

WILSON SABURO HONDA

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO COM PORTFOLIO DE BASE
IMOBILIÁRIA LASTREADO EM IMÓVEIS DESTINADOS PARA LOGÍSTICA
DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS:
CARACTERÍSTICAS, DESEMPENHO E FATORES DE RISCO

Monografia apresentada à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do Título de MBA em
Gerenciamento de Empresas e
Empreendimentos na Construção Civil
com Ênfase em Real Estate

MBA/RE
H755f



Escola Politécnica - EPBC



31200061725

[14992302]

MBA/RE
147556

WILSON SABURO HONDA

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO COM PORTFOLIO DE BASE
IMOBILIÁRIA LASTREADO EM IMÓVEIS DESTINADOS PARA LOGÍSTICA
DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS:
CARACTERÍSTICAS, DESEMPENHO E FATORES DE RISCO**

Monografia apresentada à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do Título de MBA em
Gerenciamento de Empresas e
Empreendimentos na Construção Civil
com Ênfase em Real Estate

São Paulo
2003

FICHA CATALOGRÁFICA

Honda, Wilson Saburo

Fundo de investimento imobiliário com portfolio de base imobiliária lastreado em imóveis destinados para logística de distribuição de produtos / W.S. Honda. -- São Paulo, 2003.

60 p.

Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Programa de Educação Continuada em Engenharia.

1.Investimento imobiliário 2.Logística (Administração de materiais)
3.Fatores de risco I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.
Programa de Educação Continuada em Engenharia II.t.

**Dedico este trabalho aos meus pais e irmãos,
grandes incentivadores deste trabalho.**

AGRADECIMENTOS

Meus agradecimentos ao Prof. André Nunes, ao consultor de investimentos imobiliários Sérgio Belleza Filho, aos amigos da Y. Takaoka Empreendimentos S.A., em especial ao Marcelo Vespoli Takaoka e Fernando Bontorim Amato, pelas orientações e recomendações, também ao Silas Massayuki Fujissaka, e finalmente aos eternos companheiros Mauro Soares de Moraes e Eliana Mitie Hiramuki.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo discutir as principais características, desempenho e fatores de riscos dos Fundos de Investimento Imobiliário com portfolio de base imobiliária lastreado em imóveis destinados para logística de distribuição de produtos. Serão abordadas as tipologias, os fatores de riscos e o valor da emissão das quotas que envolvem este tipo de operação. O estudo de caso é baseado no Fundo de Investimento Imobiliário Europar, que tem portfolio de base imobiliária, composto por imóveis destinados para logística de distribuição de produtos. O Europar está constituído por sete imóveis em localidades diversas destinados à locação. A política de gestão do Europar contempla a possibilidade de realizar futuras emissões de quotas para novas captações de recursos, a partir de uma reserva de capital existente, visando a aquisição de outros empreendimentos de base imobiliária, ampliando seu portfolio com intuito de buscar a melhor configuração para reduzir os riscos.

ABSTRACT

This paper has objective to discuss the main characteristics, acting and factors of risks of the Fundo de Investimento Imobiliário with portfolio of real estate destined for logistics of distribution of products. Will be approached the typologies, the factors of risks and issue of the shares value that involve this operation type. The case study is based on the Fundo de Investimento Imobiliário Europar, with portfolio of real estate, destined for logistics of distribution of products. Europar was constituted by seven properties, in several sites, for rent. The politics of administration of Europar contemplates the possibility to accomplish future issues of shares for new receptions of resources seeking to the acquisition of another enterprises of real estate, enlarging portfolio with the intention of looking for the best configuration to reduce the risks.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	i
RESUMO	ii
ABSTRACT	iii
SUMÁRIO	iv
LISTA DE FIGURAS	i
LISTA DE TABELAS	ii
LISTA DE GRÁFICOS	iii
1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Investimento no Mercado Imobiliário.....	1
1.2 Securitização	3
1.3 Mercado Norte-Americano	6
1.4 Objetivo do Trabalho	13
2 IMÓVEIS DESTINADOS PARA LOGÍSTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS.....	14
2.1 Características	14
3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	19
3.1 Características	19
3.1.1 Tipologia dos Fundos Imobiliários	22
3.1.2 Valor da Emissão das Quotas.....	23
3.2 Desempenho dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	24
3.2.1 Taxa de Ocupação	24
3.2.2 Liquidez.....	25

3.3	Fatores de Riscos	29
3.3.1	Riscos na Formatação	29
3.3.2	Riscos na Implantação.....	30
3.3.3	Riscos na Operação	30
3.3.3.1	Desvios das variáveis da economia.....	30
3.3.3.2	Quebra de mercado	31
3.3.3.3	Quebra de desempenho	31
3.4	Diferenças entre o mercado norte americano e o brasileiro.....	32
4	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR	34
4.1	Características	34
4.1.1	Imóveis destinados à logística de distribuição de produtos	34
4.1.2	Tipologia	39
4.1.3	Valor da Emissão das Quotas.....	39
4.2	Desempenho do EUROPAR	40
4.2.1	Taxa de ocupação.....	40
4.2.2	Liquidez.....	40
4.3	Fatores de Risco	46
4.3.1	Riscos na Formatação	46
4.3.2	Riscos na Implantação.....	46
4.3.3	Riscos na Operação	47
4.3.3.1	Desvio de Variáveis da Economia	47
4.3.3.2	Quebra de Mercado	47
4.3.3.3	Quebra de Desempenho	48
5	CONCLUSÕES	49
	LISTA DE REFERÊNCIAS	56
	APÊNDICE A – FONTE DE DADOS	60

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Evolução do Investimento em Imóveis.....	3
Figura 2 Cadeia de Abastecimento de Insumo no Varejo.....	14
Figura 3 Ciclos do Empreendimento de Base Imobiliária	16
Figura 4 - Valor de um Empreendimento de Base Imobiliária	23
Figura 5 Localização CD RIO.....	36
Figura 6 Rodoanel Mário Covas	38
Figura 7 Localização CDA.....	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 O ambiente de securitização e seus principais vetores.....	5
Tabela 2 Tipologia dos <i>REIT</i>	11
Tabela 3 Participação do tipo de imóvel aplicado em <i>REIT</i>	12
Tabela 4 Tipologia dos Fundos de Investimento Imobiliário	22
Tabela 5 Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom	26
Tabela 6 Variação dos Indicadores Econômicos	28
Tabela 7 Portfolios Flexíveis e Rígidos	33
Tabela 8 Portfolio EUROPAR, dezembro 2003	35
Tabela 9 Características dos Imóveis do EUROPAR	35
Tabela 10 Emissão das Quotas do EUROPAR.....	39
Tabela 11 Quadro de áreas dos imóveis EUROPAR.....	41
Tabela 12 Valores dos contratos de locação em março 2002	41
Tabela 13 Quadro comparativo de geração de receita por m ² , em dezembro 2003...	43
Tabela 14 Volume de Negócios	44
Tabela 15 Rentabilidade Europar.....	45
Tabela 16 Pesquisa Mercadológica.....	46

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom	27
Gráfico 2 Custo de locação de galpões na região da Rodovia Anhanguera e Rodovia Castelo Branco	42
Gráfico 3 Preço médio da quota x Volume de negócios.....	44
Gráfico 4 Variação dos Indicadores Econômicos X EUROPAR	49

1 INTRODUÇÃO

1.1 Investimento no Mercado Imobiliário

Segundo Rocha Lima Jr (1997b, 6p) “os dois principais grandes segmentos do mercado imobiliário levam à formatação de mecanismos diferentes para modelar os meios de participação nos negócios:

- i. EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS são considerados negócios cujo objetivo seja produzir para comercializar um determinado produto, de forma que os capitais de investimento vão se imobilizando, ao passo em que se produz a implantação e recebem retorno resultado da comercialização, extinguindo-se a figura do empreendimento quando se recebe a última parcela do preço e o produto já está entregue ao mercado;
- ii. EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA são considerados os negócios em que a estratégia envolve implantar uma determinada edificação para explorá-la, produzindo-se, ai, o retorno dos investimentos na implantação”.

O presente trabalho focará o EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA, o qual Rocha Lima Jr (1997b) classifica-o segundo sua exploração:

- i. Direta – São as locações e arrendamentos por preços fixados, como um edifício de escritórios, ou um galpão industrial;
- ii. Indireta – É quando se recebe as receitas de locação e arrendamento, com vínculo no desempenho da atividade que terceiros exercem na edificação. Por exemplo, no *Shopping-Center* quando parte da receita de locação está baseada numa taxa aplicada sobre a receita de vendas dos lojistas; num contrato de arrendamento de um hotel, ou hospital, quando o custo do arrendamento é fixado a partir de uma taxa aplicada sobre a receita operacional, ou sobre o resultado operacional;
- iii. Sistema Empreendedor – É quando os retornos se dão pela exploração de

uma certa atividade na edificação do próprio empreendedor.

Investir em EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA confere segurança devido ao fluxo de renda gerada pelo empreendimento possuir certa estabilidade e não ocorrer flutuações abruptas no valor do LASTRO. No entanto, os EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA possuem RIGIDEZ, pois a LIQUIDEZ¹ dos imóveis é incerta e são pouco flexíveis na composição do portfolio de investimento.

Devido sua RIGIDEZ e por conferir rendas conservadoras, que o investidor reconhece, os investimentos neste tipo de empreendimento são reduzidos se comparados com outras aplicações financeiras, como por exemplo, o investimento de renda fixa dos títulos da dívida pública brasileira.

Aliado ao baixo interesse de investidores, com a redução do volume de financiamento disponível e seu elevado custo, devido a taxas de juros praticadas, o mercado imobiliário passou a reorganizar as estratégias para desenvolvimento de novos empreendimentos.

Solucionar o problema da escassa disposição de recursos financeiros passou a ser uma necessidade para desenvolver novos empreendimentos. Uma das alternativas para compor o FUNDING² é através da securitização dos empreendimentos.

Além de ser uma alternativa para captação de recursos financeiros para desenvolver EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA, o ambiente de securitização é uma opção para os investidores, que destacam uma fração de seus investimentos a aplicações de cunho conservador, reconhecida pelos mesmos, porém apresentando melhor LIQUIDEZ se comparados aos investimentos imobiliários, pois possibilita ao investidor vender a exata fração dos investimentos, enquanto que um imóvel, devido a sua RIGIDEZ a solução seria vendê-lo integralmente ou em fração não ideal a sua necessidade.

¹ LIQUIDEZ é a facilidade com que um bem ou título pode ser convertido em moeda corrente.

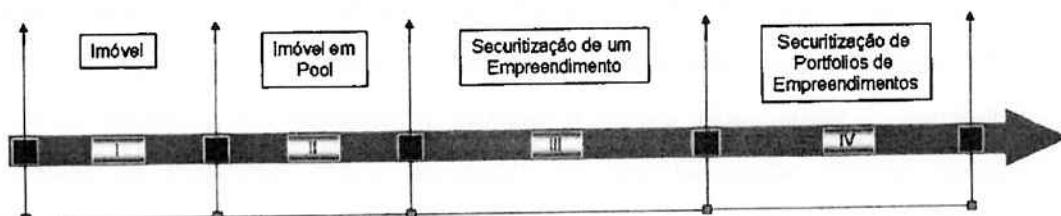
² FUNDING é como está estruturada a equação de fundos de um empreendimento.

1.2 Securitização

A evolução do investimento no mercado imobiliário pode ser destacada em quatro fases, segundo Rocha Lima Jr (2003):

- i. Investimento em imóvel é aplicação de recursos financeiros na gestão unitária de pequenos imóveis, destinados, em sua maioria, a locação habitacional;
- ii. Investimento em imóvel em sistema de *pool*³ é a aplicação de recursos financeiros na gestão em *pool* de pequenos imóveis destinados, em sua maioria, a *flats* e escritórios;
- iii. Investimento em securitização de um empreendimento é a aplicação de recursos na gestão unitária de investimento pulverizado via securitização, em geral, são grandes empreendimentos destinados a escritórios, hotéis, *shoppings* e galpões;
- iv. Investimento em securitização de portfolios de empreendimentos é a gestão flexibilidade total de reorganização do portfolio investimento pulverizado via securitização, em geral, são grandes empreendimentos escritórios, *shoppings* e galpões.

Figura 1 Evolução do Investimento em Imóveis



Fonte: Rocha Lima Jr (2003)

O investimento em imóvel de pequeno porte, como por exemplo uma residência destinada à locação, confere pouca segurança do investimento, pois, embora não haja

³ Pool é o conjunto de pessoas ou entidades que unem esforços ou recursos para alcançar um objetivo comum.

flutuações abruptas no valor do LASTRO, ficando aparentemente protegido das flutuações das variáveis da economia, na eventual saída de um inquilino poderá ocorrer a quebra da qualidade de renda gerada pelo empreendimento, além de possuir RIGIDEZ devido à incerteza na LIQUIDEZ. Outro fator desfavorável neste tipo de investimento é a eventual disputa judicial entre o locatário e o inquilino, no caso deste último não cumprir com suas obrigações financeiras legais. Vale lembrar que as relações contratuais entre as Partes são regidas principalmente pela Lei do Inquilinato, que nem sempre protege o investidor de eventuais perdas financeiras.

Investir em imóvel em sistema de *pool*, como por exemplo um apartamento *flat*, confere melhor segurança do investimento se comparada com o investimento direto em imóvel, pois fica aparentemente protegido das flutuações das variáveis da economia por possuir LASTRO imobiliário e de não ser regida pela Lei do Inquilinato. No entanto, a vacância do imóvel pode levar a quebra da qualidade de renda gerada pelo empreendimento.

Para Rocha Lima Jr (1999) os vetores responsáveis pela segurança do investimento imobiliário são a inserção de mercado e a qualidade da operação, admitindo-se que a qualidade intrínseca na implantação do imóvel seja capaz de dar sustentação a uma operação eficaz.

O ambiente de securitização é a maneira avançada de investir no mercado imobiliário de grandes empreendimentos, como por exemplo, os *shoppings*, escritórios e galpões. A preocupação quanto à inserção de mercado e à qualidade da operação pode conferir adicionalmente ao investidor maior segurança do investimento imobiliário, se comparada com investimento direto em imóvel e pelo sistema de *pool*.

Para Rocha Lima Jr. (1994a) a securitização é um procedimento através do qual se associa um determinado ativo, capaz de gerar renda, a um título de investimento que circula no mercado de capitais, ficando o ativo preso a um ambiente próprio.

No Brasil os vetores mais correntes no ambiente da securitização são através:

- i. SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO (SPE) pelo TÍTULO DE INVESTIMENTO EM REAL ESTATE (TIRE);
- ii. O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO pela QUOTA.

Tabela 1 O ambiente de securitização e seus principais vetores

Originador	Ambiente de Securitização	Titulo de Investimento
Proprietário do imóvel pronto e operando Ou Empreendedor que irá implantar o empreendimento	Sociedade de Propósito Exclusivo	TIRE
	Fundo de Investimento Imobiliário	QUOTA

Segundo Rocha Lima Jr (1994a) na securitização via TIRE os investidores são credores da SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO, que é uma sociedade administrada e controlada pelo empreendedor, sem que os investidores, em tese, tenham acesso à sua administração e, por consequência, à do empreendimento, a menos que se faça os TIRE conversíveis em ações, que permitirão aos investidores o acesso à sociedade. No conceito do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, as QUOTAS do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO conferem aos seus investidores a figura de parceiros no empreendimento, que é administrado no ambiente do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, como investimento coletivo, por entidade devidamente autorizada pela COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (CVM) e que é indicada pela assembleia de investidores, como de regra geral, ocorre com os fundos de investimento no Brasil.

Os vetores SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO pela TIRE e o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO pela QUOTA apresentam a maneira mais avançada para captação de recursos financeiros no mercado imobiliário.

Rocha Lima Jr (1999b) informa que, devido à tradição de investimento em EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS e de EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA, que se verifica no mercado brasileiro, discutir o sistema de colocação destes títulos de investimento significa conceber um produto que não disputará com outros, de caráter financeiro, que as instituições financeiras oferecem para seus clientes, mas, ao inverso, pressupõe alargar a base de mercado, para trazer produtos mais avançados de investimento para os recursos que estão mal aplicados no investimento imobiliários tradicionais.

No Brasil, os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO concentram seu portfolio em um único empreendimento, conforme fase 3, da Figura 1, Evolução do Investimento em Imóveis. Porém, já é possível encontrar no mercado brasileiro FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO que é composto por portfolio de empreendimentos, como é o caso do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR.

O investimento em imóveis compostos por portfolios de empreendimentos confere, em tese, melhor segurança, se comparados com as outras três fases apresentadas conforme Figura 1, Evolução do Investimento em Imóveis.

O mercado norte-americano, através do *Real Estate Investment Trust (REIT)*, representa um exemplo do avanço dessa forma de investimento em imóveis, para efeitos comparativos com o mercado brasileiro, que atualmente (dezembro 2003), embora esteja disseminada a securitização através da SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO pela TIRE e do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO pela QUOTA, ainda não despertou o interesse significativo por parte dos investidores.

1.3 Mercado Norte-Americano

O objetivo do *REIT* é aglutinar recursos financeiros de pequenos, médios e grandes investidores para aplicar em um ou mais imóveis em sua maioria com característica de EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA , tais como *shopping centers*, escritórios,

galpões industriais e residências.

Os *REIT* tiveram a concepção de sua origem no início do século XX com objetivo de diferenciar a aplicação em imóveis através, muitas vezes, de algum tipo de benefício fiscal. Segundo Brueggeman; Fisher (1997, p. 661) apud Takaoka (2003, p. 70) “o conceito de *REIT* nos remete aos anos 1880. Nos primeiros anos, esses títulos não eram taxados se o resultado fosse distribuído aos beneficiários. Mas nos anos 1930, a Suprema Corte dos EUA decidiu que todos os veículos de investimentos passivos deveriam ser taxados como empresas.

Ações e investimento em hipotecas também foram afetados pela decisão da Suprema Corte. Prontamente a legislação (em 1936) isentou investimento em companhias especialmente regulamentadas para serem veículos de investimentos passivos, incluindo fundos mútuos de taxação federal. Naquele momento o *Real Estate Trust* não estava organizado para imprimir a mesma consideração, e o título não obteve a importância como uma forma legal para investir em imóveis.

Depois da Segunda Guerra Mundial, devido à necessidade de uma larga soma de investimento em imóveis, e em financiamento de fundos hipotecários, foi renovado o interesse em um uso mais extensivo dos *REIT*, e uma campanha começou a buscar para os *REIT* considerações especiais para os impostos cobrados, semelhante ao modelo de fundos mútuos”.

Assim o *REIT* surgiu nos Estados Unidos na década de 60, por um ato do Congresso, através de uma legislação que objetivou redução de tributos a empresas que dirigissem seus investimentos a empreendimentos comerciais denominados *Commercial Real Estate*.

“Tratava-se de construir um instrumento para aglutinar pequenos potenciais investimentos, objetivando construir portfólios, cuja diversificação de risco nivelasse as oportunidades dos pequenos com as dos grandes investidores em posições imobiliárias destinadas à renda, criando vantagens fiscais para o sistema de gestão do

investimento coletivo" (Rocha Lima Jr, 2001, p.3).

Inicialmente os fundos não atingiram o mercado, porque os empreendedores fizeram aplicações para o seu próprio benefício ou para investidores cativos, limitando a administração e as informações técnicas dos fundos. Desta maneira, originou-se um sistema desordenado de aplicações imobiliárias, objetivando o planejamento tributário. Como característica obrigatória da gestão dos *Trust* era o gerenciamento através de consultores independentes, os empreendedores formavam corporações de consultoria que muitas vezes decidiam sobre as aplicações imobiliárias com evidentes conflitos de interesses.

"A crença que começou imperar, entre os investidores, de que os imóveis do mercado norte-americano só se valorizavam, implicou em meados dos anos 70, o surgimento de empreendimentos que buscavam lucro somente pela venda e não por auferir rendas fixas mensais que a base imobiliária permite. Essa rentabilidade empreendedora foi resultado do alto grau de alavancagem no período, já que 75% do mercado imobiliário estava financiado" (Calado et al., 2001, p. 6).

Rocha Lima Jr (2001) comenta que em 1981 foi alterado o sistema tributário norte-americano criando vantagens para os *Real Estate Tax Shellers*, que podiam conduzir até limites de economia tributária de 4 dólares para cada dólar investido em *Commercial Real Estate* através destes mecanismos, verificando um desordenado aplicar de recursos no mercado, ainda mais com grande alavancagem pela via dos financiamentos de longo prazo e de custo barato, o que acabou por proporcionar o desastre da queda dos empreendimentos, pela incapacidade de produzir rendas compatíveis com o fluxo de amortização dos financiamentos concedidos.

A mesma alteração da legislação em 1986 flexibilizou várias disposições para criação e gestão dos *REIT*, sendo que uma importante medida foi permitir que cada corporação constituísse sistemas próprios de gestão, não mais sendo obrigadas a se valer da administração através de consultores independentes.

O panorama mudou a partir da crise imobiliária americana, denominada *Saving and Loans* (companhias e bancos de crédito imobiliário), no início da década de 90, em que a falta de liquidez no mercado imobiliário gerou a queda do valor das propriedades, alterando o mercado e obrigando modificações de estruturas e mentalidades.

Branco; Monteiro (2003) relata que devido a essa crise de liquidez do mercado internacional e das companhias de crédito houve a fuga de investidores deste tipo de aplicação, além de uma significativa redução dos recursos para financiamento de projetos imobiliários e queda nos preços dos imóveis da ordem de 30% a 50%.

Essa situação levou o governo americano a fundar a *Resolution Trust Corporation (RTC)*, que tinha objetivo de criar lotes de ativos imobiliários de empresas liquidadas e ofertá-los ao mercado. Assim, os investidores aproveitaram as boas condições de preço dos imóveis, oferecidas sob a forma de *REIT*, para adquiri-los.

Outra instituição criada na época foi a *National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT)*, que difundiu o *REIT* contribuindo para a procura deste tipo de aplicação por parte dos investidores em geral.

Para Bonomi; Malvassi (2002) apud Branco; Monteiro (2003), naquele período, os fundos de pensão norte-americanos aumentaram suas aplicações em imóveis de 1% para 6% de seus ativos, mas o resultado foi considerado decepcionante para esse tipo de investimento, levando os administradores a buscar orientação de analistas e consultores independentes, os quais sugeriram a utilização dos *REIT* como uma política clara e adequada de investimento ao nível de risco aceito por esses investidores.

Em janeiro de 94, a *National Association of Insurance Commissioners (NAIC)*, órgão regulador das seguradoras americanas, preocupada com a liquidez das reservas técnicas, penalizou os investimentos diretos, daquelas companhias, em imóveis, privilegiando aqueles realizados através de instrumentos securitizados. Foram

possíveis, por isso, vários lançamentos de *REIT* lastreados em escritórios e hotéis.

Esta procura crescente de *REIT* pelos pequenos, médios e grande investidores foi favorável para profissionalização do mercado, iniciando a competição entre os *REIT*.

Rocha Lima Jr (2001) comenta que começaram a surgir empreendedores líderes do mercado, nas áreas de apartamentos para locação, escritórios e *shopping-centers*, reais incentivadores dos modernos *REIT*, creditando a eles suas marcas de qualidade e passando a gerir capitais de pequenos investidores conjuntamente com os seus, para construir grandes portfolios, cujos critérios de gestão de risco permitiam a esses pequenos capitais o acesso a investimentos conservadores, associados a remunerações vigorosas.

A obtenção de benefícios fiscais pelos *REIT* nos Estados Unidos, entre eles a isenção de imposto de renda, exige os segundos requisitos, de acordo com Investopedia (site) apud (Branco; Monteiro, 2003, p. 266):

- i. Ser estruturado como uma companhia, *trust* ou similar;
- ii. Ser administrado por um *board* de diretores e/ou *trustees*;
- iii. Ter títulos amplamente transferíveis;
- iv. Contar com mais de 100 investidores nos títulos;
- v. Cinco investidores, ou menos, não podem possuir mais do que 50% dos títulos;
- vi. Investir pelo menos 75% em imóveis;
- vii. Distribuir, pelo menos, 90% de seus rendimentos aos investidores;
- viii. Ter pelo menos 75% de sua receita procedente de aluguéis ou empréstimos hipotecários;
- ix. Ter no máximo 20% de seus ativos compostos por ações de empresas tributáveis investidas por *REIT*.

NAREIT apud (Rocha Lima Jr, 2001, p. 4) afirma que:

- i. “Em 85, os *REIT* estavam capitalizados no patamar de US\$ 7,7 bilhões; em 95, estavam no patamar de US\$ 70,0 bilhões, para atingir, ao final de 2000,

- US\$134,4 bilhões;
- ii. Entre 93 e 98 foram captados recursos novos no patamar de US\$ 81,9 bilhões através do sistema;
 - iii. As corporações cresceram e o valor médio da conta de capital dos *REIT* existentes, seja através de aumento, como de fusões, foi de US\$ 95,7 Bilhões em 90, para US\$ 850,6 milhões em 2000;
 - iv. São 158 companhias no mercado, ao final de 2000".

Nos Estados Unidos, segundo Brueggeman; Ficher (1997) apud Branco; Monteiro (2003), a tipologia de *REIT* eram: os de capital (*equity trust*), que adquirem propriedades; os de hipoteca (*mortgage trust*), que compram títulos com o objetivo de se tornarem credores com garantia hipotecária; e os híbridos (*hybrid trust*).

Tabela 2 Tipologia dos REIT

TIPOLOGIA DOS REIT	
EQUITY REIT	Investem em imóveis, geralmente voltados para empreendimento de base imobiliária. Representam cerca de 91% do total da indústria.
MORTGAGE REIT	Formados por hipotecas e outros tipos de financiamentos concedidos a compradores de imóveis, totalizando 5% do mercado.
HYBRID REIT	Misturam as duas estratégias, podendo ter em suas carteiras imóveis, hipotecas, títulos imobiliários, etc. Cerca de 4% dos REIT são híbridos.
FONTE: FUNDO IMOBILIÁRIO (site)	

Os investimentos em *REIT* passam por diversos tipos de imóveis, como mostra a tabela 3.

Para Rocha Lima Jr (2001), "o crescimento do mercado americano dos títulos conservadores de investimento, com apoio nos produtos de base imobiliária, que se verificou a taxas altas nestes últimos anos, esteve sustentado, com destaque, em alguns vetores:

- i. O acentuado grau de especialização dos *REIT*, relativamente ao tipo de produto para renda que detém em seu portfolio, seja quanto ao foco de

- mercado, como quanto à sua regionalização;
- ii. O alto grau de dispersão dos portfolios dos *REIT*, que não são de propósito exclusivo, para abrigar uma única propriedade imobiliária, mas focados em segmentos de mercado, dentro dos quais constroem portfolios, que são reciclados continuamente, com compras e vendas;
 - iii. O sistema de governança dos ativos, apoiado na imagem institucional dos grandes empreendedores do mercado;
 - iv. O grau elevado de liquidez dos títulos, cuja velocidade de trocas em bolsa permite ao investidor aplicar no mercado de base imobiliária, porém com flexibilidade e agilidade das transações do mercado de capitais”.

Tabela 3 Participação do tipo de imóvel aplicado em *REIT*

Participação do tipo de imóvel aplicado em REIT	
Indústrias e escritórios	26%
Varejo (shopping centers, grandes lojas, etc.)	18%
Residencial	17%
Hospedagem (hotéis, resorts, flats, etc.)	11%
Saúde (hospitais, clínicas, centros de reabilitação, etc.)	8%
Hipotecas e empréstimos	6%
Auto-armazenagem	4%
Diversos (parques temáticos, cemitérios, clubes, etc.)	10%

FONTE: FUNDO IMOBILIÁRIO (site)

“Na era moderna dos *REIT*, iniciada nos anos 90 e liderada pelos grandes empreendedores imobiliários do mercado americano, eles deixaram de ser ambientes de segregação de portfolios para se transformar em companhias de Real Estate, empreendedoras e poderosas, dotadas de contas expressivas de capital e capazes de criar, ou de acompanhar, eixos de movimento do mercado. Ou seja, o mercado já saiu do conceito de segregar posições em empreendimentos para securitizá-los, o que significa vender o imóvel através de títulos de investimento, para aglutinar nos *REIT* recursos de pequenas poupanças conservadoras, administradas pelos maiores empreendedores do mercado, que, com sua marca gerencial, exploram posições importantes no mercados de empreendimentos de base imobiliária” (Rocha Lima Jr, 2001, p. 4).

1.4 Objetivo do Trabalho

Este trabalho tem como objetivo discutir as principais características, desempenho e fatores de risco dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO com portfolio de base imobiliária lastreado em imóveis destinados para logística de distribuição de produtos, a partir da exploração do caso do Fundo de Investimento Imobiliário Europar.

2 IMÓVEIS DESTINADOS PARA LOGÍSTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS

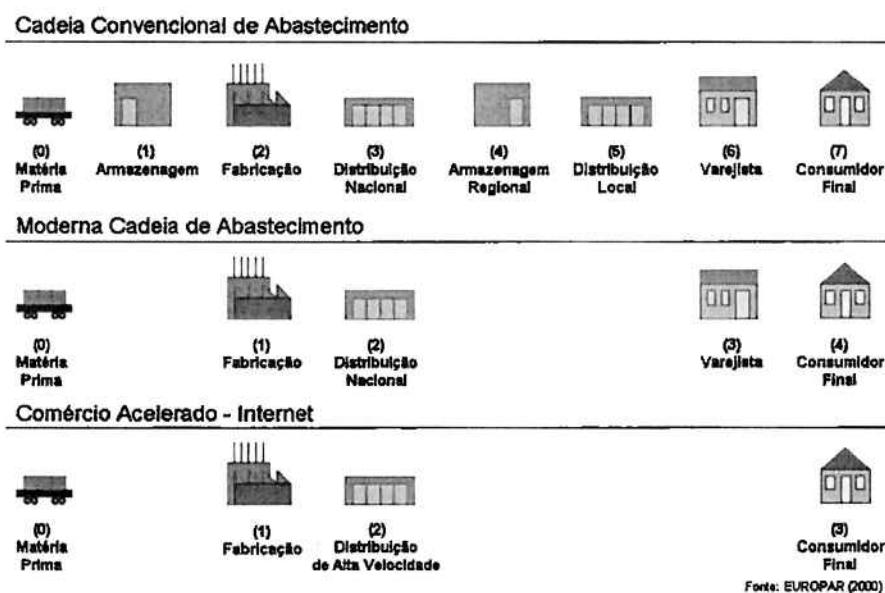
2.1 Características

A área de logística é estratégica para diversas empresas, principalmente no setor de produtos agrícolas e manufaturados, já que é responsável por todas as etapas do processo que envolve a entrega do produto para o consumidor final: planejamento, implementação, controle da armazenagem, distribuição, transporte, entre outros.

A logística de distribuição de produtos é um setor que vem se desenvolvendo no país, em função da necessidade atual de reduzir custos através de sistemas mais eficientes que eliminem substancialmente os intermediários.

A Figura 2 ilustra a cadeia convencional de abastecimento, onde a matéria prima precisa passar por 7 etapas até chegar ao consumidor final, ao passo que na moderna cadeia de abastecimento e pelo comércio acelerado via internet são necessários 4 e 3 etapas respectivamente.

Figura 2 Cadeia de Abastecimento de Insumo no Varejo



Segundo Jones Lang Lasalle (2003), o setor de logística vem crescendo cerca de 20% ao ano desde 1998, justificando a crescente procura por galpões para logística de distribuição de produtos.

Atualmente as empresas atuantes neste setor procuram imóveis modernos e apropriados para o segmento, com boa localização e infra-estrutura adequada para melhorar suas operações. Todavia, as empresas de logística de distribuição de produtos não têm como objetivo immobilizar capital na aquisição de imóveis, o que proporciona a gradativa procura por imóveis através dos seguintes tipos de contrato:

- i. Locação;
- ii. *Sale & Leaseback* - transação na qual o proprietário do imóvel efetua a venda para um investidor e permanece como seu ocupante, através de um contrato de locação de longo prazo;
- iii. *Build to Suit* - modalidade de construção na qual empresas alugam instalações projetadas para atender suas necessidades operacionais, permitindo-as direcionarem seus recursos para investimentos concentrados em seu *core business*⁴.

Neste contexto, empreendedores começaram a explorar os imóveis destinados à logística de distribuição de produtos por auferirem renda durante determinado período, possuindo características de EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA. Esses apresentam quatro ciclos, conforme classificação de Rocha Lima Jr (1994a, p.7) a seguir descrita:

- i. CICLO DE 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. CICLO DE IMPLANTAÇÃO: Fase de construção e equipamento do imóvel, além

⁴ Core Business – Foco na estratégia do setor em que a empresa atua

das contratações relacionadas com a exploração do empreendimento, ou outros serviços mais complexos e especializados;

- iii. **CICLO DE OPERAÇÃO:** O empreendimento é explorado, atendendo o objetivo para o qual se construiu o imóvel. Neste ciclo, entende-se que o imóvel mantém sua capacidade de ser explorado, gerando renda num padrão de desempenho estável, usando-se, para sua conservação e “*up-grading*⁵”, recursos recolhidos da receita operacional para um fundo de reposição de ativos, que se exaure ao final do ciclo;
- iv. **CICLO DE EXAUSTÃO:** O empreendimento só pode continuar a ser explorado se, no início do ciclo, forem promovidos investimentos para reciclagem do imóvel, no sentido de que seja capaz de se manter proporcionando renda num padrão de desempenho equivalente ao do ciclo anterior, mantido o critério de constituição do **FUNDO DE REPOSIÇÃO DE ATIVOS**.

Figura 3 Ciclos do Empreendimento de Base Imobiliária



Fonte: Rocha Lima Jr (1994a)

As empresas que atuam no setor de logística de distribuição de produtos, durante o **CICLO DE FORMATAÇÃO** do empreendimento, em um número cada vez maior, fazem a concepção de modernizar suas instalações com intuito de otimizar suas operações, introduzindo novos conceitos para o projeto para implantação desde um simples galpão industrial a um moderno centro de distribuição.

As principais características para concepção do projeto de implantação deste tipo de imóvel são:

⁵ Up-grading do imóvel significa atualização para atender as necessidades das atividades.

- i. Área de escritórios para integrar os setores administrativos e operacionais da empresa logística num mesmo local;
- ii. Pé direito alto, em geral acima de 10 metros, permitindo maior capacidade de armazenagem por metro quadrado com uso de modernas empilhadeiras, reduzindo seu custo operacional dado ao menor movimento horizontal destas;
- iii. Maior modulação do edifício, para diminuir eventuais interferências dos pilares com a disposição dos porta palets e estanterias;
- iv. Docas com niveladores, utilizando o sistema *cross-docking*⁶, para otimizar a carga e descarga;
- v. Piso com alta resistência e nivelados a laser;
- vi. Ventilação para garantir a boa climatização e renovação de ar;
- vii. Iluminação natural indireta para permitir redução de custos com energia elétrica;
- viii. Ampla área para manobra e estacionamento de caminhões;
- ix. Dispositivos de prevenção e combate a incêndio;
- x. Sistemas de segurança sofisticados.

Durante a formatação do empreendimento, os locais para implantação dos empreendimentos tendem ser, preferencialmente, escolhidos próximos às intersecções das rodovias para facilitar o acesso às empresas que mantêm unidades em outras cidades e/ou Estados. Outro fator observado é a existência de eventuais alterações na malha urbana que podem afetar o trânsito local e tornar inadequada a operação do fluxo de veículos.

Após o CICLO DE FORMATAÇÃO inicia-se o CICLO DE IMPLANTAÇÃO, período que demanda a maior parte do investimento no empreendimento, por envolver a construção e instalação de equipamento do imóvel e contratação de serviços especializados, além de não auferir renda ao empreendedor.

Com o intuito de reduzir o prazo de implantação do empreendimento para tentar

⁶ Disposição das docas em faces paralelas ou perpendiculares ao imóvel.

antecipar a receita da sua exploração, os empreendedores começaram a procurar sistemas construtivos que reduzam significativamente o prazo e custo de construção.

Assim, novos sistemas construtivos foram introduzidos no mercado da CONSTRUÇÃO CIVIL no Brasil, para atender a essa crescente demanda, como por exemplo, a utilização de sistemas de cobertura e estrutura metálica pré-engenheirada, que acabou dominando a construção de imóveis destinados a dar suporte a logística de distribuição de produtos, que no passado recente era essencialmente de sistema pré-fabricado de concreto.

Após a conclusão do CICLO DE IMPLANTAÇÃO, inicia-se o CICLO OPERACIONAL, período em que se aufera renda originária da locação do imóvel para um ou mais inquilinos. Esses ocupantes do empreendimento, por sua vez, obtêm resultados através de sua GESTÃO ADMINISTRATIVA e OPERAÇÃO LOGÍSTICA no uso do imóvel. A qualidade em sua GESTÃO ADMINISTRATIVA e OPERAÇÃO LOGÍSTICA não podem ser comprometidas por má conservação do imóvel ou ineficiência dos equipamentos instalados, para tanto, o empreendedor deverá fazer a GESTÃO DO IMÓVEL para garantir a conservação e *up-grading* do imóvel e equipamentos.

E por fim, ao final do CICLO DE OPERAÇÃO antecedendo o CICLO DE EXAUSTÃO, o imóvel deverá receber um investimento em reciclagem para atender às necessidades de instalações do locatário, não comprometer o desempenho de sua GESTÃO ADMINISTRATIVA e OPERAÇÃO LOGÍSTICA, e não correr o risco de obsolescência mercadológica se comparados com outros empreendimentos semelhantes disponíveis na região.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3.1 Características

Instituídos no Brasil pela Lei nº 8.668, de 1993 e regulamentados pelas Instruções Normativas nº 205 e 206, ambas de 1994, da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO são formados pelo investimento de grupos de investidores, de pequeno, médio ou grande porte, com o objetivo de aplicar e captar recursos, solidariamente, para aquisição, venda, locação ou arrendamento de EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS ou EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA.

“Da mesma forma que acontecia com os *REIT* na sua origem, os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS são geridos por sistemas independentes, pois são condomínios de investimento, sem personalidade como corporações, que têm sua gestão delegada obrigatoriamente a uma instituição financeira”. (ROCHA LIMA JR, 2001, p. 5)

A operação de um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO é delegada a uma instituição financeira contratada, que se responsabiliza por todos os atos administrativos do fundo. Esta instituição torna-se proprietária fiduciária dos bens e direitos integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição. Os bens do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO são registrados como propriedade da instituição administradora, mas não fazem parte do seu patrimônio, estando protegidos de eventuais dificuldades que possam envolvê-la. A simples terceirização da operação não garante transparência, pois para demonstrar transparência os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO deverão por obrigação satisfazer às necessidades de fornecer informações a todas as partes relacionadas.

No Brasil a maioria dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO foram constituídos a partir de investimentos na securitização de um único empreendimento, na Fase III,

conforme Figura 1, Evolução do Investimento em Imóveis. Rocha Lima Jr (2001, p. 5) comenta que “com este formato, os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO não foram criados para se transformar em agentes ativos de mercado, sendo desenhados mais para representar passivamente o partilhamento de um EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA para um conjunto de investidores, inclusive os de pequena capacidade de investimento. Critérios de transparência de gestão existem, porém o sistema não tem como estabelecer compromissos de desempenho entre o empreendedor e os investidores condôminos do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO”.

No entanto, já é possível encontrar no mercado brasileiro FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO constituídos através da securitização de portfolios de empreendimentos, como por exemplo, o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR, diversificando, em tese, o risco do segmento de atuação e de localização, o que já ocorre no mercado norte-americano através do *REIT*.

As principais características, de acordo com a Instrução Normativa da CVM no 205, de 14 de janeiro de 1994, são:

“Art. 1º - O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo resgate de quotas não é permitido, é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

O investidor que adquirir quotas de um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO só pode negociar suas QUOTAS com outros investidores, da mesma forma que se faz com as ações das companhias abertas, em transações privadas ou através de corretoras de valores e bancos, em bolsa de valores ou no mercado de balcão não organizado.

Parágrafo único - O Fundo poderá ter prazo de duração determinado ou indeterminado e de sua denominação deverá constar à expressão FUNDO DE

INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.

Art. 2º - O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO destinar-se-á ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento.

§1º - É vedado que o empreendimento imobiliário objeto do Fundo seja explorado comercialmente pelo mesmo, salvo através de locação ou arrendamento.

§2º - Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo Fundo deverão ser objeto de prévia avaliação, que deverá observar as condições prevalecentes no mercado para negócios realizados à vista, em moeda corrente.”

Com as características apresentadas os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO possuem alguns benefícios fiscais que segundo Takaoka (2003, p.60), “é isento de impostos, inclusive Imposto de Renda, que só incide sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa do Fundo (compensáveis quando da distribuição) e quando da distribuição de rendimentos ao quotista e no ganho de capital que este porventura obtiver na alienação de quotas. Atualmente, qualquer que seja o contribuinte, há uma retenção de 20%, exclusivamente na fonte, para as distribuições e ganho de capital”.

Porém para o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO possuir estes benefícios tributários, a Lei 9.779/99 apud Takaoka (2003, p. 60) estabeleceu seguintes requisitos:

- i. Que o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO distribua, pelo menos a cada seis meses, 95% de seu rendimento aos quotistas;
- ii. Que o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO não invista em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou

sócio quotista que possua isoladamente, ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de 25% das quotas do Fundo.

Contando que os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO são uma opção de investimento relativamente nova no Brasil, segundo CVM (site) conforme Anexo A, já existem 61 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO totalizando patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 2 bilhões.

3.1.1 Tipologia dos Fundos Imobiliários

No Brasil, a Instrução Normativa 205, da CVM, não classifica os tipos de FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, desse modo, o presente trabalho abordará a proposição de Rocha Lima Jr (1994b) que os classifica, somente com finalidade de distinguir riscos. A Tabela 4 dispõe esta classificação:

Tabela 4 Tipologia dos Fundos de Investimento Imobiliário

Tipologia dos Fundos de Investimento Imobiliário			
Objetivo	Financiamento na Comercialização	Exemplos	Tipo
Producir para Vender	Fora do FII	Habitação, com repasse do financiamento para comprador	I
	FII Superta	Habitação com venda para recebimento a longo prazo	II
Objetivo	Rendas Derivadas	Exemplos	Tipo
Producir para Operar	Do uso do imóvel	Edifício para locação	III
	Da atividade que se desenvolve no imóvel	Shopping Center	IV
		Hotel	V

Fonte: ROCHA LIMA JR (1994b)

Segundo a tipologia apresentada os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO com portfolio de base imobiliária lastreados em imóveis destinados para logística de distribuição são do tipo III, ou seja destinados à exploração de receita durante seu

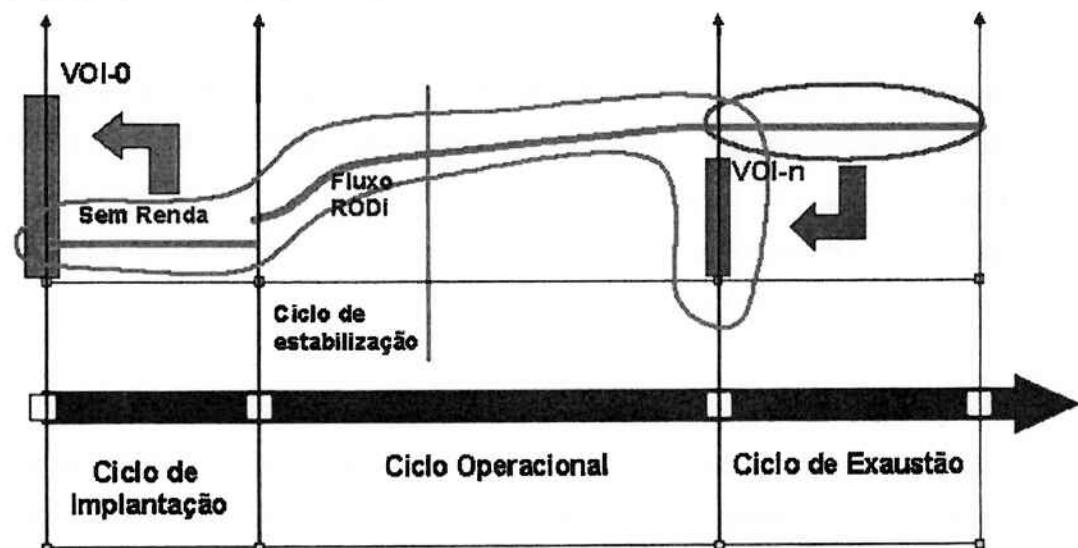
ciclo operacional.

3.1.2 Valor da Emissão das Quotas

Segundo (Rocha Lima Jr, 1994b, p. 4) as QUOTAS de FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO são lastreadas no seu portfolio, de forma que a sua identificação de valor estará presa à análise de valor dos empreendimentos que o compõem.

A análise do VALOR de um EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA está associada à capacidade de geração de renda nos CICLOS DE IMPLANTAÇÃO, OPERAÇÃO E EXAUSTÃO.

Figura 4 - Valor de um Empreendimento de Base Imobiliária



“Valor do portfolio determinado pelo planejador, que se projeta na figura do decisior, para impor um referencial de qualidade paramétrico é chamado de Valor da Oportunidade de Investimento (VOI) e está diretamente associado aos padrões de atratividade e oportunidade lançados na análise. Este é entendido como o valor que o investidor estará disposto a investir, tendo em vista a capacidade do empreendimento em remunerá-lo” (Rocha Lima Jr, 1994b, p.10).

“Valor da QUOTA será o Valor Pronto para Investir que o empreendimento é capaz de remunerar a taf⁷, com o fluxo de retorno obtido pela simulação da operação do empreendimento, no ambiente do FUNDO IMOBILIÁRIO”.(Rocha Lima Jr, 1994b, p.26)

O Valor da QUOTA determinada pelo empreendedor não garante que o mercado mobiliário irá aceitá-lo, pois os investidores evidentemente analisarão as opções de aplicações financeiras ofertadas, ponderando a qualidade do investimento para posterior decisão em investir.

3.2 Desempenho dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3.2.1 Taxa de Ocupação

A taxa de ocupação é o percentual ocupado do total de área construída (área útil) dos imóveis que constituem o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. Manter o edifício ocupado é um fator muito relevante, pois a redução da taxa de ocupação afeta a geração de receita, o que representa uma quebra na qualidade do investimento para detentor de quotas do fundo.

Em geral os contratos de locação são de longo prazo, de 5 a 10 anos, o que permite a redução do prazo dentro do qual o imóvel se encontra vago a procura de um novo locatário. Os contratos de longo prazo não indicam garantia de ocupação no prazo estipulado, pois a empresa locatária poderá rescindir o mesmo.

Com a constante evolução tecnológica e a preocupação das empresas em otimizar suas operações, o imóvel objeto de contrato poderá tornar-se funcionalmente obsoleto e consequentemente desinteressante para as empresas, se o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO não dispor de um eficiente plano de Gestão do Imóvel,

⁷ Tat – Taxa de Atratividade

para garantir a conservação, *up-grading* e reciclagem de seu CICLO DE OPERAÇÃO.

3.2.2 Liquidez

A pulverização da captação de recursos proporcionada pelos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO possibilita ao pequeno ou médio investidor, que ainda não tem recursos financeiros suficientes para aplicar em imóveis, também participar deste mercado, assegurando vantagens para capitalizar projetos, que individualmente não teria capacidade de fazer, sendo possíveis somente para aqueles com maior capacidade de investimento.

O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO possibilita ainda ao investidor vender a exata fração da necessidade de suas QUOTAS, enquanto que um imóvel, devido a sua RIGIDEZ para mobilizar, a solução seria vendê-lo integralmente ou em fração não ideal a sua necessidade. Deste modo, a administração de portfolio de EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS e/ou EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA, devido a sua RIGIDEZ para mobilizar em blocos ou frações não ideais, são menos eficientes do que seria de um portfolio de QUOTAS de FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.

Embora mais eficientes, a CVM (site) ressalta que os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO constituem modalidade de investimento recentemente introduzida no mercado financeiro brasileiro, ainda não tendo sido sua utilização difundida amplamente. A falta de conhecimento deste tipo de investimento pode resultar em maior dificuldade de difusão desses fundos se comparados com outras modalidades de investimento disponíveis no mercado financeiro ou com outros ativos disponíveis para investimento. Adicionando o fato de os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem admitir resgate de suas QUOTAS, os quotistas podem ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado secundário.

Aliado a este fato, os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO enfrentam certo descrédito por parte de investidores junto ao mercado de capitais brasileiros. Algumas das razões citadas pelo Branco; Monteiro (2003) são:

- i. Apesar da inflação estar aparentemente controlada, ainda impera as incertezas de uma economia emergente, com sucessivas mudanças de regras políticas, econômicas e contratuais;
- ii. Altas taxas de juros, que tornam o investimento de renda variável, mais arriscado e de menor liquidez, face ao retorno e à liquidez diária oferecidos pelos investimentos em renda fixa, tais como os títulos do governo;
- iii. Falta de confiança nos agentes do mercado, sobre os quais pesam na mentalidade de muitos, a visão de algo complexo e poucos especialistas.

Todavia, a taxa de juros Selic fixada pelo Comitê de Política Econômica do Banco Central do Brasil (COPOM), que em fevereiro de 2003 atingiu o ápice do índice com 26,5% ao ano, vem sendo reduzida gradativamente, chegando em dezembro a uma taxa de 16,5% ao ano.

Tabela 5 Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom

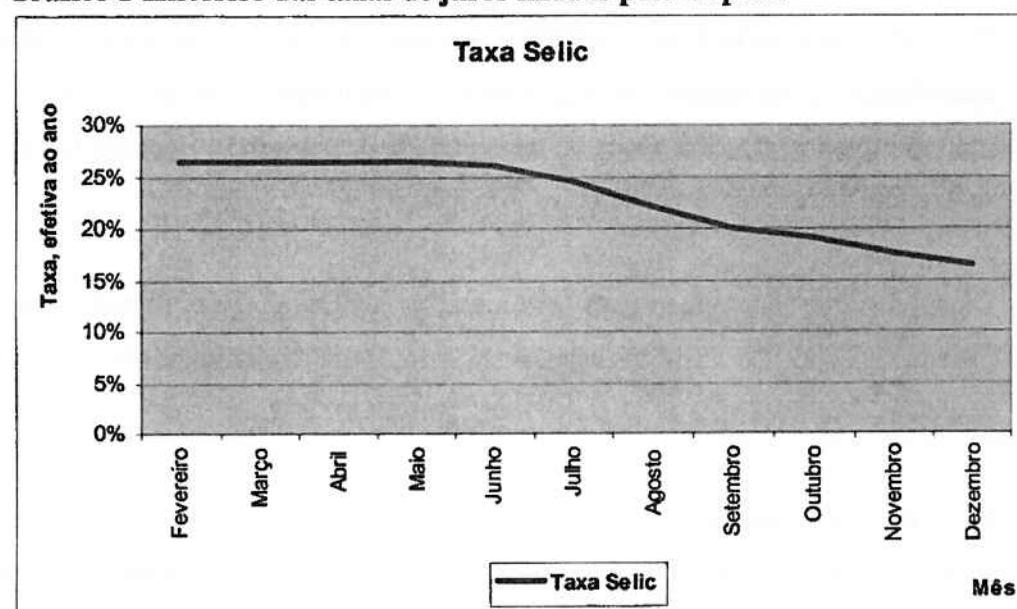
Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom		
Ano	Mês	Taxa Selic, efetiva ao ano
2003	Fevereiro	26,50%
	Março	26,50%
	Abril	26,50%
	Maio	26,50%
	Junho	26,00%
	Julho	24,50%
	Agosto	22,00%
	Setembro	20,00%
	Outubro	19,00%
	Novembro	17,50%
Fonte: Banco Central do Brasil		16,50%

Com a redução da taxa Selic, que define os juros pagos pelo governo federal, as

instituições financeiras tendem a direcionar uma parte dos recursos aplicados em títulos da dívida do Brasil, para o financiamento da produção, incentivando, consequentemente, o crescimento econômico do país. Analogamente, os investidores em geral, diante do quadro de redução dos juros pagos pelas aplicações financeiras, tendem a procurar alternativas com rentabilidades mais atraentes.

A política econômica adotada pelo atual governo, dezembro 2003, deu maior credibilidade no mercado internacional, culminando com a valorização dos títulos da dívida externa brasileira e a redução do risco país, medido pelo banco de investimentos norte-americano JP Morgan Chase, abaixo do 500 pontos, de acordo com Cardeal (2003).

Gráfico 1 Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom



Fonte: Banco Central do Brasil (site)

O risco país é um dos indicadores através dos quais os investidores estrangeiros analisam as possibilidades de investir ou não em determinado país. A redução dos riscos permite a captação de um volume maior de recursos, à medida que amplia a base de potenciais investidores no mercado internacional, podendo os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO ser um dos veículos de aplicação de recursos.

Tabela 6 Variação dos Indicadores Econômicos

Mês	Dolar		Poupança		IPC-Fipe		IGP-M	
	Variação		Variação		Variação		Variação	
	Mês	Acum	Mês	Acum	Mês	Acum	Mês	Acum
Fevereiro	-0,85%	-0,85%	0,99%	0,99%	1,61%	1,61%	2,28%	2,28%
Março	2,01%	1,14%	0,91%	1,91%	0,67%	2,29%	1,53%	3,84%
Abri	-6,46%	-5,40%	0,88%	2,81%	0,57%	2,87%	0,92%	4,80%
Maio	-12,61%	-17,33%	0,92%	3,76%	0,31%	3,19%	-0,26%	4,53%
Junho	2,06%	-15,63%	0,97%	4,76%	-0,16%	3,03%	-1,00%	3,48%
Julho	-4,38%	-19,32%	0,92%	5,72%	-0,08%	2,95%	-0,42%	3,05%
Agosto	5,63%	-14,77%	1,05%	6,83%	0,63%	3,59%	0,38%	3,44%
Setembro	-0,67%	-15,34%	0,91%	7,80%	0,84%	4,46%	1,18%	4,66%
Outubro	-2,68%	-17,61%	0,84%	8,70%	0,63%	5,12%	0,38%	5,06%
Novembro	-1,72%	-19,03%	0,82%	9,60%	0,27%	5,41%	0,49%	5,57%

Fonte: O Estado de São Paulo

Da análise dos indicadores constantes na tabela acima, nota-se uma tendência de estabilização da economia com a taxa cambial com menor volatilidade, a redução dos índices inflacionários e a queda da rentabilidade das aplicações financeiras de renda fixa, como por exemplo a caderneta de poupança.

O cenário apresentado demonstra uma situação favorável para o mercado imobiliário introduzir conceitos mais avançados em termos de modalidade de investimento, como é o caso dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.

O crescimento esperado da economia poderá repercutir favoravelmente na indústria e, por conseguinte, as empresas buscarão melhorar sua performance por meio de sistema de transporte e logística mais modernos e eficientes. É dentro deste panorama de crescimento da produção industrial que empreendimentos destinados a dar suporte às atividades de logística de distribuição de produtos poderão ter uma grande expansão tornando-se uma alternativa interessante de investimento.

3.3 Fatores de Riscos

Y TAKAOKA (2003) define que “os fatores de risco são eventos que podem ocasionar alterações no desempenho de um determinado ativo, e que quando afetados de forma adversa podem acarretar perdas para o seu detentor”.

Os riscos que envolvem um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO além de ocasionar alterações no desempenho induzem o perfil do investidor. Em geral, os investidores com maior capacidade de análise dos empreendimentos buscam o maior retorno decorrente da valorização do empreendimento, que antecedem o CICLO DE IMPLANTAÇÃO, através da revenda de suas quotas aos investidores moderados que preferem empreendimentos com um padrão de rendimento mais estável e previsível, no CICLO DE OPERAÇÃO.

Abaixo serão abordados alguns riscos, entre inúmeros existentes que não será objeto deste trabalho, que ocorrem nos CICLOS DE FORMATAÇÃO, IMPLANTAÇÃO, OPERAÇÃO/EXAUSTÃO de um portfolio de FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.

3.3.1 Riscos na Formatação

O sucesso do empreendimento como fonte de geração de receita, depende muito de sua formatação. Os aspectos mais relevantes estão relacionados com a concepção do produto, o projeto e a escolha do terreno.

A concepção e o projeto do empreendimento devem contemplar as necessidades do locatário do imóvel, beneficiando sua GESTÃO ADMINISTRATIVA e OPERACIONAL, e oferecer instalações compatíveis e, se possível, superiores aos imóveis concorrentes para evitar que o empreendimento tenha obsolescência mercadológica em relação ao segmento pré-definido como alvo, logo no início de sua disposição para locação.

No que diz respeito à definição do local de implantação do empreendimento, deve-se atentar a eventuais alterações de malha urbana viária que podem tornar inadequado o terreno escolhido para a exploração de determinada atividade.

3.3.2 Riscos na Implantação

Durante a implantação de um empreendimento, pode-se ressaltar que a inadequada gestão de projetos pode afetar prazo e qualidade, que consequentemente compromete o alcance dos resultados obtidos quando do lançamento das expectativas no cenário.

Outro fator relevante na gestão de projetos é o escopo da construtora para construir o empreendimento, que deve ser detalhado e, se possível, prever ao máximo todas atividades envolvidas.

O risco de paralisação de um empreendimento durante seu ciclo de implantação pode ser causado por ingerência ou por falta de recursos em razão de redução no regime de captação, que pode ser associada à incapacidade de desenvolver adequadamente tal produto.

Os desvios nas variáveis da economia e quebra de mercado são aplicáveis no CICLO DE IMPLANTAÇÃO do empreendimento, porém serão discutidas no capítulo abaixo Riscos na Operação.

3.3.3 Riscos na Operação

3.3.3.1 Desvios das variáveis da economia

Para Takaoka (2003) as principais flutuações no ambiente da economia que podem

afetar ou flutuar as variáveis que alteram o resultado que remunerará os títulos imobiliários são: [i] Inflação; [ii] Variação da taxa de juros básica; [iii] Crescimento da renda; [iv] Aumento de taxas e impostos governamentais; [v] Variações cambiais.

No Brasil ainda impera junto aos investidores as incertezas de uma economia emergente, com sucessivas mudanças de regras políticas, econômicas e contratuais que afetam as flutuações apresentadas, refletindo diretamente na rentabilidade de um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.

3.3.3.2 Quebra de mercado

Segundo Takaoka (2003, p.136) as principais flutuações de quebra de mercado que podem afetar ou flutuar as variáveis que alteram o resultado que remunerará os títulos imobiliários são: [i] Demanda; [ii] Oferta; [iii] Valor de mercado do bem ou serviço; [iv] Pisos de locação; [v] Taxas de absorção ou inserção do produto no mercado; [vi] Taxa de ocupação; [vii] Crescimento da população; [viii] Descolamento de índices setoriais; [ix] Taxa de atratividade arbitrada para o investidor não aparente e avesso ao risco; [x] Velocidade de comercialização; [xi] Forma de pagamento.

A quebra de mercado é associada à quebra de eficiência no ambiente do empreendimento, combinando-se uma perda de preços de locação com aumento da taxa de vazios.

3.3.3.3 Quebra de desempenho

Segundo Takaoka (2003, p.136) as principais flutuações de quebra de desempenho que podem afetar ou flutuar as variáveis que alteram o resultado que remunerará os títulos imobiliários são: [i] Custos de Implantação ou preço de aquisição do

empreendimento de base imobiliária pronto para operar; [ii] Custos operacionais; [iii] Custos administrativos; [iv] Custos de comercialização; [v] Custos condominiais; [iv] Despesas com propaganda e marketing; [vi] Fundo de Reposição de Ativos; [vii] Alavancagem devido a recursos financeiros de terceiros; [viii] Liquidez financeira, ou falta de capital de giro; [ix] Tempo de implantação; [x] Volatilidade do valor mobiliário resultante da securitização de empreendimento de base imobiliária (VMEBI); [xi] Liquidez do (VMEBI); [xii] Custo de capital; [xii] Receitas operacionais de uso; [xiv] Receitas operacionais sobre a prestação de serviço; [xv] Inserção do empreendimento de base imobiliária no mercado (fatia de mercado e o tempo para atingir essa fatia); [xvi] Deficiências de gestão com perda de receitas.

As flutuações apresentadas para quebra de desempenho repercutem diretamente na rentabilidade de um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO e deverão ser devidamente avaliadas durante a análise da qualidade do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO para futura colocação no mercado.

Para Rocha Lima Jr (1994) a repercussão de desvios de desempenho, muito bem exploradas nas análises de qualidade do empreendimento, que acompanham a colocação dos títulos no mercado, podem oferecer um padrão de conforto para o investidor, que, combinado com alta rentabilidade esperada, configura um binômio que pode conduzir o investidor à decisão de aplicar seus recursos.

3.4 Diferenças entre o mercado norte americano e o brasileiro

O mercado norte-americano e o brasileiro representam as formas avançadas de agluturação de capitais para explorar o mercado imobiliário através do ambiente de securitização.

Por serem constituídos por grandes empreendimentos, os *REIT* e os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, oferecem ao investidor maior qualidade de

investimento, devido à preocupação quanto à inserção de mercado, qualidade na operação e geração de renda do empreendimento, se comparada com investimento direto em imóvel e pelo sistema de pool.

Evidentemente o *REIT* apresenta melhor qualidade de investimento por estar securitizando portfolios de empreendimentos, diversificando o risco do segmento de mercado e de localização, conta com inúmeros especialistas no setor e, por fim, possui elevado grau de LIQUIDEZ dos títulos, cuja velocidade de trocas em bolsa permite ao investidor aplicar no mercado de base imobiliária, porém com flexibilidade e agilidade das transações do mercado de capitais.

Rocha Lima Jr (2003) classifica o mercado imobiliário norte-americano e brasileiro em portfolios flexíveis e rígidos, respectivamente, devido ao fato da composição de seu portfolio nos EUA ser composto por vários empreendimentos e no Brasil, em sua maioria, por um único empreendimento.

Tabela 7 Portfolios Flexíveis e Rígidos

Mercado Norte Americano e Brasileiro	
Mercado Norte-Americano	Sociedade anônima
	Administrado por especialista
	Sociedade se obriga pelos títulos que emite
	Portfolio flexível
Mercado Brasileiro	Condomínio de Investimento
	Administrado por instituição financeira
	Instituição financeira não se obriga pelas quotas
	Concentra portfolios rígidos

Fonte: Rocha Lima Jr (2003)

Neste contexto, o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR destaca-se no mercado brasileiro, em função de possuir portfolios de empreendimentos, em sua maior parte no segmento para dar suporte à logística de distribuição de produtos, e diversificada localização dos imóveis, cujas características são presentes no mercado norte-americano.

4 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR

4.1 Características

O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR (EUROPAR) foi constituído em 05 de dezembro de 2002, sob a forma de condomínio fechado, com prazo indeterminado nos termos da Instrução número 205 de 14 de janeiro de 1994, com objetivo de captar de recursos para a aquisição de bens imóveis comerciais e industriais destinados à locação de longo prazo.

O EUROPAR é o primeiro FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO destinado aos investidores pessoas físicas (captação pulverizada) registrado na Bovespa, de forma que as negociações secundárias se processam nesse ambiente. Isto tende a possibilitar melhor acompanhamento, pelos quotistas, das cotações e negociações realizadas, dando transparência às mesmas, o que pode e ampliar sensivelmente o espectro de novos negócios.

O EUROPAR destaca-se da maioria dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO existentes no país pela sua gestão, flexibilidade de reorganização do portfolio, pulverização do investimento através da oferta para pessoas físicas, por ser lastreado por vários empreendimentos, em sua maioria no setor destinado a dar suporte à logística de distribuição de produtos, e diversificada localização de seus imóveis. Neste trabalho pretende-se concentrar a abordagem dos imóveis que buscam dar suporte à logística de distribuição de produtos.

4.1.1 Imóveis destinados à logística de distribuição de produtos

Atualmente o EUROPAR é constituído por sete imóveis, situados em localidades diversas, dos quais cinco são destinados ao segmento de suporte à logística de distribuição de produtos.

Tabela 8 Portfolio EUROPAR, dezembro 2003

Portfolio Europar			
Imóvel	Imóvel	Empresa	Cidade
1	CD Rio 1	FEDEX – Federal Express Corporation	Rio de Janeiro
2	CD Rio 2	Desocupado	Rio de Janeiro
3	CDA 1	Exata Logística e Expresso Mercúrio	São Paulo
4	CDA 2	AVS Logística	São Paulo
5	CDA 3	Desocupado	São Paulo
6	VILLARES 1	Elevadores Atlas Schindler	São Paulo
7	VILLARES 2	Tiner Empreendimentos	São Paulo

Estes imóveis possuem modernas instalações para otimizar a GESTÃO ADMINISTRATIVA E OPERAÇÃO LOGÍSTICA, conforme apresentado abaixo:

- i. Escritórios;
- ii. Pé-direto alto;
- iii. A maioria com niveladores de docas para otimizar o processo de carga e descarga de produtos;
- iv. Piso nivelado a *laser* com alta capacidade de suporte para armazenamento;
- v. Sistema de ventilação por convecção;
- vi. Iluminação indireta;
- vii. A maioria com estacionamento para caminhões.

Tabela 9 Características dos Imóveis do EUROPAR

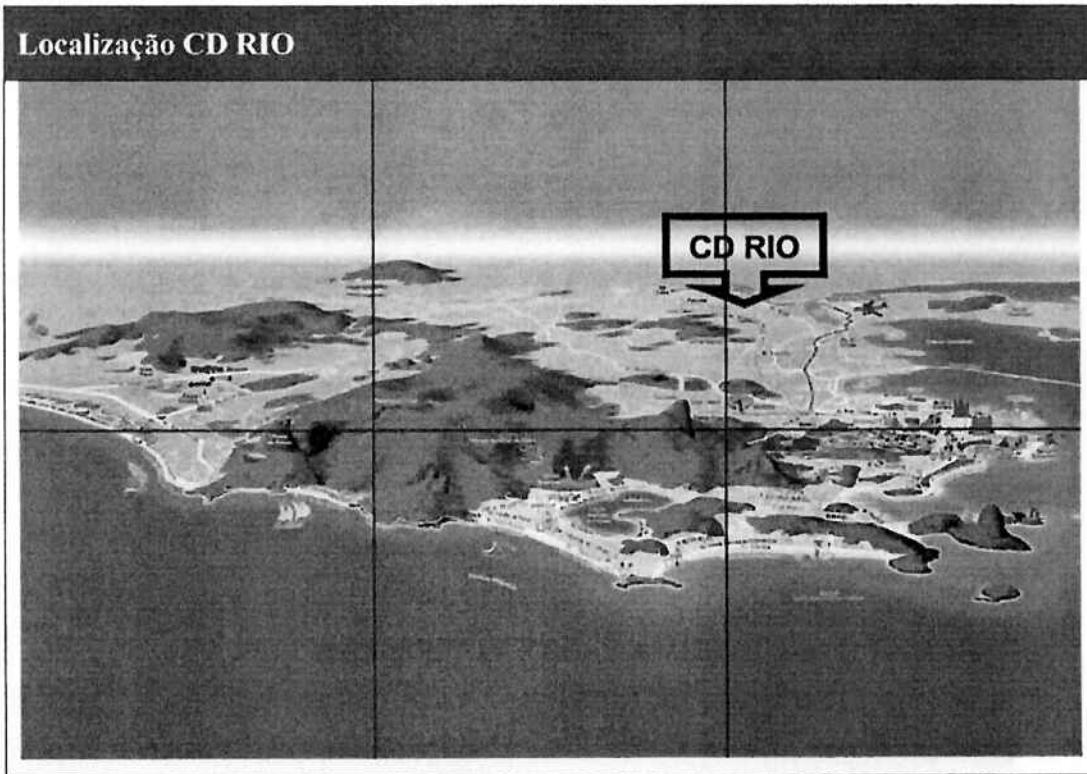
CARACTERÍSTICAS DOS IMÓVEIS DESTINADOS A LOGÍSTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DO EUROPAR									
Imóvel	Escritórios	Pé-direito	Docas com niveladores	Piso de alta resistência	Ventilação	Iluminação natural indireta	estacionamento de caminhões	Dispositivos de prevenção e combate a incêndios	
CD Rio 1	Sim	6 m	Não	Sim	Convecção	Sim	Sim	Sim	
CD Rio 2	Sim	9 m	Sim	Sim	Convecção	Sim	Não	Sim	
CDA 1	Sim	10 m	Sim	Sim	Convecção	Sim	Sim	Sim	
CDA 2	Sim	9 m	Sim	Sim	Convecção	Sim	Sim	Sim	
CDA 3	Sim	9 m	Sim	Sim	Convecção	Sim	Sim	Sim	

O Centro de Distribuição Rio de Janeiro (CD RIO) é composto por dois imóveis: CD

RIO 1 e CD RIO 2, em dezembro de 2003, o CD RIO 1 estava ocupado pela empresa Federal Express Corporation (FEDEX) e o CD RIO 2 estava desocupado.

A localização do CD RIO pode ser considerada adequada ao esse segmento, pois está próximo às principais vias da cidade, a Linha Vermelha, Linha Amarela e Av. Brasil, da Rodovia Presidente Dutra, importante via de escoamento de produtos entre as cidades de São Paulo e Rio de Janeiro, e da Rodovia Rio-Petrópolis. O empreendimento é ainda favorecido pela sua proximidade do Aeroporto Internacional do Galeão.

Figura 5 Localização CD RIO





Fonte: Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro (site)

O Centro de Distribuição Anhanguera (CDA) é composto por três imóveis: CDA 1, CDA 2 e CDA 3. Em dezembro de 2003, o CDA 1 era ocupado pelas empresas Exata Logistics e Expresso Mercúrio, enquanto o CDA 2 era ocupado pela empresa AVS. Já o CDA 3 permanecia desocupado até aquela data.

A localização do CDA é favorável para o segmento de logística de distribuição de produtos, pois está junto à Rodovia Anhanguera km 18, entre a Marginal do Rio Tietê e o Rodoanel Mário Covas, importante via de acesso que interliga as rodovias Régis Bittencourt, Raposo Tavares, Castelo Branco, Anhanguera e Bandeirantes. A previsão do projeto do Rodoanel é fazer interligação entre todas as dez rodovias que chegam hoje à capital paulista. As figuras Figura 7 e Figura 6 ilustram a localização do imóvel.

Figura 6 Rodoanel Mário Covas

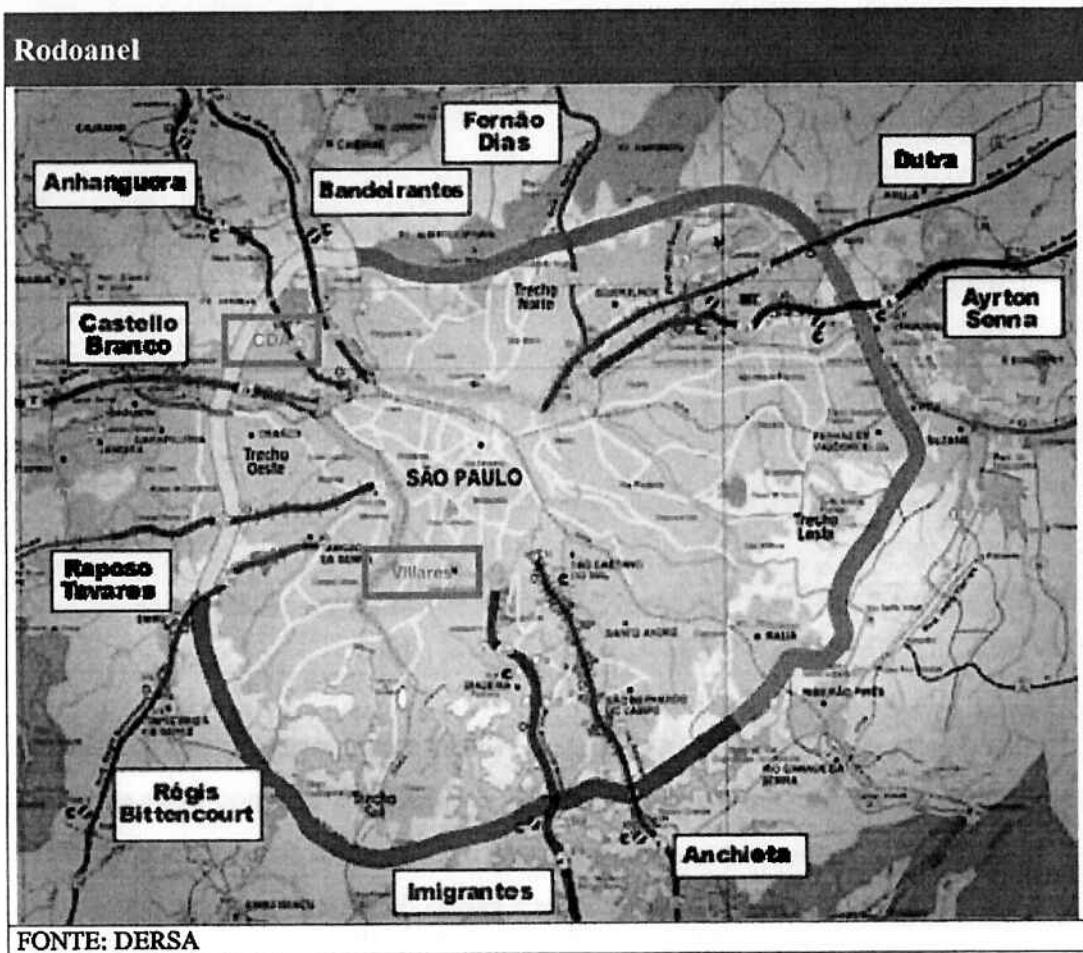
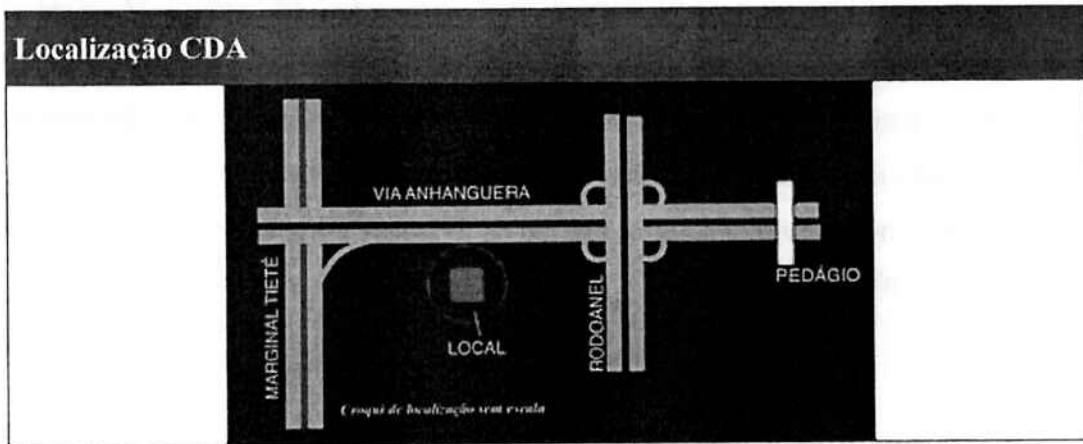


Figura 7 Localização CDA



4.1.2 Tipologia

Os imóveis do EUROPAR são EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA classificados como tipo III, cujo objetivo é obter suas rendas derivadas pelo uso do imóvel, de acordo com a tipologia apresentada para os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO com finalidade de diluir riscos.

4.1.3 Valor da Emissão das Quotas

O EUROPAR foi composto de uma única emissão realizada em três séries, que totalizaram um patrimônio de R\$ 44.000.000,00, representado por 440.000 QUOTAS, com valor unitário de R\$ 100,00 cada, sendo a 1^a série de 160.000 quotas e a 2^a e a 3^a séries de 140.000 QUOTAS cada, conforme apresentado na Tabela 10 .

Tabela 10 Emissão das Quotas do EUROPAR

EMISSÃO DAS QUOTAS			
Série	Imóvel	Preço	Total
1	CDA 1 - Seções 2, 3 e 4	14.873.600	
	Imóveis		14.873.600
	Caixa		1.126.400
	Total		16.000.000
2	CDA 1 - Seção 1	5.800.000	
	CDA 2	1.800.000	
	CDA 3	1.875.600	
	Imóveis		9.475.600
	Caixa		4.524.400
	Total		14.000.000
3	VILLARES	3.000.000	
	CD-RIO 1	4.001.734	
	CD-RIO 2	4.000.000	
	Imóveis		11.001.734
	Caixa		2.998.266
	Total		14.000.000
	RESUMO DA EMISSÃO		
	Imóveis	35.350.934	
	Caixa	8.649.066	
	Total	44.000.000	

A política de gestão do EUROPAR contempla a possibilidade de realizar futuras emissões de QUOTAS para novas captações de recursos, visando a aquisição de outros empreendimentos de base imobiliária.

4.2 Desempenho do EUROPAR

4.2.1 Taxa de ocupação

Atualmente, dezembro 2003, dois imóveis do EUROPAR estão desocupados, o CD-Rio e o CDA 3, com área construída de 4.409,51 m² e 1.796,50 m² respectivamente, totalizando 6.206,01 m², o que representa uma taxa de ocupação de 87%.

Uma das principais ações tomadas na administração do portfolio é buscar manter os empreendimentos totalmente ocupados e com rendas de locação compatíveis com os objetivos do Europar. A desocupação dos imóveis afeta diretamente a qualidade do investimento no que tange à sua capacidade de geração de renda, apesar de que, neste caso, a Tiner Empreendimentos S.A. (TINER), empresa responsável pela execução do empreendimento, garante a rentabilidade de 1% sobre o Valor de emissão das QUOTAS dos imóveis desocupados.

4.2.2 Liquidez

O registro das QUOTAS para negociação secundária na BOVESPA tem por objetivo propiciar um ambiente de negociação organizado. Contudo, esse ambiente não garante a liquidez para transacionar quotas, na medida em que depende da existência de interessados no mercado.

No que diz respeito à capacidade de geração de renda, a área total construída dos imóveis é de aproximadamente 46.800 m² que possibilita a obtenção de uma receita

acima de R\$ 353 mil, conforme Tabela 11 e Tabela 12 respectivamente.

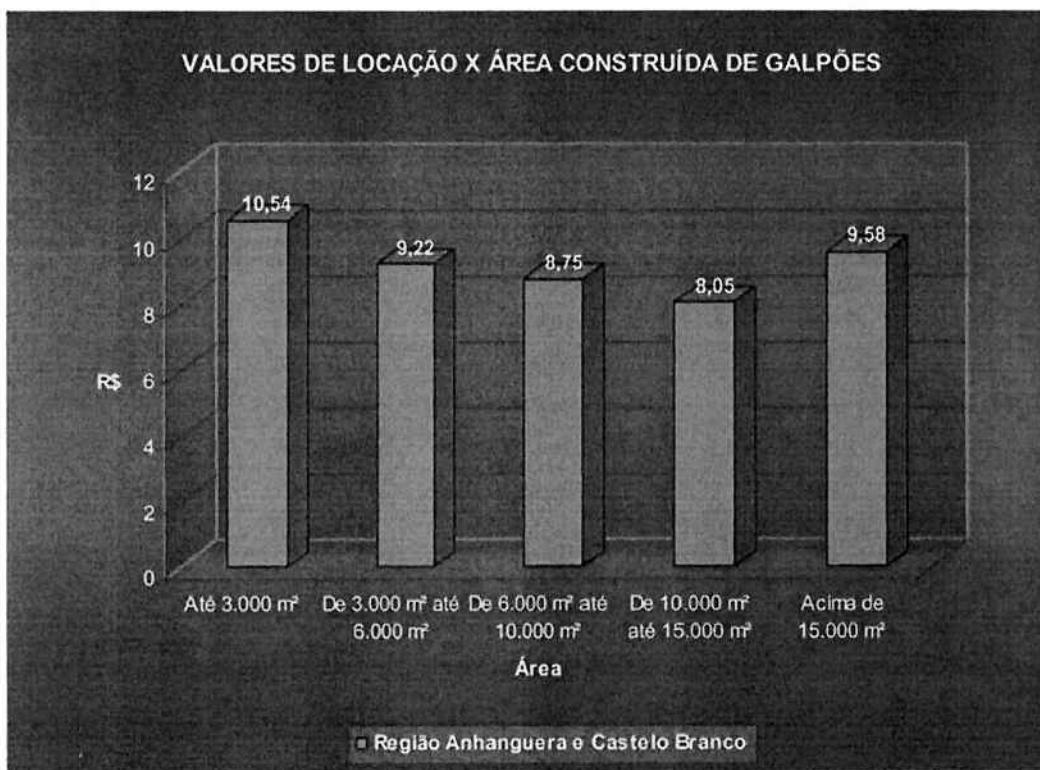
Tabela 11 Quadro de áreas dos imóveis EUROPAR

QUADRO DE ÁREAS		Áreas (m²)	
	Imóvel	Construída	Terreno
1	CD Rio 1	1.995,10	6.927,70
2	CD Rio 2	4.409,51	6.024,60
3	CDA 1 - 3/4	17.516,26	43.909,66
	CDA 1 - 1/4	7.034,42	17.633,84
4	CDA 2	1.929,40	3.833,00
5	CDA 3	1.796,50	2.130,00
6	VILLARES 1	3.298,00	2.180,00
7	VILLARES 2	8.770,50	2.862,03
TOTAL		46.749,69	85.500,83
EUROPAR (2002 a)			

Pesquisa realizada recentemente mostra que os valores de locação, preço pedido, para imóveis destinados à logística de distribuição de produtos localizados na Rodovia Anhanguera e Rodovia Castelo Branco, próximo ao Rodoanel conforme apresentado abaixo no Gráfico 2.

Tabela 12 Valores dos contratos de locação em março 2002

Gráfico 2 Custo de locação de galpões na região da Rodovia Anhanguera e Rodovia Castelo Branco



Fonte: JONES LANG LASALLE (2003)

Embora a pesquisa Jones Lang Lasalle é referente à região da Rodovia Anhanguera e Rodovia Castelo Branco, será utilizada para efeito comparativo com a geração de receita por metro quadrado do portfolio do EUROPAR.

Constata-se que todos os imóveis do EUROPAR estão com valores de locação acima da referida pesquisa da região da Rodovia Anhanguera e Rodovia Castelo Branco, conforme apresentado na Tabela 13 . Salienta-se que como a pesquisa apresenta os preços pedidos para locação de galpões, os valores efetivos de transação podem ser ainda inferiores, o que aumenta a diferença apresentada na Tabela 13 , o que potencializa o risco de quebra de desempenho em função de eventuais renegociações contratuais (redução de valores locatícios praticados) ou de desocupação dos imóveis consequência da transferência das empresas para outros imóveis concorrentes.

O fato de todos os imóveis locados do EUROPAR estarem acima da pesquisa

realizada pela Jones Lang Lasalle pode ser, em parte, justificado pelas características das modernas instalações oferecidas que podem otimizar a GESTÃO ADMINISTRATIVA e OPERAÇÃO LOGÍSTICA.

Tabela 13 Quadro comparativo de geração de receita por m², em dezembro 2003

COTRATOS DE LOCAÇÃO				
Imóvel	Áreas (m²)		Receita (m² de área útil)	
	Ocupação	EUROPAR	Pesquisa Jones Lang Lasalle	
1 CD Rio 1	1.995,10	28,16	10,54	
2 CD Rio 2	4.409,51	Desocupado	9,22	
3 CDA 1 – 3/4	17.516,26	9,99	9,58	
3 CDA 1 – 1/4	7.034,42	10,64	8,75	
4 CDA 2	1.929,40	12,84	10,54	
5 CDA 3	1.796,50	Desocupado	10,54	

Embora a geração de receita por metro quadrado do portfolio do EUROPAR apresentem médias acima do mercado, o VALOR da QUOTA, verificado nas negociações realizadas no mercado secundário da Bovespa, conforme Tabela 14 respectivamente, indica queda de seu VALOR.

A queda na negociação do VALOR da QUOTA e o volume de negociações realizadas indicam que, nas condições macroeconômicas vigentes, os potenciais investidores do mercado, quando aceitam adquirir QUOTAS do EUROPAR, desejam um deságio em relação ao VALOR da emissão, de modo a equalizar o binômio rentabilidade e risco percebido por esses (vide Tabela 14 e Gráfico 3).

A Tabela 15 apresenta a rentabilidade mensal obtida por um investidor que adquiriu as quotas pelo Valor de sua emissão, ou seja, R\$ 100,00 por Quota. A redução do valor de aquisição das QUOTAS, em sua negociação, aumenta a rentabilidade a ser alcançada com o investimento, fato este que pode atrair novos investidores que aceitem os riscos inerentes ao Europar.

Tabela 14 Volume de Negócios

NEGOCIAÇÕES REALIZADAS NO MERCADO SECUNDÁRIO DA BOVESPA			
Mês	Volume de Negócios	Quantidade de quotas negociadas	Preço médio da quota
Janeiro-03	45.200,00	452,00	100,00
Fevereiro-03	15.000,00	150,00	100,00
Março-03	-	-	-
Abril-03	18.000,00	200,00	90,00
Maio-03	-	-	-
Junho-03	9.000,00	100,00	90,00
Julho-03	-	-	-
Agosto-03	-	-	-
Setembro-03	15.858,00	161,00	98,50
Outubro-03	41.008,00	443,00	92,57
Novembro-03	11.975,00	129,00	92,83
Dezembro-03	21.850,00	230,00	95,00

Fonte: Bovespa (site)

Gráfico 3 Preço médio da quota x Volume de negócios

Fonte: CVM (site)

Conforme observado na Tabela 15 , o EUROPAR sofreu queda da geração de renda já no segundo mês de operação, março/03, devido à desocupação dos imóveis CDA 1 – ¾ e CD-Rio 2, pelas empresas Belt Logistics e Cesa respectivamente, reduzindo assim a taxa nominal apresentada no mês de fevereiro de 1,04% ao mês para patamares de 0,51% ao mês nos meses de março, abril e maio.

Tabela 15 Rentabilidade Europar

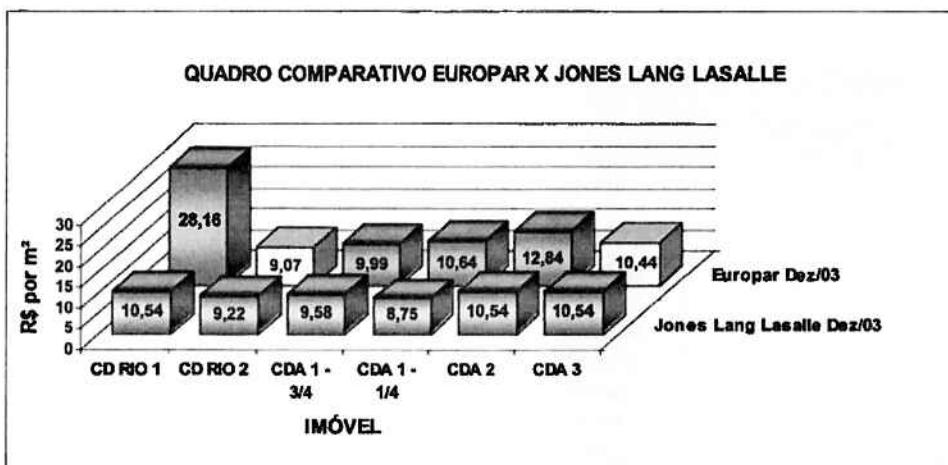
Distribuição de Rendimentos	
Mês de Competência	Taxa
fev/03	1,0444%
mar/03	0,5014%
abr/03	0,5100%
mai/03	0,5100%
jun/03	0,9400%
jul/03	0,9432%
ago/03	2,7055%
set/03	1,0400%
out/03	0,9500%
nov/03	1,0200%
dez/03	1,0500%

Fonte: Coinvalores (site), 19/12/2003

Em maio deste ano, o imóvel do CDA 1 – ¼ foi locado para a empresa Exata Logística, o que consequentemente causou a recuperação da taxa nominal para 0,94% ao mês em junho.

Em agosto de 2003 a taxa nominal atingiu 2,70% ao mês, resultante de 1,02% receita dos imóveis locados acrescidos de 1,68% pagos pela TINER como garantia de distribuição de rendimentos de 1% sobre o Valor da Emissão dos imóveis desocupados nos períodos de março, abril e maio. O reembolso da garantia ocorreu somente em agosto devido aos trâmites com a CVM.

Atualmente, dezembro de 2003, os imóveis do CD Rio 2 e CDA 3 estão desocupados, sendo que a distribuição de seu rendimento garantido pelo empreendedor, Tiner Empreendimentos, em 1% do valor de emissão das quotas deste imóvel, por tempo indeterminado até sua locação efetiva, isto garante a geração de receita de R\$ 9,99/m² e R\$ 10,44/m² para o CD RIO 2 e CDA 3 respectivamente.

Tabela 16 Pesquisa Mercadológica

4.3 Fatores de Risco

4.3.1 Riscos na Formatação

Embora na constituição do EUROPAR todos os imóveis estavam formatados, problemas quanto à concepção, projeto e escolha do terreno podem ocorrer até mesmo após o CICLO DE IMPLANTAÇÃO.

4.3.2 Riscos na Implantação

O quotista não correu o risco na implantação dos empreendimentos, pois todos os imóveis na constituição do EUROPAR estavam prontos e em sua maioria locados. A inexistência de riscos na implantação é adequada ao investidor conservador, que busca uma aplicação com um padrão de rendimento mais estável e previsível.

4.3.3 Riscos na Operação

4.3.3.1 Desvio de Variáveis da Economia

O aumento de taxas e impostos governamentais pode tornar desinteressante a atividade de algumas empresas, o que pode ocasionar retração na atividade em determinados setores e refletir no setor de logística de distribuição de produtos. As variações cambiais poderão prejudicar as exportações e/ou importações de determinadas empresas e refletir diretamente nesse setor.

Os contratos de locação dos imóveis possuem cláusulas de reajuste anual pela variação do IGP-M/FGV, conforme FII Europar (2002 a), podendo, portanto, afetar a renda devido aos efeitos prejudiciais da inflação em caso de variações substanciais dentro desse período até a incidência do reajuste.

FII Europar (2002 a) informa que a atratividade de investimentos imobiliários está diretamente relacionada ao nível da taxa de juros praticada na economia, o que afeta a colocação das quotas e a destas no mercado secundário, acarretando um menor nível de interesse por investimentos imobiliários.

4.3.3.2 Quebra de Mercado

Embora a TINER garanta geração de receita num patamar mínimo de 1% sobre o valor da emissão da quota do imóvel que estiver desocupado para os quotistas, por tempo indeterminado, é importante destacar que os imóveis objeto de estudo do EUROPAR são destinados para o setor industrial e comercial, em eventual retração econômica, há o potencial risco de permanecerem parcialmente desocupados ou até mesmo, porém com possibilidade de ficarem integralmente desocupados, prejudicando o desempenho na geração de receita.

4.3.3.3 Quebra de Desempenho

O imóvel e suas instalações podem afetar o desempenho da empresa logística em sua Gestão Administrativa e Operação Logística. O EUROPAR através do Fundo de Reposição de Ativos faz a Gestão dos Imóveis para garantir a conservação e *upgrading* dos empreendimentos do Fundo.

Os imóveis do EUROPAR podem se tornar obsoletos tecnologicamente, com o decorrer do tempo, pois o avanço das técnicas construtivas é constante, razão da necessidade de reciclagem ao final do CICLO DE OPERAÇÃO.

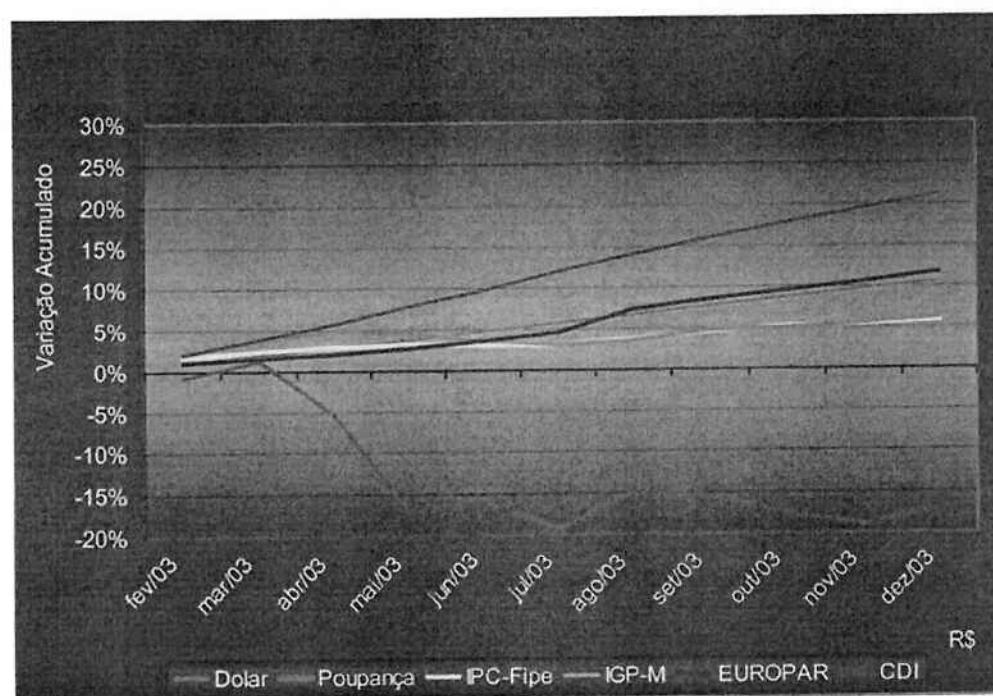
5 CONCLUSÕES

O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO é uma alternativa para solucionar o problema da escassa disposição de recursos financeiros para o mercado imobiliário, ocasionado pela redução do volume de financiamentos disponíveis.

No que se refere ao EUROPAR, o fato deste já estar constituído e distribuindo renda aos seus quotistas pode ser favorável à captação de novos recursos advindos de outros novos investidores que buscam alternativas de investimentos.

Num cenário no qual a variação dos indicadores econômicos é apresentada no Gráfico 4 com os resultados do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, percebe-se que o EUROPAR ofereceu rendimento próximo de aplicações financeiras de cunho conservador, ou seja de baixo risco, como a caderneta de poupança. A rentabilidade acumulada nominal no período de fevereiro a dezembro foi de 11,78 % contra 10,54% obtida na poupança dentro do mesmo período.

Gráfico 4 Variação dos Indicadores Econômicos X EUROPAR



Em síntese, o presente trabalho apresentou um FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO como uma alternativa de investimento para aqueles que buscam diversificar a aplicação de seus recursos financeiros através da aquisição de empreendimentos de base imobiliária. Ao longo do texto, analisou-se os principais aspectos que regem esta tipologia de investimento, abordando as características, desempenho e fatores de risco.

O estudo de caso tratou do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR, criado em dezembro de 2002 para a aquisição de imóveis destinados a dar suporte a logística de distribuição de produtos, setor que tem se desenvolvido bastante no país em particular junto às grandes metrópoles.

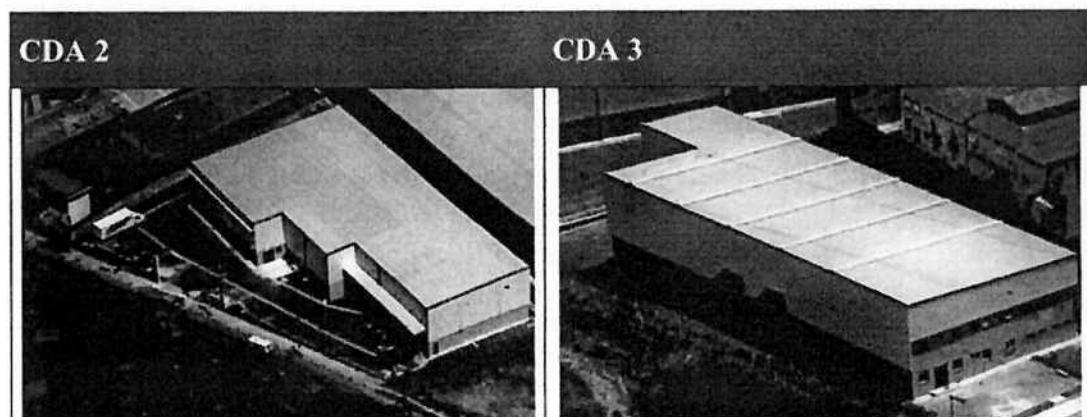
Em termos de expectativas futuras, pode-se afirmar que o cenário macroeconômico do país tende a favorecer a captação de recursos nessa modalidade de investimento, visto que os investidores, à medida que busquem alternativas de aplicação e conheçam com maior propriedade os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, estarão mais confortáveis e seguros para investir em produtos como o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR

**Anexo A - Cadastro de Patrimônio Líquido de
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

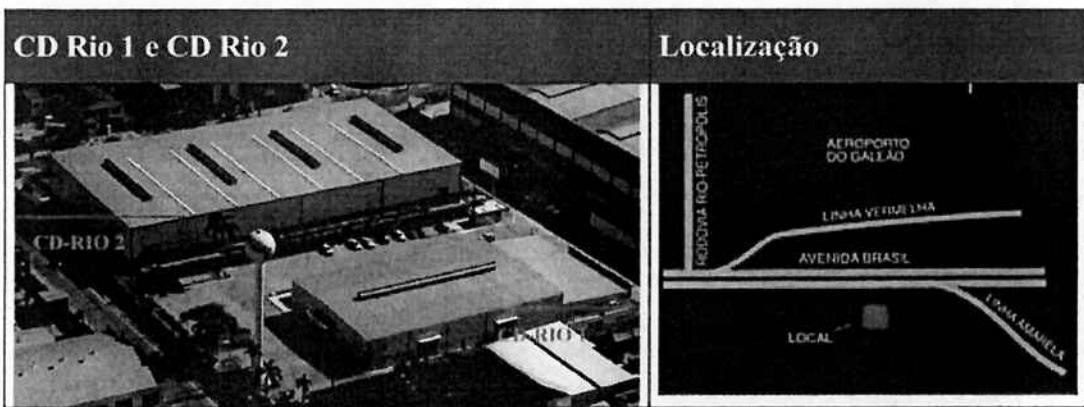
Cadastro De Patrimônio Líquido De Fundos De Investimento Imobiliário				
Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	DATA	Nº DE COTAS	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$)
1	ALDEIA DO VALE FDO DE INV IMOB	31/08/03	1.000.000	5.631.033,36
2	FDO ALPHAVILLE DE INV IMOB	31/08/03	1.200.000	27.924.790,46
3	FDO BRASILIO MACHADO DE INV IMOB	31/08/03	14.000.000	13.333.156,79
4	FDO CAMPINAS INV IMOB	31/08/03	2.500.000	2.500.000,00
5	FDO FINANCIAL CENTER INV IMOB	31/08/03	37.558.582	26.675.174,05
6	FDO FORTALEZA INV IMOB	31/08/03	500.000	40.345.164,13
7	FDO INV IMOB ABC PLAZA SHOPPING	31/08/03	40.000.000	55.303.681,72
8	FDO INV IMOB BCO BBM BARRA FIR	31/08/03	375	2.459.005,73
9	FDO INV IMOB C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW	31/08/03	73.540	7.654.874,25
10	FDO INV IMOB CENTRO TEXTIL INTERN	31/08/03	35.885.118	43.887.169,60
11	FDO INV IMOB CONCAL-BCO BBM EMP JARDIM BOTAN	31/08/03	180	120.647,71
12	FDO INV IMOB CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	31/08/03	69.033.500	71.063.785,68
13	FDO INV IMOB CR2 LARANJEIRAS	31/08/03	10.400	-427.075,49
14	FDO INV IMOB CR2 RJZ I	31/08/03	2.880	-1.833.367,96
15	FDO INV IMOB CR2 RJZ II	31/08/03	38.400	-634.884,98
16	FDO INV IMOB CR2 RJZ III	31/08/03	42.000	1.545.365,03
17	FDO INV IMOB ED ALMIRANTE BARROSO	31/08/03	104.800	99.035.213,68
18	FDO INV IMOB EUROPAR	31/08/03	440.000	43.330.770,58
19	FDO INV IMOB FASHION MALL	31/08/03	110.000	10.733.627,06
20	FDO INV IMOB FATOR-RIO OFFICE	30/06/03	127.671	81.874.682,82
21	FDO INV IMOB GAFISA BANCO BBM	31/08/03	170	297.358,83
22	FDO INV IMOB GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV	31/08/03	840	1.278.211,98
23	FDO INV IMOB GAFISA BCO BBM INTERATIVEFLAT	31/08/03	500	855.287,46
24	FDO INV IMOB GEO GUARARAPES	31/05/03	12.583.000	13.967.700,05
25	FDO INV IMOB HERMES	31/08/03	54.316	51.246.585,10
26	FDO INV IMOB HOSPITAL DA CRIANÇA	31/08/03	200.000	18.258.665,73
27	FDO INV IMOB LOGUS	31/08/03	5.750.000	4.697.801,82
28	FDO INV IMOB MANHATTAN	31/08/03	106.700	19.267.574,26
29	FDO INV IMOB MEMORIAL OFFICE	31/08/03	508.008	49.774.540,79
30	FDO INV IMOB MISTRAL	31/08/03	8.703.994	38.998.303,33
31	FDO INV IMOB MODAL I	31/08/03	6.000	8.936.171,72
32	FDO INV IMOB NOVA MORADA	31/08/03	66.100	39.300.940,42
33	FDO INV IMOB PANAMBY	31/08/03	758.400	174.957.557,64
34	FDO INV IMOB PATEO MOINHOS DE VENTO	31/08/03	233.608	64.145.478,38
35	FDO INV IMOB PAULO OCTAVIO	31/08/03	17.698.472	14.645.717,59
36	FDO INV IMOB PROJ AGUA BRANCA	31/08/03	750.000	88.384.778,90
37	FDO INV IMOB PROPERTY	31/08/03	54.000	-48.541.430,10
38	FDO INV IMOB RIO ATLÂNTICA HOTEL	31/08/03	90.000	8.604.711,47
39	FDO INV IMOB RIO BRAVO	31/08/03	77.000	108.072,19
40	FDO INV IMOB RIVER SHOPPING	31/05/03	17.465.039	4.223.567,27
41	FDO INV IMOB SHOPPING GUARARA	31/05/03	6.932.660	10.898.169,95
42	FDO INV IMOB SHOPPING PÁTI HIG	31/08/03	400.000	36.299.347,72
43	FDO INV IMOB SUPERQUADR 311 NO	31/08/03	279.872	44.407.848,25
44	FDO INV IMOB TIME CENTER	30/06/03	8.998	216.390,28
45	FDO INV IMOB TORRE NORTE	31/08/03	3.935.562	364.550.056,05

Cadastro De Patrimônio Líquido De Fundos De Investimento Imobiliário				
Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	DATA	Nº DE COTAS	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$)
46	FDO INV IMOB TRADE CENTER	31/08/03	42.632	83.068.669,67
47	FDO INV IMOB TROPICAL	31/08/03	20.041.000	15.676.914,58
48	FDO INV IMOB VIA PARQUE SHOPPING	31/08/03	773.664	16.484.166,31
49	FDO INV IMOB VILLE DE FRANCE	31/08/03	1.200	11.061.737,89
50	FDO JK INV IMOB	31/08/03	26.218.723	25.054.282,39
51	FDO MAXXI-1 DE INV IMOB	31/05/03	20.000.000	145.783,62
52	FDO SIGMA DE INV IMOB	31/08/03	80.000	9.695.628,82
53	FP F ANDROMEDA FDO INV IMOB	31/08/03	102.000	9.521.863,16
54	FP F ANDRÔMEDA II FII	31/08/03	123.685	12.378.500,00
55	GUANABARA FDO DE INVT IMOB	31/08/03	3.000	5.557.815,53
56	LAGRA FDO INV IMOB	31/07/03	48.301	83.887.544,00
57	LOGINVEST FDO INV IMOB INDL	31/08/03	17.100	35.097.457,60
58	MINAS INDUSTRIAL FDO INVT IMOB	31/08/03	5.301.000	67.509.904,78
59	PATRIMONIO FDO INV IMOB	31/08/03	8.250.000	223.458,75
60	SC FDO INV IMOB	31/05/03	14.475	23.765.143,17
61	SCP FDO INV IMOB	31/08/03	42.000	6.118.342,92
TOTAL:				1.945.549.434,49
FONTE: CVM, Dados atualizados até 19/9/2003				

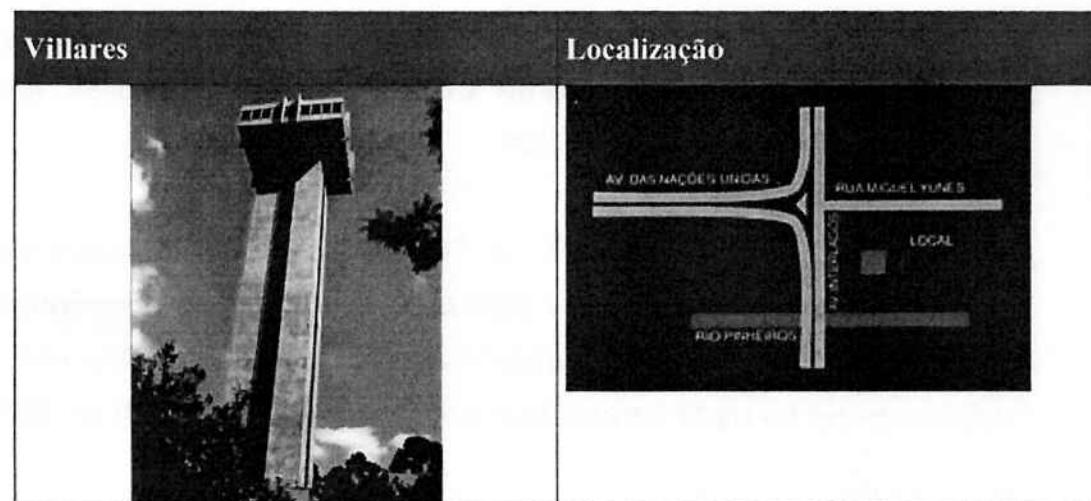
Anexo B - Centro de Distribuição Anhanguera - CDA



Anexo C - Fotos Centro de Distribuição Rio – CD Rio



**Anexo D - Foto Torre de Testes de Elevadores Atlas
Schindler**



LISTA DE REFERÊNCIAS

BRANCO, C.E.C.; MONTEIRO, E.M.A.R. Um Estudo sobre a indústria de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.10, N.20, p.261-296, dez. 2003.

CALADO, L.R.; GIOTTO, R.M.; SECURATO, J.R. Um estudo atual sobre fundos de investimento imobiliário. In: V SEMEAD – Seminário em Administração – FEA-USP, São Paulo, 2001. Anais eletrônicos. São Paulo: FEA-USP. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/5semead/index.htm>>. Acesso em 28 set. 2003.

CARDEAL, R. C-Bond fecha em patamar recorde e risco-país recua. O Estado de São Paulo, 19 dez. 2003. Economia. Disponível em <<http://www.estadao.com.br/economia/noticias/2003/dez/19/130.htm>>.

Cresce mercado de galpões industriais. Informações de Mercado Jones Lang Lasalle. 19 Dez. 2003. Disponível em <<http://www.joneslanglasalle.com.br>>. Acesso em 22 dez. 2003.

CVM. Instrução CVM nº 205, de 14 de Jan. de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em <<http://www.fundoimobiliario.com.br/leis.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

CVM. Fundo de Investimento Imobiliário – Cartilha do Investidor. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/Port/ProtInv/caderno6.asp>>. Acesso em 20 set. 2003.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EUROPAR. Resumo do prospecto Fundo de Investimento Imobiliário Europar. São Paulo. 2002a. 25p. Disponível em <<http://www.coinvalores.com.br/fundoimobiliario/europar/europar.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundo de Investimento Imobiliário Europar: Regulamento de operações.** São Paulo. 2002b. 20p. Disponível em <<http://www.coinvalores.com.br/fundoimobiliario/europar/europar.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundo de Investimento Imobiliário.** O Estado de São Paulo, São Paulo, 14 maio 2002. Suplemento de Fundo Imobiliário, 4 p.

FUNDO IMOBILIÁRIO. São Paulo. Informações sobre a legislação dos REIT e dos Fundos de Investimento Imobiliário. Lista os Fundos de Investimento Imobiliário em atividade e em lançamento, além de notícias do setor. Disponível em <<http://www.fundoimobiliario.com.br>>. Acesso em: 21 de out. 2003.

ROHA LIMA JR., J. **Securitização de Portfolios de Base Imobiliária.** São Paulo: EPUSP, 1993. 23P. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. BT/PCC/99). Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundos de investimento imobiliário e títulos de base imobiliária.** São Paulo: EPUSP, 1994a. 33 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. BT/PCC/130). Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundos imobiliários: valor do portfolio.** São Paulo: EPUSP, 1994b. 60p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. BT/PCC/127). Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundos de Investimento Imobiliário, com portfolio de base imobiliária; notas sobre depreciação do ativo.** São Paulo: EPUSP, 1997. 32p.(Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Engenharia de Construção Civil. BT/PCC/187). Disponível em

<<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Os sistemas Operacionais para Securitização de Portfolios Imobiliários e de Base Imobiliária Via Debêntures.** São Paulo: EPUSP, 1997b. 85p.(Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Engenharia de Construção Civil. BT/PCC/186). Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Novos Produtos Financeiros e o Mercado Imobiliário – Investimento Via Títulos de Securitização.** São Paulo: EPUSP/DCC/GEPE, 1999. 24p. Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Títulos de Investimento com Lastro em Ativos – O Mercado à Espera de um Líder.** São Paulo: EPUSP/DCC/GEPE, 1999b. 25p. Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trust.** São Paulo: EPUSP/UNITAS CONSULTORES, 2001. 7p. Disponível em <<http://www.realestate.br/publicações.htm>>. Acesso em 15 set. 2003.

_____. **Securitização de Portfolios Imobiliários no Mercado Brasileiro.** São Paulo, EPUSP, maio 2003. Palestra proferida aos alunos do MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate, do Programa de Educação Continuada em Engenharia (PECE).

SECURATO, J.R.; SECURATO Jr, J.R.; ZIRUOLO, V.M.; CUNHA,T.S. **Avaliação de desempenho de fundos de investimentos:** O guia de fundos de renda fixa da FIA-FEA/USP. In: IV SMEAD, São Paulo, 1999. Anais eletrônicos...São Paulo: FIA-FEA/USP. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/4semead/index.html>> Acesso em 28 Set. 2003.

TAKAOKA, M. V. **Método para rating de volatilidade dos indicadores da**

qualidade de valores mobiliários resultantes da securitização de empreendimentos de base imobiliária. 2003. 271p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo

Y. TAKAOKA EMPREENDIMENTOS SA. Compromisso Social – 2003, São Paulo. 2003. 37p.

APÊNDICE A – FONTE DE DADOS

O Estado de São Paulo. Disponível em: <www.estadao.com.br>

Banco Central do Brasil – BCB. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. Disponível em <www.bovespa.com.br>

Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro. Disponível em <<http://www.rio.rj.gov.br>>