, constituído apenas pelo Edifício Almirante Barroso ou o FII HOSPITAL DA CRIANÇA¹⁹, constituído por 100% do imóvel onde funciona o hospital de mesmo nome, dentre outros diversos exemplos.

Outro ponto que merece destaque são os fundos que nasceram em função da dificuldade dos proprietários do imóvel em fazer uma venda direta convencional, e enxergaram na estruturação do FII a possibilidade de liquidação, através de pequenos investidores, tema este abordado neste estudo. É o caso do FII TORRE NORTE, constituído em 2001, como forma de gerar liquidez para um empreendimento de grande porte, que conforme explanado anteriormente, era um período caracterizada pela ausência de grandes investidores.

Mais recentemente, com o crescimento do mercado de FII e maior divulgação desta modalidade de investimento, alinhado à maior dificuldade dos estruturadores em conseguir manter um imóvel a espera de se montar o fundo e levantar o recurso da venda das cotas para de fato comprar o imóvel, cresceu o número de fundos que nascem sem a determinação de compra de um imóvel específico, mas sim com um objetivo mais abrangente. Esse é o caso do CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII, cujo objetivo é a aquisição de empreendimentos imobiliários com potencial geração de renda,

¹⁸ Objetivo do Fundo: Imóvel localizado na Avenida Rio Branco, nº 174, na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro. O imóvel é constituído de três subsolos, pavimento térreo e vinte e nove pavimentos tipo, totalizando uma área construída de 83.611 m². Fonte: Relatório de demonstrações financeiras do Fundo em 31 de dezembro de 2009.

¹⁹ Objetivo do Fundo: a participação exclusiva, por meio de locação ou arrendamento, no imóvel situado a Rua das Pitombeiras, nº 340, município de São Paulo, onde funciona o empreendimento denominado Hospital da Criança. Fonte: Relatório de demonstrações financeiras do Fundo em 31 de dezembro de 2009.

predominantemente Lajes Corporativas, que devem representar no mínimo 51% dos investimentos do fundo (fonte: prospecto de divulgação do fundo).

Este formato faz com que cada vez mais os estruturadores sejam também especialistas no mercado imobiliário, de forma a buscar constantemente imóveis com as características e perspectivas de rentabilidade daquilo que os cotistas confiaram enquanto no momento da aquisição das cotas.

3.3 Mercado atual de FII

Conforme mencionado anteriormente, o mercado de FII cresceu significativamente a partir de 2009, motivado por diversos fatores. Entre os principais fatores, pode-se destacar a queda da taxa básica de juros, que atingiu o menor patamar histórico nesse período, e com a perspectiva de queda no longo prazo, fez com que os investidores de uma maneira geral tivessem que procurar outros tipos de investimentos.

Essa necessidade em se buscar novos investimentos implicaria também em riscos maiores, em um momento em que o mercado financeiro ainda se recuperava das perdas ocasionadas pela crise do *subprime* norte americano e os investidores pessoa física permaneciam mais cautelosos. Desta forma, não é de se admirar que o grande foco tenha se voltado para o mercado imobiliário.

Nesta época, a partir do final de 2008, os edifícios de pequenos conjuntos em incorporação começam a ser vendidos com maior velocidade, em alguns casos inclusive edifícios inteiros foram vendidos em apenas um final de semana, reflexo da grande demanda por investimento dos pequenos poupadores, investidores pessoa física.

Em paralelo, outro mercado que se depara com a voracidade desta demanda por investimento são os FIIs, o que vem motivando a estruturação de novos fundos.

Vale ressaltar que outros fatores também são importantes para o crescimento da demanda por investimentos no ramo imobiliário, como por exemplo, a estabilidade econômica, a perspectiva de crescimento do PIB e por consequência da empresas, entre outros.

Apenas em 2010 já foram registrados na CVM 21 FII, entre ofertas primárias e secundárias, totalizando um volume de aproximadamente R\$ 2,58 bilhões, conforme demonstra a tabela abaixo:

Tabela 7 – Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2010

MÊS	#	EMISSORA	DT REGISTRO	VOLUME	VOLUME MENSAL (R\$ / mês)
set/10	1	CSHG JHSF PRIME OFFICES FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	22/09/10	165.000.000	355.000.000
	2	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	21/09/10	190.000.000	
ago/10	1	FII HOTEL MANINVEST	25/08/10	7.737.080	401.507.800
	2	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	09/08/10	350.000.000	
	3	FII GWI CONDOMÍNIOS LOGÍSTICOS	06/08/10	43.770.720	
jul/10	1	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	28/07/10	230.000.000	493.844.300
	2	FATOR VERITA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	26/07/10	100.000.000	
	3	CSHG REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	26/07/10	150.810.400	
	4	FII SHOPPING WEST PLAZA	16/07/10	3.033.900	
	5	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII COMPREV	12/07/10	10.000.000	
jun/10	1	CSHG LOGÍSTICA - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	23/06/10	300.000.000	355.000.000
	2	RB CAPITAL AGRE FII	08/06/10	55.000.000	
mai/10	1	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	21/05/10	108.000.000	212.709.000
	2	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS BC - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	04/05/10	104.709.000	
abr/10	1	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CAMPUS FARIA LIMA	30/04/10	167.000.000	467.100.000
	2	CSHG LOGÍSTICA - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	27/04/10	100.000	
	3	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO VOTORANTIM SECURITIES	13/04/10	300.000.000	
mar/10	1	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PRESIDENTE VARGAS	18/03/10	198.000.000	205.000.000
	2	REF 1 CCS - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	09/03/10	10.000.000	
fev/10	1	BC FUNDO FII	11/02/10	30.000.000	30.000.000
jan/10	1	FII MAX RETAIL	19/01/10	59.245.000	59.245.000
TOTAL NO ANO (Até setembro):				2.579.406.100	

Importante destacar a variedade de nichos dentro do mercado imobiliário explorados pelos novos fundos, como por exemplo: fundos com foco em shopping center, logística, lojas de rua, hotéis, edifícios de escritório prontos, edifícios de escritório em incorporação, participação em edifícios através da aquisição de lajes e edifícios residências em incorporação.

Vale destacar também o início da participação de grandes bancos de varejo, como é o caso do Banco Itaú-Unibanco através do seu braço de investimento Kinea, que lançou o KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII, um fundo de investimento imobiliário que passou a contar com o canal de distribuição das agências, contribuindo também para a popularização deste mercado, até pouco tempo totalmente desconhecido para a grande parte dos investidores pessoa física.

Se analisada a perspectiva deste mercado, os números são ainda mais surpreendentes, conforme se pode ver na tabela abaixo de ofertas em análise atualmente na CVM.

Tabela 8 – Ofertas primárias e secundárias em análise na CVM

#	EMISSORA	LIDER	PEDIDO	VOLUME (R\$)
1	RIO BRAVO FERNANDEZ MERA RESIDENCIAL SP I FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DISTRIBUIDORA	21/05/08	200 000 000
2	FII FUNCEF TORRE NORTE	BANCO OURINVEST SA	12/02/08	330 639 674
3	FII PROPERTY INVEST	BANCO OURINVEST SA	23/12/08	5 750 000
4	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO ONDX	BANCO OURINVEST SA	19/09/09	500 000
5	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO INCA E	SOCOPA SOC CORRET PAULISTA SA	12/04/09	500 000
6	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII RECEBIVEIS IMOBILIARIOS	BANCO BTG PACTUAL S/A	30/03/10	10 000
7	RB CAPITAL ACRE - FII	BB BANCO DE INVESTIMENTO S A	04/01/10	68 750 000
8	FII PATRIMONIAL III	PENTAGONO S/A DTVM	14/05/10	303 300
9	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO	BANCO MORGAN STANLEY S A	25/05/10	190 000 000
10	RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE INVESTIMENTOS IMOBILIARIOS - FII	BB BANCO DE INVESTIMENTO S A	06/01/10	190 000 023
11	MAIS SHOPPING LARGO 13 FII	BANCO BRADESCO BBI S/A	14/06/10	90 840 000
12	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII RECEBIVEIS IMOBILIARIOS	BANCO BTG PACTUAL S/A	25/06/10	1 000 000 000
13	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII EMPÍRICA PLANEJAMENTO FINANCEIRO	OLIVEIRA TRUST DTVM S A	07/05/10	100 000 000
14	CSEHG JEFF PRIME OFFICES - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII	CREDIT SUISSE (FPASUL) S/A CTVM	28/07/10	165 000 000
15	EXITUS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO FII	BANCO OURINVEST SA	08/05/10	500 000 000
16	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII PERMUTANTE I	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTV	20/08/10	1 000 000 000
17	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII RENDA IV	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTV	20/08/10	1 000 000 000
18	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII RECEBIVEIS IMOBILIARIOS II	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTV	23/08/10	1 000 000 000
19	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO- FII DESENVOLVIMENTO EI	BANCO BTG PACTUAL S/A	24/08/10	1 000 000 000
20	BRACOR RENDA I FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO	BANCO BTG PACTUAL S/A	27/08/10	262 000 000
21	VINCI FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO I	BANCO BRADESCO SA	09/09/10	30 000 000
	VOLUME TOTAL (até setembro):			7.134.292.997

Fonte: CVM

O volume total em análise é 20% superior ao mercado atual, o que permite imaginar que em pouco tempo este mercado irá dobrar de tamanho.

3.4 Concepção de um FII

Como forma de análise, pode-se dividir a concepção de um FII em 2 fases distintas: a estruturação e a administração. Conforme abordado anteriormente, normalmente estes papéis são desempenhados pela mesma empresa ou empresa do mesmo grupo, sendo que cada etapa tem uma rotina bem específica.

A seguir será abordada cada uma das etapas e trabalhos da estruturação e administração de um FII.

3.4.1 Estruturação

A estruturação de um FII consiste em coordenar a rotina de trabalhos necessários para obter as autorizações necessárias juntos aos órgãos reguladores, além de definir a melhor estratégia para o produto, ou seja, gerar um produto que tenha liquidez no mercado.

A escolha errada da empresa implicará em riscos ao projeto, como por exemplo, prazo de estruturação superior ao estimado, o que poderia afetar a qualidade do resultado. Este assunto será melhor detalhado na análise de risco.

Como característica principal da empresa que irá estruturar o FII, está o conhecimento e experiência das rotinas, mas principalmente, o conhecimento das características básicas de um FII que o tornam um veículo mais ou menos apropriado aos anseios e objetivos dos investidores.

Ao estruturador caberá inicialmente a função de provocar a Assembléia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que irá deliberar a formação do FII. A ata originária desta reunião deve ser registrada no Cartório de Títulos e Documentos por exigência da CVM. Esta ata já deve prever a empresa que fará a colocação das cotas no mercado, item que será abordado a seguir.

Em relação aos honorários dos estruturadores, não existe um padrão de mercado em relação ao custo. Muitas vezes este honorário está incorporado ao do administrador, não permitindo a identificação individual de cada custo. O que tem sido consenso no mercado é a forma de cobrança, a qual é um percentual do valor do Patrimônio Líquido – PL do FII.

Baseado em pesquisa junto a empresas do mercado, o presente estudo trabalhará com o percentual de 0,5% do PL.

3.4.1.1 Contratação de empresa intermediária - colocação das cotas no mercado

A colocação das cotas no mercado deve ser realizada por um coordenador líder, que pode chamar outras corretoras para participar de um *pool* de colocação, sendo que todas devem estar registradas na Bovespa / CVM. Quanto maior a abrangência de esforços para venda das cotas, mais rápida será a colocação. Entretanto, este é um fator comercial, já que pode encarecer a colocação das cotas, a medida que uma empresa não terá a exclusividade.

Em alguns casos a colocação é feita por apenas uma corretora, como por exemplo, na colocação das cotas do CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII, em que a empresa utiliza apenas a corretora própria, ou seja, o investidor deve ser cliente do CSHG para investir.

Como se pode ver, a estratégia de abrir a colocação para outras empresas depende da qualidade do produto e capacidade de colocação da empresa.

A colocação da cotas é um fator de risco importante para o sucesso do projeto, uma vez que a falha na colocação pode impactar no cancelamento da oferta e consequentemente perdas na qualidade do projeto para o vendedor do imóvel. Este é um fator crítico para a decisão e será detalhado na análise de riscos.

Em relação aos custos, estes normalmente são um percentual da oferta. Vale destacar que muitas vezes esse custo se confunde com a estruturação, uma vez que as empresas podem ser

as mesmas. De qualquer forma, o que tem se visto é uma busca por padronização das informações, de forma que as novas estruturas já prevêem os dois honorários.

Apenas como forma de identificar os custos, o presente estudo utilizará a soma da estruturação e colocação das cotas no mercado a soma de 1,5% do PL do fundo, sendo a proporção de 0,5% para cada um dos casos.

3.4.1.2 Registro de oferta junto a CVM

A CVM é um órgão oficial, governamental, ou seja, uma autarquia administrativa jungida ao Ministério da Fazenda, nos termos do art. 5º da Lei nº 6.385/76, que dispõe que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem o prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Sua função primordial concentra-se na fiscalização das atividades do mercado de valores mobiliários, entre estes os FII, atuando na fiscalização da emissão, do registro, da distribuição e da negociação de cotas.

Segundo o Caderno CVM de FII, item XVI – Funções da CVM, são suas responsabilidades:

- Cumprimento das normas baixadas para funcionamento dos FII;
- Assegurar que sejam divulgadas informações necessárias à tomada de decisão dos investidores, zelando para que os agentes do sistema exerçam suas atividades com níveis adequados de competência, eficiência e probidade.
- A coibição a irregularidades relacionadas à manipulação de preços, à utilização de informações privilegiadas e à ocorrência de práticas não equitativas.

O registro 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.

Segundo a Instrução Normativa nº 472, Seção II, art. 4º e 5º da CVM, para constituição e funcionamento de um FII respectivamente, o administrador deverá apresentar os seguintes documentos:

Constituição:

- I. Pedido de registro na CVM de oferta pública de distribuição de cotas, ou comunicação da dispensa automática deste registro²⁰;
- II. Ato de constituição e regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;
- III. Dados relativos ao registro do regulamento em Cartório de Títulos e Documentos;
- IV. Indicação do nome do auditor independente e dos demais prestadores de serviço contratados pelo administrador do fundo; e
- V. Indicação do diretor do administrador responsável pela administração do fundo.

Funcionamento:

- I. Comprovação da subscrição da totalidade das cotas objeto do registro de distribuição ou da subscrição parcial de cotas, na hipótese prevista no art. 13, desde que alcançado o valor mínimo previsto em seu parágrafo 1º;
- II. Comprovação da publicação do anúncio de encerramento; e
- III. Comprovação da inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica - CNPJ

Além das informações necessárias, outros trabalhos exigidos pela CVM para registro ou funcionamento dos FIIs são primordiais, e possuem custos específicos, os quais serão detalhados nos itens a seguir.

²⁰ De acordo com a instrução 476/09, estão dispensadas de registro na CVM as ofertas públicas de valores mobiliários de esforços restritos, ou seja, ofertas dirigidas a até 50 e adquiridas por, no máximo, 20 investidores qualificados.

O registro junto a CVM deve ser monitorado pelo vendedor do imóvel, uma vez que o não cumprimento do prazo estimado para aprovação é um risco para a qualidade do resultado da venda.

3.4.1.2.1 Confeção de Regulamento / Prospecto

O Regulamento do fundo deve contar riqueza de informações que permita a tomada de decisão dos investidores, como por exemplo: objetivo do fundo, política de investimento, grau de liberdade do administrador, prazo do fundo, taxas, política de distribuição dos rendimentos, etc.

De acordo com Instrução CVM nº 400, art. 38 – prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

O Regulamento normalmente é feito por escritório de advocacia especializado, sendo que seu custo varia de acordo com a complexidade do material, ou seja, é um custo fixo, que independe do volume da oferta.

3.4.1.2.2 Registro junto ao Cartório de Títulos e Documentos

Deve ser registrado no Cartório de Títulos e Documentos o Regulamento do Fundo, do qual deve constar também a ata de Assembléia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que deliberou a formação do FII.

O custo para registro varia de acordo com o volume da oferta, conforme tabela de valores básicos de registro ou averbação integral de contratos, título ou documento com conteúdo financeiro, a qual se encontra no anexo II deste trabalho.

3.4.1.2.3 Taxa de Fiscalização

Conforme Lei nº 7.940, de 20 de Dezembro de 1989, Art. 1º - Fica instituída a Taxa de Fiscalização do mercado valores mobiliários e art. 4º, item II, a taxa é devida por ocasião do registro, de acordo a alíquota correspondente, incidente sobre o valor da operação, nos casos da Tabela D (anexo I).

Em relação aos custos envolvidos, a taxa de registro da emissão junto a CVM é um percentual equivalente a 0,3% do volume da emissão, limitada a R\$ 82.870,00.

3.4.1.2.4 Publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição

De acordo com a Instrução CVM nº 400, art. 52 – A instituição líder deverá dar ampla divulgação à oferta, por meio de Anúncio de Início de Distribuição, publicado nos jornais onde a emissora normalmente publica seus avisos.

De acordo com a Instrução CVM nº 472, Seção II, art. 5º, item II, o funcionamento do fundo depende da comprovação da publicação do anúncio de encerramento da distribuição.

O custo das publicações é o mesmo de vinculações em qualquer dos jornais impressos, sendo o seu custo de acordo com a negociação com cada fornecedor (jornal).

3.4.1.3 Registro Bovespa

Uma das condições para que o FII tenha isenção de IR é a sua comercialização na Bolsa de Valores, além de desta forma permitir ao FII trabalhar com uma forma mais eficiente para dar liquidez às cotas.

Em 22 de maio de 2002 o Conselho de Administração da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, através da resolução nº 282/02 – CA, capítulo III – Registro de Fundos de

Investimento do tipo fechado e aberto determinou as condições mínimas necessárias para que o Fundo tenha suas cotas negociadas na BOVESPA.

De acordo com a Política de Preços para Emissores da BOVESPA, válida a partir de 01 de janeiro de 2009, Item I, Subitem 4, o custo de registro na BOVESPA de um novo fundo de investimento é de R\$ 7.000,00.

3.4.1.4 Material publicitário

O material publicitário ou eventual campanha de marketing não é obrigatório, é um trabalho que está relacionado à expectativa de receptividade esperada para o FII. A campanha pode constar de avisos, anúncios, visitas e reuniões de analistas, além do próprio prospecto.

Normalmente o prospecto de lançamento é confeccionado, sendo que o seu custo está relacionado a criação e a tiragem, podendo sofrer variação de acordo com a qualidade do material, empresa responsável pela criação, número de unidades produzidas, meio de comunicação, entre outros.

3.4.2 Administração

Os administradores de fundos são as instituições financeiras responsáveis legais perante os órgãos normativos e reguladores, a CVM e o Banco Central, além de determinar a política e o regulamento do fundo.

Segundo o Caderno CVM de FII, item VIII – Administrador do Fundo, o Administrador é responsável por toda a administração do Fundo e pelas informações, perante quotistas e a CVM, devendo estar identificado no Regulamento.

Somente pode atuar como administrador de Fundo de Investimento Imobiliário:

- 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 caixas econômicas; e
- Associações de poupança e empréstimo.

A empresa que administra é uma empresa independente, portanto não pode ser confundida juridicamente com o fundo, o que significa que o dinheiro aplicado num fundo está resguardado de qualquer eventual problema financeiro que a administradora ou a gestora venham a ter.

A administração compreenderá um conjunto de serviços relacionados à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados em nome do fundo. Além do serviço obrigatório de auditoria independente, o administrador poderá contratar, em nome do fundo: a gestão da carteira do fundo, uma consultoria de investimentos, as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários, a distribuição de cotas, a escrituração da emissão e resgate de cotas, a custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros, classificação de risco, etc.. Vale lembrar que cabe ao administrador fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo, inclusive cabendo a ele a responsabilidade solidária com os terceiros contratados pelo fundo, por eventuais prejuízos causados aos cotistas.

Ainda segundo Caderno da CVM, compete ao Administrador, dentre outras obrigações:

- A manutenção dos registros dos quotistas;
- A elaboração dos livros de atas de assembléias;
- Providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis;
- A manutenção da escrituração das operações praticadas com recursos do Fundo, incluindo os respectivos registros contábeis;
- O gerenciamento dos recursos do Fundo;
- A constituição de reservas;
- A distribuição ou repasse dos rendimentos devidos aos quotistas;
- O recebimento de valores em nome do Fundo;
- Custear despesas de publicidade;
- A publicação periódica do valor das quotas do Fundo.

A remuneração do Administrador deve estar clara no prospecto, podendo ser fixa, de acordo com o percentual de patrimônio líquido do fundo, ou ainda, baseada no resultado (taxa de performance).

Além da taxa de administração, podem estar previstas no Regulamento as taxas de ingresso, de saída e de desempenho, desde que explicitados os critérios de sua aferição e as condições de pagamento.

A praxe de mercado em relação ao custo de administração é a cobrança de um percentual anual sobre patrimônio líquido. Conforme relatado anteriormente, a taxa de administração pode sofrer grande variação, já que é comum no mercado a composição de taxas, ou seja, cobrar uma taxa maior na estruturação e menor na administração, ou vice e versa.

3.4.2.1 Administrador Imobiliário

Uma vez que o administrador deve ser uma instituição financeira, e estas estruturas ainda não têm conhecimento profundo do mercado imobiliário, é comum a contratação de um terceiro, especialista no mercado imobiliário, para que faça a gestão dos ativos, ou seja, administração dos imóveis.

A remuneração deste prestador de serviço pode ser paga pelo administrador, sem que haja outro custo adicional para o fundo, ou ainda, com um custo separado.

Segundo pesquisa realizada com empresas especializadas a remuneração para administração de imóveis é um percentual da receita mensal recebida, percentual esse que varia de acordo com o volume do portfólio.

3.4.2.2 Escrituração de Cotas

Escrituração é uma técnica contábil que consiste no registro, em livros próprios, de todos os fatos administrativos resultantes da gestão do patrimônio do fundo.

A escrituração deve ser feita por uma instituição financeira, devidamente registrada no Banco Central do Brasil - BACEN, que fará o controle das cotas do fundo, sua emissão, integralização, etc.

Segundo prospecto do fundo CSHG JHSF PRIME OFFICES, item 11.4 – Contrato de Escrituração de Cotas, o ITAUBANCO prestará serviço de escrituração de cotas, que contempla entre outras atividade (i) registro de cotas em nome de seus respectivos titulares, e (ii) liquidação de direitos dos titulares das cotas (“créditos”), nos termos do regulamento.

A escrituração deve manter registros permanentes de todos os atos e fatos administrativos que modifiquem ou venham a modificar a composição patrimonial do fundo.

O custo com escrituração é composto por uma série de trabalhos da instituição financeira, com custos determinados para cada um destes trabalhos, sendo o custo total o número de incidências do trabalho multiplicado pelo valor unitário. São exemplos destes custos: pagamento de rendimento, transferência, alteração cadastral, emissão de avisos, extratos, etc.

A Instrução CVM nº 472, art. 29 determinou que o administrador deve prover o fundo com o serviço de escrituração das cotas. O administrador poderá optar pela contratação de terceiros, sendo o custo arcado pelo próprio administrador do fundo. Portanto, a partir de outubro de 2008 este é um custo incorporado ao custo de administração.

3.4.2.3 Custódia de Ativos Financeiros

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA, a definição de custódia são os serviços que compreendem a liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda, bem como a administração e informação de proventos associados a estes ativos. O serviço não envolve negociação ou qualquer tipo de aconselhamento sobre o investimento.

Ainda que a legislação brasileira exija a presença do custodiante, não são estabelecidas claramente as extensões de suas funções e responsabilidades, nem mesmo nas normas da CVM.

De forma prática, a função do custodiante, que pode ser o próprio administrador ou banco contratado, é a guarda dos ativos do fundo, neste caso os imóveis, devendo portanto se assegurar que os imóveis estão em nome do fundo.

O trabalho de custódia pode ser realizado pelo próprio administrador, porém é comum que no caso de contratação de terceiros, esses sejam os mesmos para Escrituração e Custódia.

A Instrução CVM nº 472, art. 29, item IV, imputa ao administrador o custo em relação a contratação de terceiros. Portanto, assim como a Escrituração, a partir de outubro de 2008 este custo passou a ser incorporado ao custo de administração.

3.4.2.4 Auditoria

De acordo com a Instrução CVM 206/94, o Administrador deve divulgar as demonstrações financeiras do Fundo semestralmente, contendo, no mínimo, as seguintes informações sobre o fundo:

- Balanço patrimonial;
- Demonstração do resultado;
- Demonstração do fluxo de caixa;
- Parecer do auditor independente;
- Relatório do representante dos quotistas, quando eleito;
- Relatório do Administrador.

Cabe ainda ao auditor constatar se os atos praticados pelo Administrador do fundo atenderam aos preceitos da legislação em vigor.

O custo relacionado à auditoria não está ligado ao patrimônio, mas sim definido em relação ao volume e complexidade de movimentação de recursos do fundo.

3.4.2.5 Taxa Manutenção Bovespa

Para a manutenção do registro das empresas junto a BOVESPA é necessário o pagamento de uma taxa de manutenção, cobrada anualmente.

De acordo com a Política de Preços para Emissores da BOVESPA, válida a partir de 01 de janeiro de 2009, Item II, Subitem 3 – Companhia Incentivada Registrada no MBO, o valor da anuidade será de R\$ 7.700,00.

3.4.2.6 Taxa de Fiscalização CVM

A taxa de fiscalização da CVM é um custo relativo à manutenção do registro do fundo, cobrada trimestralmente de acordo com o patrimônio líquido do fundo, tendo por base a Tabela A das leis nº 7.940/89 e nº 11.076/04.

Segue abaixo tabela de custo:

Tabela 9 – Valores da Taxa de Fiscalização para manutenção do Registro de FIIs junto a CVM

Patrimônio Líquido em R\$	Taxa em R\$
Até 2.500.000,00	600,00
De 2.500.000,01 a 5.000.000,00	900,00
De 5.000.000,01 a 10.000.000,00	1.350,00
De 10.000.000,01 a 20.000.000,00	1.800,00
De 20.000.000,01 a 40.000.000,00	2.400,00
De 40.000.000,01 a 80.000.000,00	3.840,00
De 80.000.000,01 a 160.000.000,00	5.760,00
De 160.000.000,01 a 320.000.000,00	7.680,00
De 320.000.000,01 a 640.000.000,00	9.600,00
Acima de 640.000.000,01	10.800,00

3.4.2.7 Taxa Cetip

A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos - CETIP é um ambiente de negociação, onde são registrados os negócios de compra e venda de títulos e valores mobiliários, realizados por telefone ou meios eletrônicos, entre as instituições financeiras. Nesse ambiente, podem ser negociados todos os valores mobiliários de renda fixa do país, como debêntures, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios - FIDC, certificados de recebíveis imobiliários - CRI, notas comerciais, títulos do agronegócio e derivativos.

Esta ferramenta se faz necessária para aplicação dos recursos disponíveis do fundo, até que sejam utilizados para a compra ou investimento nos imóveis.

O registro na CETIP não é obrigatório, apenas se o fundo pretende realizar transações financeiras. Portanto não será considerado este custo neste estudo, uma vez que o estudo busca refletir a perspectiva de liquidação de um imóvel, não sendo necessário portanto a capitação antecipada do recurso para posteriormente buscar o imóvel.

3.4.2.8 Fundo para Reposição de Ativo - FRA

Não obstante ao que já foi comentado, vale enfatizar a conceituação segundo ROCHA LIMA JR (1997) de que o FRA visa manter a renda da edificação homogênea no ciclo operacional de modo a garantir um regime estabilizado de retorno para os investimentos.

Não são todos os FIIs que utilizam o recurso de manter uma reserva para reposição do ativo, já que em alguns casos os imóveis ainda não estão definidos quando da estruturação do fundo, como é o caso dos fundos CSHG REAL ESTATE e o KINEA RENDA IMOBILIÁRIA.

Porém em outros casos o FRA é provisionado, a partir de uma estimativa de intervenção necessária para manter a posição do imóvel no mercado, como no caso do FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA.

Segundo prospecto do FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA, será descontado das receitas, todas as despesas correntes do Fundo, previstas em seu regulamento, e até 3,2% sobre o ROD antes da dedução das contas da administração do Fundo, a título de constituição de Fundo de Reserva para Reposição de Ativos – FRA.

Vale destacar que a atribuição do FRA é uma atribuição individual a cada empreendimento, a ser determinado pelo administrador ainda no prospecto, de acordo com a perspectiva em readequar os imóveis de forma a manter sua posição perante o mercado.

Para efeito de análise neste trabalho adota-se um FRA de 2% sobre a receita bruta de locação, retido mensalmente.

3.4.3 Aquisição de imóvel

Outros trabalhos e custos estão ligados diretamente apenas a aquisição do imóvel pelo fundo, gerando uma série de obrigações pontuais. O custo irá variar de acordo com as características de cada um dos imóveis.

3.4.3.1 Imposto de Transmissão de Bens Imóveis - ITBI

O Imposto de Transmissão de Bens de Imóveis – ITBI é um imposto municipal cobrado toda vez que ocorre compra ou venda de imóveis com pagamento em dinheiro.

Por ser um imposto municipal, sua alíquota pode sofrer variação de acordo com o município onde o imóvel esta localizado, de forma geral variando de 2 a 4% do valor da venda.

O valor do imóvel que serve como base de cálculo para cobrança do imposto também depende da lei municipal. Algumas prefeituras cobram sobre o valor registrado na Secretaria da Fazenda Municipal para efeitos de cálculo do Imposto Predial Territorial Urbano – IPTU, chamado de "Valor Venal". Outras cobram sobre o valor efetivo da transação.

Na cidade de São Paulo a base de cálculo é o maior valor entre o valor venal e o valor efetivo da transação, sobre o qual deverá ser aplicada alíquota de 2%.

3.4.3.2 Análise de documentação - Assessoria Jurídica

A análise da documentação compreende o trabalho de verificação de todos os documentos do imóvel e dos proprietários de forma a minimizar os riscos legais inerentes a compra do imóvel.

Este trabalho deve ser realizado por escritório de advocacia especializado, sendo o seu custo variável de acordo com a complexidade dos documentos que envolvem a transação.

3.4.3.3 Laudo de Avaliação

De acordo com a Instrução CVM nº 472, art. 12: a integralização de bens e direitos deve ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, e aprovado pela assembléia de cotistas, caso o FII já esteja em funcionamento.

O Laudo deverá conter descrição das características do imóvel, análise da localização, informações de mercado relevantes para a determinação do valor, método de avaliação, rendimentos recebidos se o imóvel estiver alugado ou estimativa se estiver vago, estimativa de encargos para manutenção, entre outras informações.

O custo do Laudo de Avaliação varia de acordo com características específicas do imóvel avaliado, de qualquer forma é um custo fixo, portanto não sofre variação em função do volume de investimento.

Vale destacar que conforme art. 55, inciso IV, da Instrução CVM nº 472, o Laudo de Avaliação é dispensado para fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados.

3.4.3.4 Escritura Pública e Registro

A escritura pública é um documento elaborado em cartório, por agente que detém a função pública. Esse documento é apto a ser registrado no cartório de registro de imóveis, transmitindo a propriedade de determinado imóvel. Nenhum negócio envolvendo direitos reais sobre imóveis pode ser realizado sem escritura pública, sob pena de ser tido como não realizado.

O art. 108 do Código Civil dispõe que a escritura pública é essencial aos atos relativos aos bens imóveis com valor superior a trinta vezes o salário mínimo.

Quanto ao registro, seu objetivo é prover a publicidade das alterações jurídicas que a propriedade sofre, garantindo a lisura e segurança em transações imobiliárias. No registro de imóveis ficarão gravados todas as alterações que este imóvel sofrer, alterações estas de qualquer tipo, como por exemplo: a troca de propriedade, alteração de área, penhora, etc.

O registro deve ser feito por tabelião ou oficial de registro, que dispõem de fé pública para dar conhecimento das alterações propostas.

Os custos com Escritura e Registro terão como base de cálculo o valor da transação e estão explícitos na tabela I e II do colégio Notarial do Brasil – Seção São Paulo, em vigor a partir de 08 de janeiro de 2010. Tabelas no anexo III.

3.4.4 Resumo dos custos de concepção de um FII

Como forma de simplificar o entendimento de todos os trabalhos e etapas da concepção de um FII, segue na tabela abaixo um resumo de cada etapa e a característica do custo.

Tabela 10 – Tabela resumo dos custos de concepção de um FII

Despesas de Estruturação do Fundo		
Capítulo	Custos com Estruturação	Custo
3.4.1	Estruturador	% do PL
3.4.1.1	Contratação de Instituição Intermediária - colocação das cotas	% sobre a colocação
3.4.1.2	Registro de Oferta junto a CVM	
3.4.1.2.1	Confeção de Regulamento / Prospecto	Prestação de Serviço
3.4.1.2.2	Registro junto ao Cartório de Títulos e Documentos	Tabela do Cartório de Registro
3.4.1.2.3	Taxa de Fiscalização	Tabela CVM
3.4.1.2.4	Publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição	Prestação de Serviço
3.4.1.3	Registro Bovespa	Tabela Bovespa
3.4.1.4	Material Publicitário	Prestação de Serviço

Despesas anuais com Manutenção do Fundo		
Capítulo	Despesas Operacionais	Custo (anual)
3.4.2	Administração FUNDO	% sobre o PL
3.4.2.1	Administração IMOBILIÁRIA	% sobre a receita
3.4.2.4	Auditoria	Prestação de serviço
3.4.2.5	Taxa Manutenção Bovespa	Tabela Bovespa
3.4.2.6	Taxa de Fiscalização CVM	Tabela CVM (% sobre PL)
3.4.2.7	Taxa CETIP	-
3.4.2.8	FRA	% sobre a receita

Despesas para aquisição do Imóvel		
Capítulo	Custos com a compra de imóvel	Custo
3.4.3.1	ITBI	% sobre o valor da venda
3.4.3.2	Análise de documentação - Assessoria Jurídica	Prestação de serviço
3.4.3.3	Laudo de Avaliação	Prestação de serviço
3.4.3.4	Escritura Pública / Registro	Tabela Cartório

3.5 Rentabilidade esperada por investidores em FII

No trabalho de venda de cotas dos FII os agentes normalmente estimam a rentabilidade futura do produto de acordo com o imóvel que se pretende adquirir. No passado normalmente já havia definido o imóvel que faria parte do fundo e portanto possível projetar a receita de locação e estimar a rentabilidade com certa razoabilidade, o que se manteve até hoje, mesmo em FII em que o ativo ainda não está definido. Apenas como comparação, nos produtos financeiros a divulgação do produto tem por base o histórico de retorno e a perspectiva daquele mercado, porém sem qualquer estimativa de rentabilidade.

Desta forma, é comum os estruturadores divulgarem a perspectiva de rentabilidade que se pretende alcançar a partir da locação dos imóveis, facilitando assim a análise dos investidores. Vale observar que em muitos casos essa estimativa apresenta pouca flexibilidade de variação, como nos casos de contratos atípicos de locação ou até mesmo os casos em que o prazo do contrato de locação remanescente permite projetar as receitas com certa estabilidade.

Entretanto, por outro lado hoje já existem fundos compostos por portfolio de imóveis, ou até mesmo com a perspectiva de poder comprar imóveis vagos, o que neste caso contribui para uma menor certeza da rentabilidade futura.

De qualquer forma, até mesmo para os fundos com menor grau de precisão, é comum se utilizar como marketing do produto a estimativa de rentabilidade, como se pode ver na tabela 11, com amostras de estimativa de rentabilidade em FII com foco na exploração da locação de edifícios de escritório, no longo prazo, o que é o tema deste trabalho.

Estas estimativas de rentabilidade não são calculadas sobre o mesmo modelo, ou seja, podem ter como referência prazos distintos, diferentes tipos de despesas, de acordo com a estrutura de cada fundo, entre outros. De qualquer forma, serve como parâmetro de perspectiva de rentabilidade para investidores.

Importante observar que à medida que um fundo divulga uma perspectiva de rentabilidade, a análise de valor para aquisição deverá em tese considerar a capacidade do investimento retornar o resultado prometido.

A amostra de dados das rentabilidades praticadas nos FIIs como forma de comparação, são calculadas de forma diferente do cálculo visto anteriormente para aquisição direta de imóvel. Isto porque, neste caso, utilizou-se como comparativo a rentabilidade líquida, ou seja, depois de deduzidos todos os custos.

Com relação à tributação, uma vez que os FIIs em estudo têm foco no varejo (investidores pessoa física), os investidores e os FIIs buscam se enquadrar as exigências para que os cotistas sejam isentos de IR, portanto, a rentabilidade apresentada é líquida, e depois de impostos.

A amostra utilizada é composta apenas por perspectiva de rentabilidade em novas captações, de forma que se assemelhe a condição de liquidação de um edifício de escritório através de FII.

Tabela 11 – Perspectiva de rentabilidade de FIIs divulgado na captação: fundos com foco no mercado de escritórios

FUNDO	LÍDER	RENTABILIDADE ESTIMADA COM A GERAÇÃO DE RECEITA		OBSERVAÇÃO	FONTE
		ao mês	ao ano		
CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	CREDIT SUISSE	0,82%	10,35%	-	https://www.cshg.com.br/site/publico/pessoas_fisicas/finob/finob1.seam
CSHG JHSF PRIME OFFICES - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	CREDIT SUISSE	0,81%	10,16%	Garantia de renda por 18 meses	https://www.cshg.com.br/site/publico/pessoas_fisicas/finob/finob9.seam
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS	0,78%	9,77%	Fundo existente, nova emissão. Perspectiva de se manter a rentabilidade atual	
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PRESIDENTE VARGAS	BANCO BRADESCO	0,76%	9,50%	-	http://www.gradualinvestimentos.com.br/pdfs/FIIPresidenteVargas_MaterialPublicitario.pdf
KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	INTRAG	0,70%	8,73%	Informação de gerente do Banco itau	
RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BB BANCO DE INVESTIMENTO	0,69%	8,63%	Contratos Built-to-suit	http://www.coimvalores.com.br/arquivos/Oferas/MaterialPublicitario_RBRENDAIL.pdf

Importante observar que ainda que todos os FIIs apresentados tenham o mesmo foco, cada um possui estrutura e risco específico, podendo variar como é o caso do RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO composto por operações de *built-to-suit*, e por isso com menor risco a oscilação do valor de locação. Ou também os casos em que a renda é garantida pelo próprio estruturador, como é o caso do CSHG JHSF PRIME OFFICES.

Como se pode observar existe uma variação de até dois pontos percentuais em relação à rentabilidade projetada, em parte como reflexo da variação de estruturas e riscos envolvidos, e em parte pela agressividade enquanto a colocação no mercado.

Apenas como forma de entender este comportamento, podemos comparar os fundos CSHG REAL ESTATE e o KINEA RENDA IMOBILIARIA, ambos com foco similar enquanto exploração da receita de locação, edifícios comerciais, entretanto com perspectivas de rentabilidade significativamente diferente, 1,62% de rentabilidade a menos para o segundo fundo. Entretanto, vale destacar que este fundo terá como plataforma de distribuição a rede de clientes do maior banco privado de varejo, o Itaú-Unibanco.

Em linhas gerais, como forma de parâmetro para o presente estudo, pode-se adotar que a entrada de um novo FII, com foco na exploração de receita de locação em edifícios de escritório na cidade de São Paulo, deveria estar em uma faixa de rentabilidade prevista de 9 a 9,5% a.a., como forma de ser competitivo frente ao mercado concorrente.

4 ESTUDO DE CASO DA ESTRUTURAÇÃO DE LIQUIDAÇÃO DE UM EDIFÍCIO DE ESCRITÓRIO POR MEIO DE FII

Para ilustrar a condição atual de concepção de um FII frente aos desafios de aquisição do imóvel em um mercado extremamente competitivo como o atual, em que os investidores diretos estão capitalizados e em números cada vez maiores, gerando assim forte concorrência no mercado de investimento imobiliário, definiu-se um estudo de caso com base em um edifício existente, com o objetivo de explorar as diferentes formas de tratar o processo de liquidação deste edifício, sob a ótica dos proprietários.

O objetivo será comparar as formas de liquidação e identificar se a concepção de um FII se apresenta como alternativa atrativa, ou seja, maior VOI (receita com a venda do imóvel recebida pelo vendedor), com base nos parâmetros de cálculo apresentados para encontrar o valor da transação na percepção de investimentos diretos e FIIs. Posteriormente será discutido de que forma alterações na estrutura dos FII poderiam torná-los mais atrativos.

Não será explorado neste estudo, a demanda de investidores para aplicar nos FIIs, por isso não será analisado o impacto da oferta, mas sim de que forma alterações nesta estrutura poderiam torná-los mais atrativos sob a ótica do vendedor do imóvel, ou seja, de modo a trazer maior valor de venda para o vendedor.

O empreendimento a ser estudado será o edifício ELDORADO BUSINESS TOWER, localizado na cidade de São Paulo à Avenida das Nações Unidas, 8501.

Segue resumo das principais características do empreendimento:

	Edifício	Eldorado Business Tower
	Localização	Av. Nações Unidas, 8501
	Região	Marginal Pinheiros
	Classificação	AAA
	Número de Andares	32
	Área total do edifício	59.260 m ² locáveis
	Número de elevadores	18
	Área de Laje	aprox. 1.850 m ² locáveis
	Especificações técnicas	Ar Condicionado Central Piso Elevado Forro modular Pé direito livre de 3,8 m
	Heliponto	Capacidade superior a 10 Ton.
	Certificação Leed	Platinum
	Localização	Acesso a rede de Trens Metropolitanos Ligado ao Shopping Eldorado Fácil acesso as principais regiões da cidade

O empreendimento é conceituado pelas empresas de consultoria imobiliária como um dos 10 melhores edifícios de escritório da cidade de São Paulo, sendo sede de importantes empresas como, por exemplo: General Electric, Gerdau, Odebrecht, Gafisa, entre outras.

Em relação à ocupação, o edifício tem como característica a ocupação de grandes empresas, até mesmo em função do tamanho de sua laje que conta com mais de 1800m², evitando assim a verticalização de grandes empresas. A maior parte das empresas ocupa mais de um andar, onde em alguns casos somadas as áreas chega a mais de 6.000 m² para uma única empresa.

Vale destacar que as grandes empresas concentram um volume maior de investimento no momento da sua instalação, razão pela qual não costumam se movimentar com frequência, garantido assim um fluxo de receitas de longo prazo ao investidor.

O conjunto de especificação técnica que atrai a ocupação de grandes empresas e conseqüentemente gera receitas de longo prazo, evidenciam as características necessárias para uma melhor aceitação do mercado quando da colocação de um FII, respeitando é claro os parâmetros de rentabilidade deste mercado.

Em paralelo, este é também um produto com características que atraem os investidores diretos, sendo que o fato do edifício estar composto por unidades autônomas permite uma

análise mais ampla, abordando desde a venda de um único andar, até mesmo a venda do edifício inteiro para um único investidor.

Como fonte de informação relevante para este estudo, é importante mencionar que parte deste empreendimento foi comercializado em 2009 por um dos proprietários, a empresa SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS, que em fato relevante publicou:

A SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. ("São Carlos") e o Banco Ourinvest S.A. ("Banco Ourinvest") comunicam aos seus acionistas, quotistas e ao mercado em geral que a Duetto Participações Ltda., subsidiária da São Carlos, e o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BRAZILIAN CAPITAL REAL ESTATE FUND I ("Brazilian Capital Real Estate Fund I"), administrado pelo Banco Ourinvest, celebraram nesta data, Instrumento Particular de Compromisso Irrevogável e Irretratável de Compra Venda de Bens Imóveis ("CCV"), através do qual o Brazilian Capital Real Estate Fund I adquiriu 19 andares do edifício de escritórios 'Eldorado Business Tower', pelo valor de R\$ 290,45 milhões.

O Eldorado Business Tower é um edifício de escritórios classe AAA, de alto padrão, localizado na Marginal Pinheiros em São Paulo/SP. Os 19 andares têm em conjunto cerca de 33.500 m² de área privativa, equivalente a 56% da área privativa total do edifício. A eficácia da transação e o pagamento integral do preço estão sujeitos à verificação de determinadas condições, usuais em negócios jurídicos de alienação de imóveis, o que deve ocorrer ao longo do mês de maio de 2009.

Ainda que a transação tenha acontecido através de uma estrutura em que o comprador é um FII, este fundo não tinha como característica a colocação de cotas para o mercado de varejo, mas sim a concentração nas mãos de poucos investidores estrangeiros e institucionais. Ou seja, neste caso o grupo comprador se assemelha mais a um investidor direto, que utilizou um veículo de FII, do que um FII para colocação de cotas no varejo.

4.1 Análise da Venda Direta sob a ótica do vendedor

Conforme já abordado anteriormente, ainda que o *cap rate* possa ser calculado sobre o Resultado Operacional Disponível – ROD ou a Receita Operacional Bruta - ROB, é comum no mercado brasileiro a referência de *cap rate* calculado sobre ROB.

Apenas como ilustração, serão consideradas na tabela abaixo as duas formas de cálculo, ou seja, considerando ROB e ROD, sendo que o balizador de mercado será sobre os comparativos com base no ROB, que é a informação disponível, e para achar ROD seria necessário fazer arbitragens.

Como se pode ver na simulação abaixo, os custos de aquisição, operação e impostos, representam aproximadamente 2,5% de redução da taxa quando comparado ao cálculo sobre ROB e ROD.

Tabela 12 – Simulação do cálculo do Investimento Direto em Imóvel com base no *cap rate*

Análise de valor	Rentabilidade esperada - 1º ano (média do intervalo)		Custos	Receita locação (R\$ / mês)			
				200.000	500.000	1.000.000	2.000.000
1ª opção	ROB	11,00%	sem considerar custos	-	-	-	-
VALOR DE AQUISIÇÃO (referência 1)				21.818.000	54.545.000	109.091.000	218.182.000
2ª opção	ROD	8,40%	ITBI	436.360	1.090.900	2.181.820	4.363.640
			Registro / Escritura	61.418	112.583	122.857	122.857
			Total custos com aquisição	497.778	1.203.483	2.304.677	4.486.497
			Gerenciamento	8.000	17.500	25.000	30.000
			FRA	4.000	10.000	20.000	40.000
			Contador	1.000	1.000	1.000	1.000
			Outras despesas operacionais	10.000	30.000	50.000	100.000
			Impostos (PIS, Cofins, IR, CSLL)	22.660	56.650	113.300	226.600
			Total custos manutenção	45.660	115.150	209.300	397.600
			VALOR DE AQUISIÇÃO (referência 2)				21.551.000

Analisando inicialmente sob a ótica do comprador do imóvel, percebe-se na simulação que quanto maior o volume de investimento, menor será o percentual dos custos sobre o investimento e operação, e conseqüentemente maior será a rentabilidade. Isso é facilmente explicado em função do volume financeiro envolvido em transações maiores permitir melhor negociação com fornecedores, como gerenciador e contador por exemplo.

Porém, quando analisado sob a ótica do vendedor do imóvel, os custos não são parâmetros relevantes, uma vez que este balizador está diretamente ligado a capacidade de cada comprador, e não será levado em consideração para o resultado da venda. Vale destacar que para todos os volumes de investimento existirá um mercado específico, uma vez que as transações em patamares menores sempre irão ocorrer com aqueles investidores que não dispõem do volume de recursos necessários para uma aquisição de grande volume.

Quando analisado o resultado para o vendedor, percebe-se que em uma grande transação, os custos envolvidos com a venda também serão menores em termos percentuais, consequência de uma condição de mercado em que as empresas responsáveis por comercialização trabalham com menores honorários para volumes maiores de venda.

Os valores utilizados na simulação a seguir tem como base os valores de venda da referência 1, ou seja, considerado sobre a ROB.

Tabela 13 – Simulação do resultado para o vendedor com a venda direta do Imóvel

Custos com Comercialização	Valor da Transação			
	21.818.000	54.545.000	109.091.000	218.182.000
Comissão de venda	981.810	2.454.525	3.818.185	5.454.550
Despachante (obtenção de documentos)	5.000	5.000	5.000	5.000
RECEITA LÍQUIDA TOTAL DE VENDA (antes de impostos)	20.831.190	52.085.475	105.267.815	212.722.450
Porcentagem do valor da venda	95,5%	95,5%	96,5%	97,5%

Considerando-se os dois extremos de valor, percebe-se na simulação uma variação de receita líquida com a venda, antes de impostos, que varia de 95,5% a 97,5% sobre o valor da transação.

Não se considerou nesta simulação os impostos, uma vez que diversas estruturas poderiam ser usadas por um proprietário de imóvel, além de não ser disponível o valor contábil, e cada uma delas com condições de tributação diferentes.

4.2 Análise da Venda por meio de FII sob a ótica do vendedor

A análise de venda por meio de FII levará em consideração o valor que um fundo poderia pagar no imóvel, como forma de entregar aos cotistas uma rentabilidade “X”, de acordo com a condição de mercado naquele momento, a partir da exploração deste imóvel por um período de 20 anos, considerando todas as despesas envolvidas.

Entende-se que nem todos os compradores de cotas de FII dominam os conceitos necessários para uma análise técnica comparativa dos diferentes tipos de produtos ofertados, sendo que parte dos compradores apenas acompanha o movimento de outros investidores mais experientes. Entretanto, o que se pretende aqui discutir é o valor da oportunidade de investimento com base nos elementos de cálculo envolvidos na estrutura e administração de um FII e na atratividade setorial.

Segundo ROCHA LIMA JR (2010), em diferentes campos da economia, como também nos empreendimentos imobiliários para venda, a hierarquização de oportunidades de investimento é feita utilizando exclusivamente a TIR. Em geral é medida numa única moeda e não se aprofunda a discussão para entender a sua formação, na relação com as estruturas de *funding* adotadas para levar o negócio.

A TIR alvo utilizada para simular o valor de viabilidade para aquisição do imóvel será a mesma para todos os volumes de aquisição analisados, e será arbitrada como a média do intervalo da amostra, que tem por base a expectativa de rentabilidade dos fundos lançados recentemente. Portanto, a TIR alvo será de 9,5% a.a., acima da inflação.

Portanto, a primeira análise será identificar qual o valor de aquisição um FII poderia praticar para os diferentes volumes de investimento, de acordo com as premissas adotadas, levando-se em consideração que após descontar todas as despesas operacionais e os custos de aquisição, o FII será capaz de distribuir rendimentos compatíveis com a perspectiva de TIR adotada.

Seguem abaixo as premissas adotadas para elaboração do fluxo de caixa:

Tabela 14 – Premissas do fluxo de caixa da análise da qualidade de investimento em FIIs

ANÁLISE DA QUALIDADE DE INVESTIMENTO EM FII				
CICLO OPERACIONAL				
Data: Outubro/2010				
PREMISSAS				
1 INFORMAÇÕES GERAIS				
Tipo de Produto	Edifício de escritório - AAA			
Período da análise	20 anos			
Ocupação	100%			
Recelta x Despesa				
	Condição 1	Condição 2	Condição 3	Condição 4
RECEITA DE LOCAÇÃO MENSAL (R\$)	200.000	500.000	1.000.000	2.000.000
DESPESAS COM AQUISIÇÃO				
ITBI	396.800	1.020.000	2.076.000	4.188.000
Assessoria Jurídica	50.000	50.000	50.000	50.000
Avaliação	20.000	20.000	20.000	20.000
Registro / Escritura	61.418	112.583	122.857	122.857
DESPESA MENSAL OPERACIONAL				
Administração FUNDO	16.533	42.500	86.500	174.500
Administração IMOBILIÁRIA	8.000	15.000	20.000	30.000
Auditoria	3.333	3.333	3.333	3.333
Taxa Manutenção Bovespa	642	642	642	642
Taxa de Fiscalização CVM	800	1.280	1.920	2.560
FRA	3.308	8.474	17.203	34.673
2 INDICADORES ECONOMICOS				
Inflação	6,0%	aa		
	0,49%	am		
Fator de perdas inflacionárias com reajuste anual				
FP_{inf}	$(1+i)^{12} - 1 \cdot \frac{1}{12}$	$0,0600 \cdot \frac{1}{12}$	=	0,9691
		$0,0052$		
Taxa de Atratividade - Operação	9,5%	ao ano - acima da inflação		
	0,76%	ao mês		

Vale observar que diferente do que foi utilizado para a venda direta, no caso de venda através de FII não foi utilizado custo de corretagem, uma vez que as empresas estruturadoras deste tipo de produto são conhecidas e de fácil acesso, diferente do caso da venda direta em que um profissional irá buscar no mercado um comprador.

Como já abordado anteriormente, não faz parte deste estudo o comportamento do mercado imobiliário, de forma que não se utilizou como premissa o aumento ou redução do valor de locação, ou do bem, que permanece estável durante todo o período.

Segue abaixo resumo dos resultados obtidos na simulação com a análise de VOI, de acordo com as premissas adotadas:

	Receita locação (RS / mês)			
	200.000	500.000	1.000.000	2.000.000
RECEITA BRUTA COM VENDA ATRAVÉS DE FII (antes de impostos)	19.840.000	51.000.000	103.800.000	209.400.000

Os valores encontrados na simulação para a alienação através de um FII somente seriam possíveis de serem alcançados nesta estrutura, sendo que tal estrutura demanda um custo significativo de estruturação, de forma que esse valor deve ser descontado do valor do imóvel, conforme tabela abaixo:

Tabela 15 – Simulação do resultado para o vendedor com a venda através de FII

Custos com Estruturação	Valor do imóvel na Transação			
	19.840.000	51.000.000	103.800.000	209.400.000
Estruturador	99.200	255.000	519.000	1.047.000
Contratação de Instituição Intermediária - colocação das cotas	99.200	255.000	519.000	1.047.000
Registro de Oferta junto a CVM	-	-	-	-
Confecção de Regulamento / Prospecto	40.000	40.000	40.000	40.000
Registro junto ao Cartório de Títulos e Documentos	10.000	10.000	10.000	10.000
Taxa de Fiscalização	82.870	82.870	82.870	82.870
Registro Bovespa	7.700	7.700	7.700	7.700
Publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição	20.000	20.000	20.000	20.000
Material Publicitário	20.000	20.000	20.000	20.000
CUSTO TOTAL DE ESTRUTURAÇÃO	378.970	690.570	1.218.570	2.274.570
RECEITA LÍQUIDA TOTAL DE VENDA (antes de impostos)	19.461.030	50.309.430	102.581.430	207.125.430
Porcentagem do valor da venda	98,1%	98,6%	98,8%	98,9%

Para efeito deste estudo considerou-se que o custo de estruturação do FII será suportado pelo vendedor do imóvel. Entretanto, se considerado que esse custo seria assumido pelo estruturador, não haveria diferença no resultado de VOI, uma vez que todos os custos de estruturação seriam descontados do fluxo no início do horizonte de análise.

4.3 Processo de Gerenciamento de Riscos

Consiste em uma rotina organizada de identificar, medir, analisar, planejar as respostas e monitorar os riscos de determinado projeto.

Para KERZNER (2000), o gerenciamento de riscos é uma forma organizada de identificar e medir os riscos e de desenvolver, selecionar e gerenciar as opções para o seu controle.

A seguir descreve-se a evolução e etapas de gerenciamento de riscos adotadas para este estudo.

4.3.1 Identificação dos Riscos

Para a definição dos fatores de risco se utilizou o método Delphi através de pesquisa com profissionais especializados da área.

Devido à limitação de tempo para a realização da pesquisa em função do prazo para concretizar este estudo, a amostra de entrevistados foi direcionada para cinco profissionais, de forma que houvesse tempo hábil para percorrer todas as etapas do método Delphi. Todos os entrevistados são especialistas na área de estruturação, administração de FII ou venda direta, com atuação em representativas transações no mercado imobiliário brasileiro, o que confere opiniões relevantes para a pesquisa.

A amostra levantada atende o propósito deste trabalho em determinar os principais riscos, entretanto ficou limitada para cobrir todos os riscos possíveis no momento da liquidação de um imóvel.

A aplicação da pesquisa teve início a partir da elaboração de uma lista com os possíveis fatores de riscos, normalmente apontados por profissionais do mercado. Esta proposta inicial foi disponibilizada para cada um dos entrevistados para que apontassem a concordância ou não sobre os riscos e inserissem outros fatores de risco que julgassem pertinentes.

Uma vez de posse da primeira rodada da pesquisa compilaram-se as informações levantadas, elaborando assim uma segunda lista de fatores de risco.

Esta segunda lista foi novamente disponibilizada aos entrevistados para conhecimento da inclusão de novos riscos apontados pelos demais, e questionamentos foram feitos aos entrevistados de acordo com a nova lista, ponderando pontos até então desconhecidos por parte dos entrevistados, de forma a buscar o maior consenso possível.

O retorno desta rodada da pesquisa gerou a terceira e última listagem, sendo todos os riscos ali apontados.

Definida a listagem final esta foi novamente disponibilizada aos entrevistados para que atribuíssem pesos de 0 a 100 de acordo com a probabilidade (a chance de um dado evento ocorrer) e impacto (as consequências advindas da ocorrência de um dado evento) para cada um dos fatores de risco.

A partir da relação completa dos fatores de risco, procedeu-se com a classificação destes riscos dentro de um agrupamento de acordo com os pesos atribuídos, conforme estabelecido na metodologia deste estudo, BAIXO, MÉDIO E ALTO, tanto para probabilidade quanto para o impacto.

Para os entrevistados que tiveram ponderações discrepantes da maioria do grupo, questionamentos sobre o entendimento da questão foram realizados, assegurando que não houve erro na resposta.

Conforme tabelas 16 e 17 a seguir, com a listagem completa dos fatores de riscos para venda de imóveis por meio de FII, pode-se identificar que os riscos ocorrem em dois momentos distintos dentro do ciclo do processo de venda: (i) na estruturação do FII e (ii) com o FII já aprovado, ou seja, na colocação das cotas no mercado.

Dependendo do momento em que o vendedor se encontra, ele deverá analisar apenas os riscos na colocação das cotas no mercado, no caso de já estar com o fundo estruturado. Porém, caso o momento seja de decisão da venda e, portanto, tenha ainda que estruturar o fundo, a análise

de risco deve ser feita sobre todos os riscos, já que a colocação das cotas obrigatoriamente dependerá da estruturação do fundo.

Tabela 16 – Listagem dos fatores de risco da venda através de FII - Período entre o momento de decisão da venda até término da estruturação

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA ATÉ O TÉRMINO DA ESTRUTURAÇÃO			
Fator de Risco		Classificação	
		Probabilidade	Impacto
A	Prazo de diligência documental	ALTA	MÉDIO
B	Custos de intermediação (elevados na estruturação)	ALTA	MÉDIO
C	Prazo de aprovação do FII na CVM	MÉDIA	MÉDIO
D	Prazo de estruturação do FII	MÉDIA	MÉDIO
E	Exposição de informações do imóvel e contrato de locação (se houver) no processo de diligência documental (risco de criar especulações nas negociações)	ALTA	BAIXO
F	Prejuízo financeiro com os custos envolvidos na estruturação do FII, em caso de cancelamento da colocação	MÉDIA	BAIXO
G	Contratação de Administradora/Gestora (custos)	MÉDIA	BAIXO

A – Prazo para levantar, analisar e organizar os documentos necessários para estruturação do fundo. O risco é o prazo de diligência superar o prazo previsto pelo vendedor, forçando uma entrada do produto no mercado em outro momento, podendo impactar na qualidade do resultado. E ainda, a perda de valor que o tempo representa para o vendedor do imóvel (piora da qualidade).

B – Honorário da empresa contratada para estruturar o processo de emissão de cotas e os custos com a aprovação, como por exemplo: taxa da CVM, consultoria jurídica, entre outros. O risco são os custos superarem as expectativas do vendedor, além da representatividade de outros custos marginais que não foram contabilizados inicialmente.

C – Período que o processo de solicitação de aprovação junto a CVM aguardar resposta/aprovação. O risco é a aprovação superar o prazo previsto pelo vendedor, forçando

uma entrada do produto no mercado em outro momento, podendo impactar na qualidade do resultado. E ainda, a perda de valor que o tempo representa para o vendedor do imóvel (piora da qualidade).

D – Período necessário para a realização de todos os trabalhos que envolvem a aprovação de um fundo, até sua aprovação. O risco é o prazo de estruturação superar a previsão do vendedor, o que resultaria em atraso da entrada do produto no mercado. Corre-se o risco do mercado mudar e prejudicar o valor de colocação do imóvel, o que acarretaria na piora da qualidade do resultado da venda. Além da perda de valor que o tempo representa (piora da qualidade).

E – Divulgação de informações detalhadas do imóvel e do contrato de locação (se houver) no prospecto de distribuição de cotas. O risco é criar especulações a cerca do valor do imóvel de tal maneira que prejudique a colocação das cotas.

F – Os custos para estruturação do FII serão suportados pelo vendedor anteriormente a colocação das cotas, sendo que se a colocação for cancelada esse recurso será perdido. O risco é cancelar a colocação das cotas e o vendedor do imóvel ter o prejuízo dos custos de estruturação até aquele momento, acarretando em piora da qualidade da venda.

G – Na fase de estruturação do fundo o vendedor do imóvel deverá contratar a empresa responsável pela administração do fundo após a emissão das cotas. O risco são os custos com a administração excederem as expectativas do vendedor do imóvel, de forma que impacte na distribuição de resultado do fundo. A piora da condição do fundo em gerar ROD implicará em desconto do valor de aquisição do imóvel, de forma a manter a qualidade da operação para o fundo.

Tabela 17 – Listagem dos fatores de risco da venda através de FII - Período de emissão e colocação das cotas

PERÍODO DE EMISSÃO E COLOCAÇÃO DAS COTAS			
H	Cancelamento da colocação das cotas por falta de demanda	MÉDIA	ALTO
I	Não colocar a totalidade das cotas no mercado - falha na colocação (cancelar emissão)	MÉDIA	ALTO
J	Risco de definir um preço com meses de antecedência e o mercado mudar até a data do closing (captação e liberação do recurso)	MÉDIA	ALTO
K	Custos de colocação das cotas elevado	MÉDIA	MÉDIO
L	Concorrência de Outros Fundos (demora para integralizar a venda das cotas)	MÉDIA	MÉDIO
M	Ser minoritário em uma colocação parcial	MÉDIA	MÉDIO

H – *Iniciar o processo de captação e posteriormente devido à falta de demanda cancelar a oferta.* O risco é não concluir a liquidação do imóvel, portanto, permanecendo com o vendedor. Além do desgaste da imagem do imóvel no mercado que pode gerar dificuldade na comercialização em outras formas de liquidação.

I – *Iniciar o processo de captação e por falha na estratégia de colocação não colocar a totalidade das cotas, acarretando em cancelamento da oferta como forma de evitar a pulverização da propriedade, com a permanência do vendedor como proprietário de parte do imóvel.* O risco é não concluir a liquidação do imóvel, permanecendo portanto com o vendedor. Além do desgaste da imagem do imóvel no mercado que pode gerar dificuldade em nova oferta ou na comercialização em outras formas de liquidação.

J – *Definir um valor para o imóvel na estruturação do fundo e o imóvel valorizar até a efetiva captação dos recursos, situação em que o vendedor não conseguirá incorporar essa valorização no preço, uma vez que o preço já foi determinado na aprovação do fundo.* O risco é o vendedor do imóvel perder a diferença com a valorização, deixando de apurar um resultado melhor (maior lucro).

K – *O custo de colocação das cotas será suportado pelo vendedor, sendo este valor deduzido do resultado da colocação, ou seja, quanto maior o custo pior o resultado com a venda.* O risco é o custo superar a estimativa do vendedor, o que teria impacto direto no resultado da venda.

L – *A concorrência de outros fundos pode pulverizar a demanda de forma que o prazo de captação se prolongue.* O risco é a perda de valor que o tempo representa para o vendedor do imóvel (piora da qualidade).

M – *Não colocar a totalidade das cotas, de forma que o vendedor fique com uma participação minoritária do fundo, como cotista.* O risco é o vendedor perder o controle sobre as decisões em relação ao imóvel.

Em relação aos fatores de riscos da venda direta, pode-se identificar assim como no caso da venda através de FII, dois momentos distintos de exposição aos riscos no ciclo de vida do processo: (i) na decisão de vender o imóvel e iniciar a busca de um interessado e (ii) a partir do momento que se encontra um interessado.

Tabela 18 – Listagem dos fatores de risco da venda direta - Período entre o momento de decisão da venda e prospecção

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA E A PROSPECÇÃO			
Fator de Risco		Classificação	
		Probabilidade	Impacto
A'	Prazo para encontrar comprador	ALTA	MÉDIO
B'	Exposição de informações do imóvel e contrato de locação (se houver) no processo de diligência documental (risco de criar especulações nas negociações)	MÉDIA	MÉDIO
C'	Exposição no mercado do interesse de venda	MÉDIA	MÉDIO
D'	Concorrência de outros investimentos (ex.: CRI, Aumento da taxa de juros) que acabam por refletir nas rentabilidades desejadas pelos investidores para investir no imóvel	MÉDIA	MÉDIO
E'	Mercado potencial restrito dependendo do tamanho do imóvel (poucos compradores)	BAIXA	MÉDIO

A' – *Período de prospecção de um investidor interessado na aquisição.* O risco é o prazo superar a expectativa do vendedor e influenciar na qualidade do resultado em função da perda de valor que o tempo representa. Além da possibilidade de alteração das condições de mercado para uma situação desfavorável ou pior para venda.

B' – *Divulgação de informações detalhadas do imóvel e do contrato de locação (se houver) durante o processo de diligência.* O risco é a condição do imóvel divergir das condições de mercado, como contrato de locação sem garantia, locatário de crédito baixo, contrato de locação próximo do vencimento, etc, de forma que enfraqueça o poder de negociação do vendedor.

C' – *O mercado entender que o vendedor precisa vender o imóvel para sanar outros compromissos.* O risco é criar especulações a cerca da necessidade de venda do imóvel, o que pode dificultar nas negociações (precificação do imóvel para baixo).

D' – *A atratividade em outros mercados roubar recursos que poderiam ser aplicados no mercado imobiliário. O rico é impactar na precificação do valor do imóvel em função da expectativa de rentabilidades maiores para este tipo de investimento. Estas oportunidades alternativas de investimento também influenciam na liquidez do imóvel.*

E' – *No caso de imóveis com valor elevado é limitado o número de investidores que teriam volume de recursos suficientes para compra. O risco é a negociação do preço ser pautada na baixa demanda para o imóvel e não na qualidade do imóvel enquanto gerador de renda.*

Tabela 19 – Listagem dos fatores de risco da venda direta - Período de negociação a partir da identificação de interessado

PERÍODO DE NEGOCIAÇÃO A PARTIR DA IDENTIFICAÇÃO DE INTERESSADO			
F'	Evoluir em negociações sem que se concretize a negociação (desgaste da imagem do produto no mercado)	MÉDIA	ALTO
G'	Prazo de diligência documental	ALTA	MÉDIO
H'	Exposição de informações do vendedor no processo de diligência documental	ALTA	BAIXO
I'	Prazo de negociação com potencial comprador	MÉDIA	BAIXO

F' – *Informar para o mercado que o imóvel já esta perto de ser comercialização, porém sem que de fato a negociação seja concluída. O risco é deixar no mercado o sentimento de que existe algum problema com o imóvel, razão pela qual a venda não teria sido concretizada. Isto criaria dificuldade para novas negociações.*

G' – *Prazo para levantar os documentos solicitados pelo comprador e também o prazo necessário para que o comprador os analise. O risco é o prazo de diligência superar o prazo previsto pelo vendedor, acarretando na perda de valor que o tempo representa (piora da qualidade).*

H' – *Para o processo de diligência o vendedor deverá fornecer todos os documentos que comprovem que não existe impeditivo para a venda. O risco é fornecer informações pessoais*

do vendedor que podem afetar sua imagem (em caso de pendência) ou dificultar a negociação, como por exemplo a evidencia da necessidade de vender o imóvel.

I – *Período de negociação com o potencial comprador*. O risco é o período de negociação superar as expectativas do vendedor do imóvel, impactando no prazo para conclusão da venda, e restringir a negociação com outros potenciais interessados. Pode-se gerar desgaste na negociação em razão do tempo demasiado e influenciar na definição da condição final.

Existem riscos marginais que fazem parte de qualquer transação de venda, como por exemplo o comprador voltar atrás depois do negócio fechado, locatário manifestar que não lhe foi oferecido direito de preferência corretamente, algum credor tentar impugnar a venda, etc. Estes riscos não foram apurados no estudo, tal a baixa incidência com que ocorrem. A premissa do estudo é de que as transações de venda ocorram em conformidade com a lei não restando nada a ser reclamado a partir da assinatura da escritura de compra e venda.

4.3.2 Análise Qualitativa dos Riscos

Como síntese do trabalho de Análise de Risco até aqui exposto, a segunda etapa é a classificação de acordo com o *ranking*, tanto para probabilidade quanto para o impacto.

Tabela 20 – Classificação dos pesos e *ranking* para os fatores de risco da venda através de FII

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA ATÉ O TÉRMINO DA ESTRUTURAÇÃO			
Fator de Risco		Classificação	
		Probabilidade	Impacto
A	Prazo de diligência documental	ALTA	MÉDIO
B	Custos de intermediação (elevados na estruturação)	ALTA	MÉDIO
C	Prazo de aprovação do FII na CVM	MÉDIA	MÉDIO
D	Prazo de estruturação do FII	MÉDIA	MÉDIO
E	Exposição de informações do imóvel e contrato de locação (se houver) no processo de diligência documental (risco de criar especulações nas negociações)	ALTA	BAIXO
F	Prejuízo financeiro com os custos envolvidos na estruturação do FII, em caso de cancelamento da colocação	MÉDIA	BAIXO
G	Contratação de Administradora/Gestora (custos)	MÉDIA	BAIXO
PERÍODO DE EMISSÃO E COLOCAÇÃO DAS COTAS			
H	Cancelamento da colocação das cotas por falta de demanda	MÉDIA	ALTO
I	Não colocar a totalidade das cotas no mercado - falha na colocação (cancelar emissão)	MÉDIA	ALTO
J	Risco de definir um preço com meses de antecedência e o mercado mudar até a data do closing (captação e liberação do recurso)	MÉDIA	ALTO
K	Custos de colocação das cotas elevado	MÉDIA	MÉDIO
L	Concorrência de Outros Fundos (demora para integralizar a venda das cotas)	MÉDIA	MÉDIO
M	Ser minoritário em uma colocação parcial	MÉDIA	MÉDIO

Tabela 21 – Classificação dos pesos e *ranking* para os fatores de risco da venda direta

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA E A PROSPECÇÃO			
Fator de Risco		Classificação	
		Probabilidade	Impacto
A'	Prazo para encontrar comprador	ALTA	MÉDIO
B'	Exposição de informações do imóvel e contrato de locação (se houver) no processo de diligência documental (risco de criar especulações nas negociações)	MÉDIA	MÉDIO
C'	Exposição no mercado do interesse de venda	MÉDIA	MÉDIO
D'	Concorrência de outros investimentos (ex.: CRI, Aumento da taxa de juros) que acabam por refletir nas rentabilidades desejadas pelos investidores para investir no imóvel	MÉDIA	MÉDIO
E'	Mercado potencial restrito dependendo do tamanho do imóvel (poucos compradores)	BAIXA	MÉDIO
PERÍODO DE NEGOCIAÇÃO A PARTIR DA IDENTIFICAÇÃO DE INTERESSADO			
F'	Evoluir em negociações sem que se concretize a negociação (desgaste da imagem do produto no mercado)	MÉDIA	ALTO
G'	Prazo de diligência documental	ALTA	MÉDIO
H'	Exposição de informações do vendedor no processo de diligência documental	ALTA	BAIXO
I'	Prazo de negociação com potencial comprador	MÉDIA	BAIXO

A análise qualitativa auxilia o tomador da decisão com a organização das informações dos fatores de risco, de forma que o tomador de decisão possa se concentrar naquelas de maior relevância.

O método utilizado para análise das informações será a Matriz de Risco, permitindo um cruzamento de informações quanto a probabilidade e impacto do risco de forma a unificá-los em uma classificação única de riscos primários, secundários e residuais.

Os riscos primários são os de maior relevância, reflexo do cruzamento da probabilidade ou impacto com peso médio-alto ou alto-alto. Os riscos primários estão simbolizados na matriz com a cor vermelha.

Os riscos secundários, simbolizado pela cor amarela, representam riscos intermediários para o processo. Ainda que causem a piora da qualidade do resultado, esses riscos não são responsáveis pela incapacidade de se atingir o objetivo do projeto.

Os riscos residuais, simbolizados pela cor verde, são aqueles de pouca relevância para o sucesso do projeto.

Para o estudo em análise será realizado o Plano de Resposta aos Riscos para os riscos primários, onde cada um dos riscos receberá um tratamento isolado de análise.

Para a venda através de FII existem riscos críticos nos dois momentos do projeto, inicialmente entre o período de decisão da venda até o término da estruturação do fundo e posteriormente no período de emissão e colocação das cotas.

Ilustração 5 – Matriz de Risco da venda através de FII

Impacto	alto		H I J	
	médio		C D K L M	A B
	baixo		F G	E
		baixa	média	alta
		Probabilidade		

Tabela 22 – Riscos primários da venda através de FII

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA ATÉ O TÉRMINO DA ESTRUTURAÇÃO	
A	Prazo de diligência documental
B	Custos de intermediação (elevados na estruturação)
PERÍODO DE EMISSÃO E COLOCAÇÃO DAS COTAS	
H	Cancelamento da colocação das cotas por falta de demanda
I	Não colocar a totalidade das cotas no mercado - falha na colocação (cancelar emissão)
J	Risco de definir um preço com meses de antecedência e o mercado mudar até a data do <i>closing</i> (captação e liberação do recurso)

Em relação à venda direta também foram identificados riscos críticos nas duas fases de desenvolvimento do projeto, o período entre o momento de decisão da venda e a prospecção e na fase seguinte, a partir da identificação do interessado.

Ilustração 6 – Matriz de Risco da venda direta

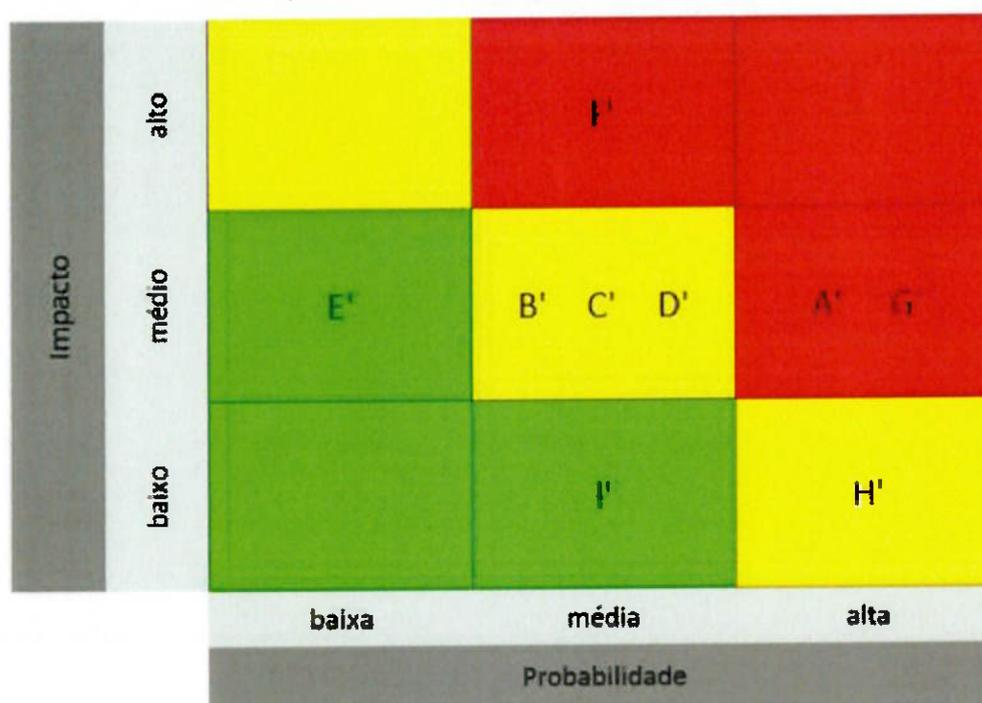


Tabela 23 – Riscos primários da venda direta

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA E A PROSPECÇÃO	
A'	Prazo para encontrar comprador
PERÍODO DE NEGOCIAÇÃO A PARTIR DA IDENTIFICAÇÃO DE INTERESSADO	
F'	Evoluir em negociações sem que se concretize a negociação (desgaste da imagem do produto no mercado)
G'	Prazo de diligência documental

4.3.3 Planejamento das respostas aos Riscos

Uma vez conhecido os riscos de cada uma das estruturas de venda e identificados aqueles de maior relevância (riscos primários) para o resultado do projeto, neste caso a venda do imóvel, o planejamento de resposta aos riscos auxiliará o tomador da decisão quanto às ações a serem tomadas como forma de evitar o comprometimento do resultado da venda.

4.3.3.1 Planejamento de resposta aos riscos para venda através de FII

Prazo de diligência documental

O risco de prazo de diligência documental tem como ofensores: (i) o próprio vendedor do imóvel, uma vez que as documentações do imóvel ou do vendedor podem ter impeditivos para a estruturação de um FII, e (ii) a empresa contratada para realizar a análise jurídica e preparação dos documentos para aprovação na CVM.

Tais riscos podem ser mitigados a partir de ações do tomador da decisão (vendedor do imóvel). Com relação à documentação do imóvel e da empresa proprietária, estes documentos devem ser checados com antecedência, anterior ao início da estruturação, sendo que se identificado qualquer impeditivo ações sejam tomadas para a regularização imediatamente.

Quanto ao risco de atraso por parte da empresa contratada este pode ser mitigado na escolha da empresa, através de contrato de prestação de serviço com condições claras de prazo e consequentes penalidades em caso de atrasos por falta da empresa.

Conhecer a empresa e buscar referência de outros trabalhos realizados também poderá auxiliar o vendedor na busca de empresa capacitada.

Custos de intermediação (elevados na estruturação)

O risco dos custos de intermediação na estruturação do FII pode ser transferido com a ação de contratar a mesma empresa para estruturar e posteriormente colocar as cotas no mercado. Desta forma a contratação pode envolver uma remuneração maior para colocação das cotas, com base na performance da operação, e um custo reduzido no momento da estruturação.

Cancelamento da colocação das cotas por falta de demanda

A falta de demanda do mercado para a operação ou até mesmo para o tipo de produto que se pretende ofertar esta aquém de ações possíveis do vendedor do imóvel (decisor). Sendo este um risco inerente a característica da operação, e que, portanto, não pode ser evitado, este risco deve ser aceito pelo decisor.

Não colocar a totalidade das cotas no mercado - falha na colocação (cancelar emissão)

A colocação das cotas no mercado é um evento crítico para o sucesso da operação e um risco inerente que não pode ser evitado. Entretanto a falha na colocação está diretamente ligada à estratégia, conhecimento, penetração no mercado, capacidade, entre outras atribuições da empresa contratada.

Desta forma o risco pode ser mitigado a partir de critérios para a escolha da empresa a ser contratada, como por exemplo: analisar o resultado de outros trabalhos realizados, ter uma

estratégia bem definida, analisar a penetração desta empresa no mercado, conhecer todas as parceiras utilizadas por ela para colocação, coordenação do trabalho por profissional sênior e experiente, entre outros.

Risco de definir um preço com meses de antecedência e o mercado mudar até a data do *closing* (captação e liberação do recurso)

O vendedor do imóvel não tem ingerência sobre o mercado e para algumas etapas que envolvem a estruturação do fundo, como aprovação da CVM, por exemplo. Desta forma, não permite um plano de ação, tendo o vendedor que aceitar essa condição de risco.

Tabela 24 – Resumo de resposta aos riscos primários para venda através de FII

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA ATÉ O TÉRMINO DA ESTRUTURAÇÃO		
A	Prazo de diligência documental	Mitigar
B	Custos de intermediação (elevados na estruturação)	Transferir
PERÍODO DE EMISSÃO E COLOCAÇÃO DAS COTAS		
H	Cancelamento da colocação das cotas por falta de demanda	Aceitar
I	Não colocar a totalidade das cotas no mercado - falha na colocação (cancelar emissão)	Mitigar
J	Risco de definir um preço com meses de antecedência e o mercado mudar até a data do <i>closing</i> (captação e liberação do recurso)	Aceitar

4.3.3.2 Planejamento de resposta aos riscos para venda direta

Prazo para encontrar comprador

A prospecção de potencial comprador para o imóvel é um risco inerente ao processo e por isso não pode ser evitado.

O vendedor deve buscar a contratação de empresa especializada em transações com o perfil do imóvel que se pretende vender, com estratégia clara de atuação e conhecimento de vasta demanda compradora.

O risco relacionado a prazo deve ser aceito pelo vendedor. Porém, deve-se estar atento e preparado para reavaliar a estratégia e preço periodicamente, evitando não se distanciar do comportamento do mercado, o que poderia refletir em maior dificuldade para venda e na qualidade do resultado.

Evoluir em negociações sem que se concretize a negociação (desgaste da imagem do produto no mercado)

O desgaste da imagem do produto ocasionado por negociações infrutíferas pode ser mitigado a partir de elaboração de estratégia previamente realizada. Em caso de potencial interessado, todas as tratativas devem evoluir em caráter de confidencialidade, sendo isto formalizado através da assinatura de um documento entre as partes.

Até que as bases comerciais estejam fechadas e formalizadas com o comprador, deve-se continuar com o trabalho de prospecção intensamente, evitando a imagem de que o imóvel saiu do mercado e esta retornando.

Prazo de diligência documental

O risco de prazo de diligência documental tem como ofensores o próprio vendedor do imóvel, devido a impeditivos nas documentações do imóvel ou do vendedor, e o comprador, que pode demorar demasiadamente para finalizar a análise.

Tais riscos podem ser mitigados a partir de ações do vendedor do imóvel. Com relação à documentação do imóvel e da empresa proprietária, estes documentos devem ser checados com antecedência, no início do processo, sendo que se identificado qualquer impeditivo ações sejam tomadas para a regularização imediatamente. Desta forma o proprietário teria todos os documentos disponíveis no momento que as bases comerciais sejam acertadas.

Porém, a prospecção do interessado na compra pode demorar tempo o suficiente para que a validade dos documentos expire. Por essa razão é importante um controle rígido do proprietário sobre a validade de todos os documentos e ações imediatas para nova emissão.

Quanto ao risco de atraso por parte do comprador, deve-se estipular no momento de formalização de acordo das bases comerciais um prazo limite para análise, a partir do recebimento de todos os documentos, prazo esse aceitável pelo vendedor e, portanto, que não comprometa significativamente a qualidade do resultado da venda.

Tabela 25 – Resumo de resposta aos riscos primários para da venda direta

PERÍODO ENTRE O MOMENTO DE DECISÃO DA VENDA E A PROSPECÇÃO		
A'	Prazo para encontrar comprador	Aceitar
PERÍODO DE NEGOCIAÇÃO A PARTIR DA IDENTIFICAÇÃO DE INTERESSADO		
F'	Evoluir em negociações sem que se concretize a negociação (desgaste da imagem do produto no mercado)	Mitigar
G'	Prazo de diligência documental	Mitigar

4.3.4 Monitoramento das condições de risco

A importância do monitoramento e controle dos riscos é poder envolver a escolha de estratégias alternativas, execução de um plano de contingência, realização de ações corretivas e modificações no plano de gerenciamento do projeto, durante a execução.

Algumas técnicas para monitoramento dos riscos são adotadas, segundo o PMBOK (2004):

- a) Reavaliação dos riscos – consiste na identificação de novos riscos e a reavaliação dos riscos já existentes no projeto. As reavaliações de riscos do projeto devem ser realizadas regularmente.
- b) Auditorias de riscos – Auditores do risco examinam e documentam a eficácia da resposta ao risco em evitar, transferir ou mitigar ocorrência de risco, bem como a eficácia do processo de gerenciamento do risco. Auditorias de risco são realizadas durante o ciclo de controle de risco do projeto.
- c) Análise das tendências e variações – As tendências da execução do projeto devem ser revisadas usando os dados de desempenho. Métodos de análise das tendências e da variação do projeto podem ser usados para monitorar o desempenho geral do projeto. Os resultados dessas análises podem prever os possíveis desvios do projeto no término em relação ao custo alvo e ao cronograma alvo.
- d) Medição do desempenho técnico – Técnica de medição do desempenho compara a realização técnica durante a execução do projeto com a realização planejada. Demonstração de desvios como a não funcionalidade planejada para um marco do projeto, pode ajudar a prever o grau de sucesso da realização do escopo do projeto.
- e) Análise das reservas – A análise das reservas compara a quantidade restante das reservas para contingências com a quantidade restante de risco em qualquer momento do projeto, para determinar se a reserva restante é adequada.

- f) Reuniões de andamento – Revisões do risco do projeto devem ser regularmente agendadas. O risco do projeto deve ser um item agendado em todas as reuniões do time de projeto. Classificação e priorização do risco podem mudar durante a vida do projeto. Algumas mudanças podem requerer análises de qualificação e quantificação adicionais.

Seja qual for a decisão do vendedor do imóvel quanto a forma de liquidação, quanto mais fiel ele for ao monitoramento dos riscos melhor será a sua capacidade de administrar o processo de liquidação como um todo e com melhor resposta as surpresas que possam surgir em cada uma das estruturas.

5 CONCLUSÃO

Com o crescimento do mercado de FIIs no Brasil em 2010, esta estrutura que ganhou destaque pelo acesso de pequenos poupadores a profissionalização do mercado, também chamou a atenção dos investidores profissionais por ser uma alternativa viável de liquidação de imóveis que demandam alto volume de investimento.

Conforme simulações realizadas nas duas formas de liquidação, a venda direta e a estruturação do fundo, a primeira apresentou melhor resultado para o vendedor, quando considerada condição neutra de risco.

Considerado os fatores de risco a venda direta permite ao vendedor do imóvel melhor controle em relação aos riscos, enquanto a venda através de FII expõe o vendedor a riscos relevantes, de grande impacto para a qualidade do resultado da venda. É o caso do risco de cancelamento da oferta por falta de demanda ou falha na colocação, que poderia além de não atingir o objetivo que é a liquidação, acarretar custos ao vendedor. Exemplo disso ocorreu no final de 2010 com a oferta do fundo BRACOR RENDA I, liderada pelo BTG Pactual, que foi cancelada por não atingir a colocação integral das cotas.

Outra alternativa é considerar a possibilidade do vendedor buscar a alienação junto a um FII já existente, tornando o imóvel parte de um portfólio, onde o vendedor teria a vantagem da redução do custo de estruturação do FII e menor exposição aos riscos, isso porque ele não participaria dos riscos de estruturação do fundo. Por outro lado essa hipótese se assemelha a venda direta, já que o vendedor teria que procurar um comprador e negociar a condição de venda.

São muitas as variáveis na hora de estudar as diferentes formas de venda. Como os FII são estruturas relativamente novas no mercado, e por isso de pouco conhecimento da maioria dos proprietários, enfrentam desafios maiores com relação à estruturação e prazo em comparação à venda convencional.

Com menor condição de preço e maior risco, situação possível em função do desequilíbrio no mercado, são poucos os exemplos de proprietários de imóveis que utilizaram a estruturação de FII como uma forma para liquidar o ativo.

Porém, na medida em que o mercado cresce a tendência é que os estruturadores, administradores, cotistas, enfim, todos os agentes envolvidos nesta estrutura se adaptem as condições do mercado, equilibrando portanto as duas formas de liquidação de imóveis.

Os investidores diretos frente à maior concorrência dos FII também devem passar por adaptações, em um comportamento de resposta ao crescimento dos FII, de maneira que haja um maior equilíbrio do mercado.

Com o equilíbrio do mercado os investidores de uma maneira geral, tanto diretos como cotistas de FII, terão que se expor a riscos maiores para alcançar maiores retornos, ou então aceitar rentabilidades inferiores, com influência, ainda, das oportunidades alternativas de investimento orientadas pela taxa de juros da economia brasileira.

Frente às possíveis mudanças que cercam o mercado de FII com o desenvolvimento de novas estruturas e tendo em vista que a pesquisa de riscos utilizada para o propósito deste trabalho se limitou a opinião de 5 especialistas, fica a sugestão de continuidade deste trabalho a partir da extensão da pesquisa realizada, com o objetivo de cercar todos os riscos que envolvem a liquidação de um imóvel, bem como atualizar a condição de risco, uma vez que devem sofrer alterações.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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. 2009. 217p. Tese (Doutorado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

CÉSAR, Marcos Souza. Interpretação de ciclos imobiliários em edifícios comerciais de padrão corporativo. Aplicação na cidade de São Paulo durante o período de 1994 a 2004. 2007. 146p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

LACAZ MARTINS, Ricardo. Tributação da Renda Imobiliária. 2009. 303p. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

LAIA, Amaro Naves. Avaliação de imóveis pelo método de cap rate ou yield. 2007. 6p. Publicação no Confidencial Imobiliário.

MONETTI, Eliane. Análise de Riscos do Investimento em Shopping Centers. 1996. 102p. Tese (Doutorado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1996.

NAVARRO, Silvana Sugano. Planejamento de empreendimentos imobiliários: gestão de risco orientada a gestão de prazo com ênfase na identificação de alertas antecipados. 2007. 264p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

NOBRE, Eduardo. Reestruturação Econômica e Território: expansão recente do terciário na marginal do Rio Pinheiros, 2000. 313p. Tese (Doutorado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

ODA, André L., SECURATO, José R. Avaliação de Desempenho de fundos de investimento: O Guia de fundos da Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1998.

PASCALE, Andrea. Atributos que configuram qualidade às localizações residenciais: uma matriz para clientes de mercado na cidade de São Paulo. 2005. 133p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

ROCHA, Renê Marcelo. Gerenciamento dos riscos: uma abordagem de processos e práticas para aplicação junto às empreiteiras de obras públicas de infra-estrutura urbana no município de São Paulo. 2005. 236p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

ROCHA LIMA JR, João. Fundos Imobiliários – Valor do Portfolio. 1994. 60p. Boletim Técnico da Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

ROCHA LIMA JR, João. Fundos de Investimento Imobiliário, com Portfolio de Base Imobiliária: Notas sobre a Depreciação do Ativo. 1997. 37p. Boletim Técnico da Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1997.

ROCHA LIMA JR, João e GREGÓRIO, Carolina. Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil. 2006. 9p. Carta para VI Seminário Internacional da LARES. São Paulo, 2006.

ROCHA LIMA JR, João. Notas sobre Valuation de Empresas e Empreendimentos: *The Dark Side of Valuation*. 2006. 10p. Carta do NRE-POLI. São Paulo, 2006.

ROCHA LIMA JR, João. Arbitragem de valor de hotéis. 2000. 59p. Boletim Técnico da Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

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. São Paulo, 2004.

VERONEZI, Ana Beatriz Poli. Sistema de certificação da qualidade de edifícios de escritórios no Brasil, 2004. 146 p. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

WRIGHT, James Terence Coulter e GIOVINAZZO, Renata Alves. Delphi – Uma ferramenta de apoio ao planejamento prospectivo. 2000. 12p. Artigo. São Paulo, 2000

_____ A guide to the Project management body of knowledge (PMBOK). 3 ed. Pennsylvania: Project Management Institute, 2004.

_____ Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 472, de 31 de outubro 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 455, de 13 de junho de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/inst472.doc>>

_____ Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforço restrito e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476.pdf>>

_____ Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto 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/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst409.htm>>

_____ Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 400, de 29 de dezembro 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 CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>

_____ Prospecto de distribuição pública de Quotas da quarta emissão do Fundo de Investimento Imobiliário CSHG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário - FII. São Paulo, 2008. 136p. Disponível em: <<https://www.cshg.com.br/site/publico/imob/imob1.seam>>

_____ Prospecto de oferta pública de distribuição de Cotas do Fundo de Investimento Imobiliário CSHG JHSF Prime Offices - Fundo de Investimento Imobiliário - FII. São Paulo, 2010. 222p. Disponível em: <<https://www.cshg.com.br/site/publico/imob/imob9.seam>>

ANEXOS

Anexo I – Tabela de custo de Taxa de Fiscalização da CVM - Taxa estabelecida em função do tipo e valor do registro

Tipos de Registro de Oferta Pública	Alíquota
Distribuição de Opções não Padronizadas - "Warrants".	0,05 %
Distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários.	0,05 %
Programa de BDR	
-Nível I	Isento
-Nível II	0,10 %
-Nível III	0,20 %
Distribuição de Certificados de Investimento em Obras Audiovisuais	0,10 %
Distribuição de Notas Promissórias Comerciais	0,10 %
Distribuição de Bônus de Subscrição	0,16 %
Distribuição de Certificados a Termo de Energia Elétrica.	0,10 %
Distribuição de Ações	0,30 %
Distribuição de Debêntures	0,30 %
Distribuição de Quotas de Fundos de Investimento Imobiliário	0,30 %
Distribuição Secundária de Valores Mobiliários	0,64 %
Ofertas Públicas de Aquisição ou permuta de ações e de Distribuição de quaisquer outros Valores Mobiliários*	0,64 %
Operação de registro de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio e de Certificados de Recebíveis Imobiliários	0,05 %

* A alíquota de 0,64% se aplica às OPA e às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tais como:

- [i] as de certificados de depósito de valores mobiliários;
- [ii] as de cédulas de debêntures;
- [iii] as de quotas de fundos de investimento fechados, tais como, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional e outros fundos fechados;
- [iv] as de Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPAC; e
- [v] as de quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo.

Anexo II – Tabela de custos do Cartório de Títulos e Documentos

TITULOS E DOCUMENTOS					jan/10
Item	Discriminação			Total	
1	Valores Básicos - Reais			Total	
Registro ou averbação integral de contratos, título ou documento com conteúdo financeiro:					
a)	Até			R\$ 986,00	R\$ 54,92
b)	acima de	R\$ 986,01	a	R\$ 2.462,00	R\$ 79,54
c)	acima de	R\$ 2.462,01	a	R\$ 4.104,00	R\$ 112,38
d)	acima de	R\$ 4.104,01	a	R\$ 8.210,00	R\$165,75
e)	acima de	R\$ 8.210,01	a	R\$ 12.314,00	R\$251,96
f)	acima de	R\$ 12.314,01	a	R\$ 16.420,00	R\$334,06
g)	acima de	R\$ 16.420,01	a	R\$ 24.630,00	R\$416,16
h)	acima de	R\$ 24.630,01	a	R\$ 32.840,00	R\$465,42
i)	acima de	R\$ 32.840,01	a	R\$ 41.050,00	R\$498,26
j)	acima de	R\$ 41.050,01	a	R\$ 49.260,00	R\$531,10
k)	acima de	R\$ 49.260,01	a	R\$ 82.100,00	R\$613,20
l)	acima de	R\$ 82.100,01	a	R\$ 114.940,00	R\$760,98
m)	acima de	R\$ 114.940,01	a	R\$ 151.064,00	R\$908,76
n)	acima de	R\$ 151.064,01	a	R\$ 164.200,00	R\$909,26
o)	acima de	R\$ 164.200,01	a	R\$ 835.198,00	R\$911,23
p)	acima de	R\$ 835.198,01	a	R\$ 1.252.797,00	R\$1.128,17
q)	acima de	R\$ 1.252.797,01	a	R\$ 1.670.396,00	R\$1.350,33
r)	acima de	R\$ 1.670.396,01	a	R\$ 4.175.990,00	R\$1.732,18
s)	acima de	R\$ 4.175.990,01	a	R\$ 8.351.980,00	R\$2.239,98
t)	acima de	R\$ 8.351.980,01	a	R\$ 12.527.970,00	R\$3.001,68
u)	acima de	R\$ 12.527.970,01	a	R\$ 16.703.960,00	R\$4.017,28
v)	acima de	R\$ 16.703.960,01	a	R\$ 25.055.940,00	R\$ 5.286,78
w)	acima de	R\$ 25.055.940,01	a	R\$ 33.407.920,00	R\$6.810,19
x)	acima de	R\$ 33.407.920,01	a	R\$ 50.111.880,00	R\$8.587,49
y)	acima de	R\$ 50.111.880,01			R\$ 10.618,69

1. Registro com valor declarado		DISCRIMINAÇÃO R\$)		OFICIAL	ESTADO	CARTEIRA	REG CIVIL	T JUSTIÇA	TOTAL
a	De	até							
b	986,01	até	989,00	66,70	18,98	14,04	3,51	3,51	106,72
c	2.462,01	até	2.462,00	107,03	30,43	22,53	5,63	5,63	171,25
d	4.104,01	até	4.104,00	192,01	54,57	40,42	10,11	10,11	307,22
e	8.210,01	até	8.210,00	384,89	80,98	59,98	14,99	14,99	456,83
f	16.420,01	até	16.420,00	769,77	161,96	119,96	29,98	29,98	913,66
g	32.840,01	até	32.840,00	1.539,54	323,92	239,92	59,96	59,96	1.828,32
h	65.680,01	até	65.680,00	3.079,08	647,84	479,84	119,92	119,92	3.676,64
i	131.360,01	até	131.360,00	6.158,16	1.295,68	959,68	239,84	239,84	7.353,28
j	262.720,01	até	262.720,00	12.316,32	2.591,36	1.919,36	479,68	479,68	14.706,56
k	525.440,01	até	525.440,00	24.632,64	5.182,72	3.838,72	959,36	959,36	29.414,12
l	1.050.880,01	até	1.050.880,00	49.265,28	10.365,44	7.677,44	1.918,72	1.918,72	58.827,24
m	2.101.760,01	até	2.101.760,00	98.530,56	20.730,88	15.354,88	3.837,44	3.837,44	117.655,68
n	4.203.520,01	até	4.203.520,00	197.061,12	41.461,76	30.709,76	7.674,88	7.674,88	235.317,28
o	8.407.040,01	até	8.407.040,00	394.122,24	82.923,52	61.419,52	15.349,76	15.349,76	465.821,76
p	16.814.080,01	até	16.814.080,00	788.244,48	165.847,04	122.839,04	30.699,52	30.699,52	937.630,56
q	33.628.160,01	até	33.628.160,00	1.576.488,96	331.694,08	245.678,08	61.399,04	61.399,04	1.874.677,12
r	67.256.320,01	até	67.256.320,00	3.152.977,92	663.388,16	491.356,16	122.798,08	122.798,08	3.746.354,24
s	134.512.640,01	até	134.512.640,00	6.305.955,84	1.326.776,32	982.712,32	245.596,16	245.596,16	7.490.700,48
t	269.025.280,01	até	269.025.280,00	12.611.911,68	2.653.552,64	1.965.424,64	491.192,32	491.192,32	14.981.400,96
u	538.050.560,01	até	538.050.560,00	25.223.823,36	5.307.105,28	3.930.849,28	982.384,64	982.384,64	29.964.805,92
v	1.076.101.120,01	até	1.076.101.120,00	50.447.646,72	10.614.210,56	7.861.698,56	1.964.769,28	1.964.769,28	59.938.615,84
w	2.152.202.240,01	até	2.152.202.240,00	100.895.293,44	21.228.421,12	15.723.397,12	3.929.538,56	3.929.538,56	119.878.230,24
x	4.304.404.480,01	até	4.304.404.480,00	201.790.586,88	42.456.842,24	31.446.794,24	7.859.077,12	7.859.077,12	239.756.460,48
y	8.608.808.960,01	até	8.608.808.960,00	403.581.173,76	84.913.684,48	62.893.588,48	15.718.154,24	15.718.154,24	479.511.981,92
z	17.217.617.920,01	até	17.217.617.920,00	807.162.347,52	169.827.368,96	125.787.176,96	31.436.308,48	31.436.308,48	968.023.141,92
z1	34.435.235.840,01	até	34.435.235.840,00	1.614.324.695,04	339.654.737,92	251.574.353,92	62.872.616,96	62.872.616,96	1.933.926.285,84
z2	68.870.471.680,01	até	68.870.471.680,00	3.228.649.390,08	679.309.475,84	503.148.707,84	125.745.233,92	125.745.233,92	3.867.852.570,72
z3	137.740.943.360,01	até	137.740.943.360,00	6.457.298.780,16	1.358.618.951,68	1.006.297.415,68	251.490.467,84	251.490.467,84	7.733.707.141,44
z4	275.481.886.720,01	até	275.481.886.720,00	12.914.597.560,32	2.717.237.903,36	2.012.594.831,36	502.980.935,68	502.980.935,68	15.467.416.280,88
z5	550.963.773.440,01	até	550.963.773.440,00	25.829.195.120,64	5.434.475.806,72	4.025.189.662,72	1.005.961.871,36	1.005.961.871,36	30.935.232.560,72
z6	1.101.927.546.880,01	até	1.101.927.546.880,00	51.658.390.241,28	10.868.951.613,44	8.050.379.325,44	2.011.923.742,72	2.011.923.742,72	62.539.675.120,16
z7	2.203.855.093.760,01	até	2.203.855.093.760,00	103.316.780.482,56	21.737.903.226,88	16.100.758.650,88	4.023.847.485,44	4.023.847.485,44	125.079.341.230,72
z8	4.407.710.187.520,01	até	4.407.710.187.520,00	206.633.560.965,12	43.475.806.453,76	32.201.517.301,76	8.047.694.970,88	8.047.694.970,88	250.157.660.460,48
z9	8.815.420.375.040,01	até	8.815.420.375.040,00	413.267.121.930,24	86.951.612.907,52	64.403.034.603,52	16.095.389.941,76	16.095.389.941,76	500.314.040.920,96
z10	17.630.840.750,01	até	17.630.840.750,00	826.534.243.860,48	173.903.225.815,04	128.806.069.207,04	32.190.779.943,52	32.190.779.943,52	254.223.239.712,08
z11	35.261.681.500,01	até	35.261.681.500,00	1.653.068.487.720,96	347.806.451.630,08	257.612.138.414,08	64.381.559.887,04	64.381.559.887,04	502.449.599.554,16

z12	27.914.000,01	até	31.198.000,00	28.597,39	8.127,68	6.020,50	1.505,13	1.505,13	45.755,83
z13	31.198.000,01	até	34.482.000,00	31.717,19	9.014,38	6.877,30	1.669,33	1.669,33	50.747,51
z14	34.482.000,01	até	37.766.000,00	34.836,99	9.901,04	7.334,10	1.833,53	1.833,53	55.739,19
z15	37.766.000,01	até	41.050.000,00	37.956,79	10.787,72	7.990,90	1.997,73	1.997,73	60.730,87
z16	41.050.000,01	até	44.334.000,00	41.076,59	11.674,40	8.647,70	2.161,93	2.161,93	65.722,55
z17	44.334.000,01	até	47.618.000,00	44.196,39	12.561,08	9.304,50	2.326,13	2.326,13	70.714,23
z18	47.618.000,01	até	50.902.000,00	47.316,19	13.447,76	9.991,30	2.490,33	2.490,33	75.705,91
z19	50.902.000,01	até	54.186.000,00	50.435,99	14.334,44	10.618,10	2.654,53	2.654,53	80.697,59
z20	54.186.000,01	até	57.470.000,00	53.556,79	15.221,12	11.274,90	2.818,73	2.818,73	85.689,27
z21	57.470.000,01	até	60.754.000,00	56.676,59	16.107,90	11.931,70	2.982,93	2.982,93	90.680,95
z22			Acima de 60.754.000,00	59.977,12	17.046,13	12.626,76	3.156,69	3.156,69	95.963,39

1.1 - Revogado pela Lei 13.290/2008

Tabela de Emolumentos dos Offícios de Registro de Imóveis 2010 - Lei Est. 11.331/02, alterada pela Lei Est. 13.290/08

2. Averbação com valor declarado		DISCRIMINAÇÃO R\$)									
		De	até	OFICIAL	ESTADO	CARTEIRA	REG CIVIL	T JUSTIÇA	TOTAL		
a				23,70	6,74	4,99	1,25	1,25	37,93		
b	986,01	até	2.462,00	35,71	10,15	7,52	1,88	1,88	57,14		
c	2.462,01	até	4.104,00	61,06	17,36	12,86	3,21	3,21	97,70		
d	4.104,01	até	5.210,00	99,44	28,27	20,94	5,23	5,23	159,11		
e	5.210,01	até	16.420,00	126,84	36,05	26,70	6,88	6,88	202,95		
f	16.420,01	até	49.260,00	132,49	37,67	27,89	6,97	6,97	211,99		
g	49.260,01	até	82.100,00	147,58	41,94	31,07	7,77	7,77	236,13		
h	82.100,01	até	98.520,00	162,66	46,23	34,24	8,56	8,56	260,25		
i	98.520,01	até	114.940,00	170,26	48,39	35,84	8,96	8,96	272,41		
j	114.940,01	até	131.360,00	177,74	50,53	37,42	9,35	9,35	284,39		
k	131.360,01	até	147.780,00	185,34	52,69	39,02	9,75	9,75	296,55		
l	147.780,01	até	164.200,00	192,95	54,81	40,60	10,15	10,15	308,56		
m	164.200,01	até	328.400,00	234,29	66,60	49,32	12,33	12,33	374,87		
n	328.400,01	até	492.600,00	309,73	86,03	65,21	16,30	16,30	495,57		
o	492.600,01	até	656.800,00	385,16	109,47	81,09	20,27	20,27	616,26		
p	656.800,01	até	821.000,00	460,58	130,91	96,98	24,24	24,24	736,93		
q	821.000,01	até	985.200,00	498,58	141,99	105,17	26,29	26,29	799,32		
r	985.200,01	até	1.642.000,00	694,56	197,40	146,22	36,56	36,56	1.111,30		
s	1.642.000,01	até	2.463.000,00	1.045,54	297,16	220,11	55,03	55,03	1.672,87		
t	2.463.000,01	até	3.284.000,00	1.435,52	408,00	302,21	75,55	75,55	2.296,83		
u	3.284.000,01	até	4.105.000,00	1.825,49	518,83	384,31	96,08	96,08	2.920,79		
v	4.105.000,01	até	4.926.000,00	2.215,47	629,67	466,41	116,60	116,60	3.544,75		

w	4.926.000,01	até	5.747.000,00	2.605,44	740,50	548,51	137,13	137,13	4.168,71
x	5.747.000,01	até	6.568.000,00	2.995,42	851,34	630,61	157,65	157,65	4.792,67
y	6.568.000,01	até	7.389.000,00	3.385,39	962,17	712,71	178,18	178,18	5.416,53
z	7.389.000,01	até	8.210.000,00	3.775,37	1.073,01	794,81	198,70	198,70	6.040,59
z1	8.210.000,01	até	9.032.000,00	4.160,33	1.239,28	917,96	229,49	229,49	6.976,53
z2	9.032.000,01	até	11.484.000,00	5.140,28	1.460,93	1.082,16	270,54	270,54	8.224,45
z3	11.484.000,01	até	13.136.000,00	5.920,23	1.682,60	1.246,38	311,59	311,59	9.472,37
z4	13.136.000,01	até	14.778.000,00	6.700,18	1.904,27	1.410,56	352,64	352,64	10.720,29
z5	14.778.000,01	até	16.420.000,00	7.480,13	2.125,94	1.574,76	393,69	393,69	11.968,21
z6	16.420.000,01	até	18.062.000,00	8.260,05	2.458,44	1.821,08	455,27	455,27	13.216,13
z7	18.062.000,01	até	19.704.000,00	9.040,01	2.680,11	1.985,27	496,32	496,32	14.464,05
z8	19.704.000,01	até	21.346.000,00	10.209,96	2.901,78	2.149,47	537,37	537,37	15.711,97
z9	21.346.000,01	até	22.988.000,00	10.989,91	3.123,45	2.313,67	578,42	578,42	16.959,89
z10	22.988.000,01	até	24.630.000,00	11.769,86	3.345,12	2.477,87	619,47	619,47	18.207,81
z11	24.630.000,01	até	27.914.000,00	12.549,80	3.566,79	2.642,06	660,52	660,52	19.455,73
z12	27.914.000,01	até	31.198.000,00	14.109,70	4.010,13	2.970,46	742,62	742,62	20.703,65
z13	31.198.000,01	até	34.482.000,00	15.669,60	4.453,47	3.298,86	824,72	824,72	21.951,57
z14	34.482.000,01	até	37.766.000,00	17.229,50	4.896,81	3.627,26	906,82	906,82	23.199,49
z15	37.766.000,01	até	41.050.000,00	18.789,40	5.340,15	3.955,66	988,92	988,92	24.447,41
z16	41.050.000,01	até	44.334.000,00	19.569,35	5.581,82	4.119,88	1.029,97	1.029,97	25.695,33
z17	44.334.000,01	até	47.618.000,00	20.349,30	5.783,49	4.284,06	1.071,02	1.071,02	26.943,25
z18	47.618.000,01	até	50.902.000,00	21.129,25	6.005,16	4.448,26	1.112,07	1.112,07	28.191,17
z19	50.902.000,01	até	54.186.000,00	21.909,20	6.226,83	4.612,46	1.153,12	1.153,12	29.439,09
z20	54.186.000,01	até	57.470.000,00	22.689,15	6.448,50	4.776,66	1.194,17	1.194,17	30.686,99
z21	57.470.000,01	até	60.754.000,00	23.469,10	6.670,17	4.940,86	1.235,22	1.235,22	31.934,91
z22			Acima de 60.754.000,00	24.275,95	6.899,48	5.110,71	1.277,88	1.277,88	33.182,83

As averbações de cancelamento de hipoteca cedular rural ou penhor oedular rural serão cobradas com desconto de 80% (oitenta por cento) dos valores fixados no item 2 da Tabela II dos Offícios de Registro de Imóveis. (Termo de acordo de redução de emolumentos publicado no Diário Oficial do Estado de São Paulo de 20 de fevereiro de 2003).

Anexo IV - TABELA "A" (Leis nº 7.940/89 e nº 11.076/04)

Taxa trimestral de acordo com o patrimônio líquido do contribuinte.

Faixa	Contribuinte	Patrimônio Líquido em R\$	Taxa em R\$
1	Companhias abertas	Até 8.287.000,00	1.243,05
		De 8.287.000,01 a 41.435.000,00	2.486,10
		Acima de 41.435.000,00	3.314,80
2	Sociedades beneficiárias de incentivos fiscais	Até 828.700,00	580,09
		De 828.700,01 a 2.486.100,00	1.077,31
		Acima de 2.486.100,00	1.657,40
3	Corretoras; Bancos de investimento; Bolsas de valores e de futuros; Distribuidoras; e Bancos múltiplos com carteira de investimento	Até 414.350,00	828,70
		De 414.350,01 a 1.243.050,00	2.486,10
		Acima de 1.243.050,00	3.314,80
4	Carteiras de títulos e valores mobiliários - capital estrangeiro (Investidor não residente)	Acima de 4.143.500,00	7.872,65
5	Fundos de Investimento*	Até 2.500.000,00	600,00
		De 2.500.000,01 a 5.000.000,00	900,00
		De 5.000.000,01 a 10.000.000,00	1.350,00
		De 10.000.000,01 a 20.000.000,00	1.800,00
		De 20.000.000,01 a 40.000.000,00	2.400,00
		De 40.000.000,01 a 80.000.000,00	3.840,00

		De 80.000.000,01 a 160.000.000,00	5.760,00
		De 160.000.000,01 a 320.000.000,00	7.680,00
		De 320.000.000,01 a 640.000.000,00	9.600,00
		Acima de 640.000.000,01	10.800,00
6	Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento*	Até 2.500.000,00	300,00
		De 2.500.000,01 a 5.000.000,00	450,00
		De 5.000.000,01 a 10.000.000,00	675,00
		De 10.000.000,01 a 20.000.000,00	900,00
		De 20.000.000,01 a 40.000.000,00	1.200,00
		De 40.000.000,01 a 80.000.000,00	1.920,00
		De 80.000.000,01 a 160.000.000,00	2.880,00
		De 160.000.000,01 a 320.000.000,00	3.840,00
		De 320.000.000,01 a 640.000.000,00	4.800,00
		Acima de 640.000.000,01	5.400,00