

CARLOS EDUARDO POLI SISTI

**INVESTIDORES INTERNACIONAIS EM REAL ESTATE –  
IDENTIFICAÇÃO DE FATORES MOTIVACIONAIS,  
ESTRATÉGICOS E TÉCNICOS PARA SUPORTAR A DECISÃO  
DE INVESTIR NO EXTERIOR.**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para a obtenção de Título de Especialista em Real Estate - Economia Setorial e Mercados – MBA-USP.

**Orientador:**

Prof. MEng. Rogério Fonseca Santovito

São Paulo  
2011

MBA/RE  
S1841

**DEDALUS - Acervo - EPEC**



**31400031970**

Sysno: 2271210

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

#### **FICHA CATALOGRÁFICA**

**Sisti, Carlos Eduardo Poli**

**Investidores internacionais em Real Estate: identificação dos fatores motivacionais, estratégicos e técnicos para suportar a decisão de investir no exterior / C.E.P. Sisti. -- São Paulo, 2011.**  
**137 p.**

**Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com ênfase em Real Estate) – POLI.INTEGRA.**

**1. Empreendimentos imobiliários 2. Investimentos estrangeiros I. Universidade de São Paulo. POLI.INTEGRA II. t.**

## DEDICATÓRIA

A meus pais Raul e Delvia, por desde muito cedo acreditarem em mim, confiança é fundamental.

A minha esposa Rejane e ao meu filho Gabriel pela imensa paciência, compreensão da importância deste trabalho na minha vida profissional e do entendimento da minha ausência em diversos momentos de nosso convívio pessoal e social. Isto fez com que as dificuldades pudessem ser amenizadas.

## AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Professor Mestre em Engenharia Rogério Fonseca Santovito, pela orientação segura, incentivo, suporte, dedicação e confiança depositada na elaboração deste trabalho.

A Carina, Caio, Laércio e João Pedro, que de forma direta acompanharam o desenvolvimento e a elaboração deste trabalho.

A toda a equipe da Bracor Investimentos Imobiliário, que auxiliaram com informações e sugestões, sempre dispostos a colaborar quando solicitados.

## RESUMO

O crescimento da demanda imobiliária nos últimos anos vem acompanhado da necessidade de investimentos em diversos setores e melhorias na infraestrutura geral, regulamentações financeiras, fiscais e legais. Com base no crescimento econômico do Brasil e no aumento da procura de investidores internacionais pelo mercado brasileiro de Real Estate, e de investidores Brasileiros realizando investimentos imobiliários internacionais, procurou-se identificar quais são os fatores motivacionais, estratégicos e técnicos utilizados por estes investidores, quando decidem realizar investimentos internacionais. Desta forma, neste trabalho foi feita a identificação dos principais fatores adotados por investidores, estrangeiros e brasileiros, para a realização de seus investimentos internacionais em Real Estate. A metodologia do trabalho envolveu um levantamento para a identificação mais abrangente, desses fatores. Para isso, desenvolveu-se uma enquete que por meio de perguntas sobre temas como estratégias de investimento, processos de tomadas de decisão, tendências em investimento imobiliário, entre outras, pudesse identificar quais os fatores essenciais que motivaram estes investimentos. A enquete foi aplicada no primeiro semestre de 2011, e enviada a grupos de empresas brasileiras e estrangeiras, permitindo assim que fossem comparadas e analisadas as respostas destes dois grupos de investidores imobiliários. Como resultado, puderam-se analisar as similaridades e as divergências entre os fatores dos diferentes grupos de investidores. Fatores estratégicos como pesquisa de mercado, experiência geral e intuitiva, *joint venture* com empresa local, o crescimento econômico do país onde se planejou o investimento, a mitigação de riscos e as razões de se investir internacionalmente foram os principais tópicos analisados entre ambos os grupos. Assim, a identificação dos fatores relativos ao desafio de investir internacionalmente, e das variáveis existentes entre os grupos de investidores, foi suportada pela enquete aplicada e possibilita estudos contínuos sobre este tema.

**Palavras-chave:** investimentos estrangeiros, real estate, decisões de investimento em empreendimentos imobiliários e de base imobiliária.

## **ABSTRACT**

In recent years, the demand growth in Real Estate indicates necessity for investments in various segments and general infrastructure improvements, financial, tax and legal regulations. Based on Brazil's economic growth and increasing demand from international investors for the Brazilian Real Estate, this study tries to identify what are the motivational, strategic and technical factors adopted by these investors, when making overseas investments. Thus, this work was done identifying the factors and strategies adopted by investors, both foreign and Brazilian, to the realization of their international investments in Real Estate. The methodology of this study involved a survey and comprehensive identification, about the factors leading institutional investors, to the challenge of investing in oversea Real Estate. To understand investors' motivations was developed a survey by asking questions on topics such as investment strategies, decision-making processes and trends in Real Estate, among others, to identify the key factors that drive these investments. The survey was carried out in the first half of 2011, and sent to groups of Brazilian and foreign companies, allowing the responses to be compared and analyzed of both groups of investors in Real Estate market. As a result, it was possible to identify the similarities and differences among the factors that motivate different groups of investors. Strategic factors such as market research, general and intuitive experience, a joint venture with a local company, the country's economic growth were the investment was planned and the mitigation of risk, are the main topics of convergence between both groups. The differences occurred mainly in the reason to invest overseas, in which the foreign group pointed out as the most important reason is the search for more attractive rates of return, and the Brazilian group, the emergence of business opportunities abroad. This way, the identification of the main factors, about the challenge of investing overseas, and the variables between different groups of investors, was supported by applied research and provide continuing studies on this topic.

**Keywords:** foreign investments, real estate, investment decisions, real estate market.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AL	América Latina
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BRIC	Anacronismo para Brasil, Rússia, Índia e China
BTS	<i>Build-to-suit</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRS	Direito Real de Superfície
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FDI	<i>Foreign Direct Investment</i>
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IGMI-C	Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial
MC	Média de Classificação
PIB	Produto Interno Bruto
PWN	Pesquisa Worzala e Newell – 1995
PwC	PricewaterhouseCoopers
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
SPE	Sociedade de Propósito Específico

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1– Categoria das empresas brasileiras .....	32
Figura 2 – Categories of foreign companies.....	33
Figura 3– Volume total de investimentos .....	35
Figura 4– Total volume of investments.....	36
Figura 5– Total do investimento imobiliário para cada ativo.....	37
Figura 6– Total value of real estate investment .....	38
Figura 7– Percentual médio dos imóveis internacionais .....	40
Figura 8– Average percentage for foreign real estate .....	41
Figura 9 – Estratégia de investimento imobiliário no exterior.....	44
Figura 10– Oversea real estate investment strategy .....	45
Figura 11– Localização geográfica dos ativos .....	48
Figura 12– Current geographical region allocated.....	49
Figura 13 – Localização geográfica alvo dos ativos .....	51
Figura 14– Target geographical region allocated .....	52
Figura 15– Técnicas utilizadas para a decisão de investimento.....	54
Figura 16– Techniques to make portfolio investment decisions .....	55
Figura 17– Razões para a decisão de investir no exterior .....	58
Figura 18– Rationales to make strategic decision to invest in oversea .....	59
Figura 19– Problemas associados à realização de investimentos imobiliários no exterior .....	62
Figura 20– Problems often associated with oversea real estate investment.....	63
Figura 21– Período típico de investimento no exterior.....	66
Figura 22– Typical hold period for an oversea investment .....	67
Figura 23– Estratégias de investimento.....	68
Figura 24– Decision-making framework .....	69
Figura 25– Mitigação de Riscos.....	71
Figura 26– Additional risk.....	72
Figura 27– Comunicação de desempenho.....	74
Figura 28– Report to investors.....	75
Figura 29– Frequência das avaliações de desempenho .....	77
Figura 30– Periodicity of report to investors.....	78
Figura 31– Veículos de investimentos .....	80
Figura 32– Investment Vehicles.....	81

Figura 33– Impacto da crise financeira 2008/2009 .....	84
Figura 34– Impact of 2008/2009 financial international crisis .....	85
Figura 35– Justificativas para Investimento Imobiliário no Exterior .....	87
Figura 36– Reasons to overseas real estate investment .....	88
Figura 37– Tendência de investimentos imobiliários no exterior para os próximos cinco anos.....	91
Figura 38– Interest in oversea real estate investment in the next five years .....	92

## SUMÁRIO

RESUMO .....	I
ABSTRACT .....	II
Lista de Abreviaturas e Siglas .....	III
Lista de Figuras .....	IV
1 INTRODUÇÃO .....	1
1.1 Contexto.....	1
1.2 Objetivo e finalidade da pesquisa .....	5
1.3 Metodologia da pesquisa.....	7
1.4 Estrutura de Monografia .....	11
2 INVESTIMENTOS INTERNACIONAIS .....	12
2.1 O Investidor Internacional.....	12
2.2 Fatores Estratégicos .....	14
2.3 Fatores Técnicos .....	18
2.4 Fatores Motivacionais .....	24
3 ESTUDO DE CASO .....	27
3.1 Estrutura da Pesquisa .....	27
3.2 Informações Básicas.....	31
3.2.1 Questão 1 - Identificação .....	31
3.2.2 Questão 2 – Categoria da Empresa .....	32
3.3 Carteira de Investimentos .....	35
3.3.1 Questão 3 – Volume Total de Investimentos .....	35
3.3.2 Questão 4 – Volume de Investimento Imobiliário .....	37
3.3.3 Questão 5 – Percentual dos Investimentos Imobiliário para Imóveis no Exterior .....	40
3.4 Investimentos em Ativos Imobiliários no Exterior .....	44
3.4.1 Questão 6 – Estratégia de Investimento .....	44

3.5	Localização Geográfica dos Ativos Existentes .....	48
3.5.1	Questão 7 – Percentual da Quantidade Atual de Ativos por País.....	48
3.5.2	Questão 8 - Percentual da Quantidade Alvo de Ativos por País.....	51
3.6	Processos de Tomadas de Decisão de Investimento.....	54
3.6.1	Questão 9 – Técnicas para Suportar as Decisões de Investimento .....	54
3.6.2	Questão 10 - Razões para a Decisão de Investir em Real Estate no Exterior .....	58
3.6.3	Questão 11 – Problemas Associados à Realização de Investimentos no Exterior .....	62
3.6.4	Questão 12 – Período para Investimento Imobiliário no Exterior .....	66
3.6.5	Questão 13 – Estratégia de Investimentos em Real Estate.....	68
3.6.6	Questão 14 – Políticas para a Mitigação de Riscos .....	71
3.6.7	Questão 15 – Comunicação de Desempenho dos Investimentos aos Investidores .....	74
3.6.8	Questão 16 – Frequência dos Relatórios Enviados aos Investidores .....	77
3.6.9	Questão 17 – Veículos de Investimento em Real Estate no Exterior.....	80
3.7	Tendências nos Investimentos Imobiliários .....	84
3.7.1	Questão 18 – Impacto da Crise Financeira de 2008 / 2009 .....	84
3.7.2	Questão 19 – Justificativa para o Investimento Internacional em Real Estate.....	87
3.7.3	Questão 20 - Identificação dos Interesses nos Investimentos em Real Estate.....	91
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	94
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	101
	ANEXO I .....	106

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 Contexto

O crescimento da economia brasileira nos últimos anos, a estabilidade monetária com modernização regulatória, bons fundamentos macroeconômicos e políticas de transições entre poderes governamentais sem turbulências, demonstram uma condição de maior transparência e segurança para o recebimento, no país, de investimentos estrangeiros.

Diversos autores, entre eles (BAUM, MURRAY, 2011), (LIESER, GROH, 2010) e (NEWELL, WORZALA, 1995) destacam que os mercados globalizados têm permitido aos investidores diversificarem seus ativos em bases mundiais, direcionando seus investimentos para locais onde a produtividade e as expectativas de retorno são altas e os riscos adequados. Assim, grande número de investidores vem buscando nos mercados internacionais, por meio de investimentos diretos ou com o uso de intermediários, alternativas para seus investimentos em Real Estate, desta forma impulsionando e reduzindo barreiras para o fluxo de investimento estrangeiro direto (IED).

Segundo o documento “O investimento estrangeiro direto na América Latina e Caribe – 2011” elaborado pela CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e Caribe) os países da América Latina mostraram grande resistência frente à crise financeira mundial, convertendo-se na região com o maior crescimento, nos fluxos de investimento estrangeiro direto, em nível mundial. O Brasil, destacado pelo seu crescimento econômico, foi um dos destinos mais procurados para recebimento deste fluxo de investimento. A entrada de investimento estrangeiro direto no país é, de acordo com (LIESER, GROH, 2010), um importante padrão de comportamento na condição do ambiente de investimento em Real Estate.

Ainda conforme o documento da CEPAL, a quantia dos investimentos estrangeiros direto do Brasil para o exterior no ano de 2010 teve crescimento de 188% frente a 2009, sendo o aporte de capital destinado a diversos setores, mas principalmente os de extração mineral, manufatureiro, metalurgia e serviços, principalmente financeiros. O setor de investimentos imobiliários não constava desta lista, sendo, portanto, um segmento que poderia ser explorado por empresas de Real Estate que tivessem como meta sua internacionalização.

Para que o Brasil pudesse se aproximar dos novos requisitos internacionais em termos de padrões contábeis, principalmente na convergência para o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), são descritos a seguir, e alguns marcos regulatórios contábeis, indicados pela (PwC, 2010), colocam o Brasil, no contexto do mercado global, em um novo patamar de transparência e competitividade;

- A instrução 457 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu que desde o ano de 2010 a apresentação dos balanços de todas as empresas de capital aberto deveria seguir o modelo de acordo com a *International Financial Reporting Standards* (IFRS).
- A lei 11.638/07, com implantação a partir de 2008, que apresentou várias melhorias nos demonstrativos de renda dos balanços das empresas, aproximando-as das práticas contábeis internacionais, trazendo maior transparência e melhor comparação para os resultados e performances apresentados pelas empresas do setor.
- O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) que a partir do ano 2008 publicou uma série de orientações técnicas endereçadas ao mercado, esclarecendo as principais questões relativas aos procedimentos de contabilidade para as empresas de Real Estate, no que tange a assuntos relativos ao tratamento das comissões de venda, despesas com promoção, publicidade e marketing e outras atividades correlacionadas bem como a reformulação do nível de preço durante a fase de construção e após a entrega do imóvel.
- O tratamento contábil aplicado às transações de securitização ou para as Sociedades de Propósito Específicas (SPE) por assegurar que o desenvolvimento da propriedade é factível. A CVM publicou várias resoluções para este tema e o Banco Central do Brasil introduziu nova regra contábil para estas transações.

A empresa de consultoria PricewaterhouseCoopers, em seu documento “*Doing Business and Investing in Brazil, 2010*”, aponta que o Brasil merece especial atenção enquanto se prepara para o futuro. O país tem grande demanda por infraestrutura, e necessita promover investimentos públicos e privados em áreas como saúde e

educação. Dentre as prioridades, encontram-se a reforma da tributação em geral e o controle dos gastos públicos para estimular o crescimento econômico.

Como outros países do grupo de países emergentes, segundo o relatório *Brazil Unbound* (HSBC-2010), o Brasil, para melhoria de seu desenvolvimento econômico, necessita de investimentos em infraestrutura e sofre com problemas conjunturais, tais como, ineficiência das leis, corrupção, alto nível de desigualdade social e pobreza.

Diversos motivos dificultam o incremento dos investimentos. Setores como os de logística e fabril, encontram obstáculos em setores correlatos como o de transportes. Para investimentos na área habitacional, as dificuldades estão nos setores de infraestrutura básica, como saneamento e energia.

Estas deficiências, que atrapalham a alocação de investimentos no país, podem também estimular a possibilidade dos investidores participarem, não somente do investimento imobiliário, mas da melhoria necessária ao desenvolvimento destes setores.

Estudo de (TAIAR, 2010), ressalta que apesar das boas notícias referentes ao Brasil, não é fácil realizar negócios no país. O Brasil tem grandes desafios a serem superados nos próximos anos, tais como:

- Múltiplos impostos, com rápida mudança da legislação, a qual afeta os planos de investimentos de longo prazo e aumentam as taxas de risco.
- Complexas regulações para as leis trabalhistas, com alta taxa de impostos sobre comissões e salários.
- Significante número de empresas familiares, para as quais se requer especial atenção no período de pós-aquisição, tais como governança corporativa, controles internos, integração de plataformas de tecnologia da informação, etc.
- Rápida mudança nas condições dos negócios.
- Deficiência em financiamento local, especialmente de longo prazo, associado a alta taxa de juros.

Em contrapartida, o relatório Brazil Real Estate (BUSINESS MONITOR INTERNATIONAL, 2010), indicou que de todos os países em que o setor de Real Estate foi pesquisado, o Brasil colocou-se entre os países no qual a perspectiva geral era particularmente promissora, devendo ter um contínuo crescimento, graças ao

preço das commodities exportadas e em parte ao ímpeto para investimentos e turismo em razão dos eventos da Copa do Mundo de Futebol em 2014 e das Olimpíadas de Verão em 2016 na cidade do Rio de Janeiro.

Desde o ano de 2008, o Brasil obteve das três grandes agências de avaliação de crédito<sup>1</sup>, o patamar de *Investment Grade*. Esta classificação de crédito permitiu que diversos investidores, gestores e fundos de investimentos internacionais, pudessem alocar seus recursos no país, pois eram impedidos por estatutos internos, de fazerem investimentos em países sem este grau de avaliação.

O crescente deslocamento dos pólos de desenvolvimento, no país, dos grandes centros urbanos para o interior e o litoral, incentivados pelo desenvolvimento dos negócios ligados à exploração de petróleo, gás, agronegócio e mineração também levaram ao incremento das construções e dos investimentos em Real Estate. Os aumentos nos investimentos e nas ofertas de financiamento imobiliário vêm ocorrendo de forma consistente, permitindo que o setor imobiliário possa, cada vez mais, contar com os mecanismos de estruturação financeira, necessários para o atendimento das demandas de financiamento imobiliário.

O mercado brasileiro tem mostrado uma melhoria contínua na qualidade do investimento, e alguns fatores podem ser analisados sob a perspectiva do investidor que investe internacionalmente. As operações de finanças estruturadas continuam em constante melhoria e tornam-se cada vez mais consolidadas, dentro das atividades de financiamento imobiliário. Os custos e riscos financeiros podem ser reduzidos, por meio da transferência dos riscos associados a estas operações. A transferência dos riscos dos ativos, na emissão de títulos lastreados nestes ativos, tinha na operação de securitização<sup>2</sup> o exemplo mais utilizado desta estrutura.

---

<sup>1</sup> As agências de classificação de risco, atuantes no Brasil são Fitch Ratings, Moody's e Standard & Poor's. As agências atribuem notas de risco ou classificação de crédito, em razão de diversos fatores que avaliam a segurança nos investimentos e riscos de crédito de países, empresas, bancos, etc...

<sup>2</sup> Segundo Rocha Lima Jr., 1999 – Securitização resulta de uma tradução do termo *securitization* em inglês e significa “associar o ativo a uma *security* – um título de investimento”.

Portanto, a necessidade que o Brasil tem para a melhoria de seu desenvolvimento vem acompanhada de oportunidades, as quais os investidores do setor de Real Estate, podem aproveitar. O déficit habitacional, a baixa taxa de vacância para os imóveis corporativos, o crescimento do consumo, e desta forma a necessidade de novas fábricas, pontos de vendas, shoppings centers, centros de distribuição, aliado as necessidades de melhoria na infraestrutura viária, dos aeroportos e na área de logística, oferecem ao investidor internacional de Real Estate, opções para a diversificação de seu portfólio de investimentos.

De fato, neste momento de crescimento econômico do Brasil, empresas estrangeiras e fundos de investimento têm procurado o país como alternativa para seus investimentos internacionais. Em contrapartida, empresas brasileiras estão buscando, também como alternativa, realizar investimentos imobiliários no exterior.

As melhorias no cenário de investimentos internacionais propiciou a realização, por parte de investidores brasileiros, de investimentos imobiliários internacionais. A identificação de quais os principais fatores que levaram os investidores, especificamente no setor de Real Estate, a investirem internacionalmente serão discutidos ao longo deste trabalho.

## **1.2 Objetivo e finalidade da pesquisa**

O objetivo deste trabalho foi o de identificar os principais fatores, motivacionais, estratégicos e técnicos que levam investidores imobiliários a investirem internacionalmente.

O trabalho foi desenvolvido para que se pudesse identificar quais os principais fatores que influenciam a decisão das empresas de investimento imobiliário, a adotarem como alternativa o investimento internacional em Real Estate.

Como investidores imobiliários internacionais, foram considerados aqueles cuja atuação no exterior se dá tanto de forma direta, pela aquisição e propriedade de ativos imobiliários, quanto por empresas que participem de forma indireta, ou seja, comprando ações de empresas imobiliárias locais ou participando de fundos de investimento imobiliários.

Para identificação destes motivos, foram analisados diversos fatores, tais como: fatores motivacionais, considerando a falta de oportunidades domésticas para novos investimentos imobiliários, a diversificação do portfólio, o impacto da crise financeira internacional em 2008 e a busca de melhor atratividade para a taxa de retorno; fatores estratégicos, tais como o volume de investimentos, as abordagens de negócios mais utilizadas e os problemas relacionados aos investimentos no exterior; e fatores técnicos como modelos para decisão na alocação dos ativos, os problemas enfrentados pelas empresas após a realização do investimento internacional, a política de mitigação de riscos e o período típico para um investimento imobiliário no exterior.

Para identificação dos fatores que contribuem para a tomada de decisão de uma empresa em investir internacionalmente, foi elaborado um questionário, contemplando os principais fatores motivacionais, estratégicos e técnicos para esta decisão. Tal questionário foi enviado a dois grupos de investidores, brasileiros e estrangeiros, procurando traçar um comparativo dos fatores entre os dois grupos.

Os temas abordados nos questionários buscaram identificar qual a categoria das empresas participantes, os tipos de investimentos por ela realizados, as estratégias e técnicas de investimento utilizadas, o tamanho de seus investimentos, os fatores motivacionais para a realização de investimentos estrangeiros em Real Estate, e o comportamento da empresa frente aos riscos destes investimentos, no momento da enquete.

Desta forma analisaram-se, individualmente, as respostas que motivaram os investidores estrangeiros e brasileiros a investirem no exterior, tais como, risco cambial, cultura empresarial para investimento no exterior, técnicas utilizadas para decisões de investimento, razões para a busca de investimento no exterior, problemas enfrentados quando o investimento no exterior já havia sido realizado e estratégias para mitigação de riscos.

A comparação entre as respostas destes dois grupos, indicando tópicos de convergência e divergência em suas estratégias de investimento, também fez parte deste estudo.

Com o incremento dos investimentos internacionais em Real Estate, em todo o mundo, a importância deste estudo é a de fornecer dados para auxiliar as empresas que optarem pela alternativa de investir no exterior, na formulação de suas

estratégias de investimento. Os resultados também poderão ajudar as empresas que pretendem a realização de investimentos imobiliários internacionais a identificarem as dificuldades e problemas enfrentados por outras empresas que já atuam neste tipo de investimento internacional e assim auxiliar na definição de algumas das estratégias adotadas quanto ao desafio de se investir internacionalmente em Real Estate.

Espera-se também que a presente enquete sirva como suporte para novas pesquisas que venham a ser desenvolvidas relativas ao tema de investimentos internacionais em Real Estate, pois os resultados apresentados neste trabalho refletem a realidade do momento em que foram elaboradas e o comportamento do mercado de Real Estate, o qual por ser dinâmico, está em constante mudança.

Não se pretendeu esgotar, neste trabalho, todas as análises que compõem a complexa decisão de investir internacionalmente no setor de Real Estate e também não se pretendeu abranger todos os aspectos que envolvem os investimentos internacionais; suas complexidades legais, tributárias e fiscais, bem com o comportamento peculiar, político e econômico de cada país.

### **1.3 Metodologia da pesquisa**

A enquete se iniciou com uma revisão bibliográfica realizada por meio de consultas a *journals*, relatórios de empresas de consultorias fiscais e imobiliárias, relatórios de bancos de investimento, livros com abordagem no mercado de Real Estate, teses, artigos técnicos e sites na internet.

A pesquisa bibliográfica buscou reconhecer o panorama do crescimento econômico do Brasil e os desafios decorrentes deste crescimento para o setor imobiliário. Este panorama serviu como contextualização do ambiente aonde a pesquisa se conduziu.

Procurou evidenciarem-se assuntos relacionados aos sentimentos<sup>3</sup> ou a formação das expectativas dos agentes de mercado, fator que não se mede sistematicamente, pois decorre de variáveis como juros, inflação e câmbio e é o reflexo de fatores fundamentais, como política econômica e situação dos mercados internacionais e dos fatores que motivaram investidores à decisão de investirem internacionalmente.

Pôde-se constatar que a bibliografia nacional possui poucos títulos que versam sobre o tema de investimentos internacionais em Real Estate, na sua maioria trabalhos acadêmicos que discutem os investimentos internacionais realizados no Brasil.

Já no âmbito da literatura internacional, identificou-se um conjunto de autores que investigam o interesse crescente dos investidores em diversificar seu portfólio de ativos, utilizando-se da alternativa dos investimentos internacionais.

No *Journal of Real Estate Portfolio Management*, deparou-se com o estudo “International Real Estate: A Review of Strategic Investment Issues” de Elaine Worzala e Graeme Newell de 1995, onde é apresentada uma comparação entre duas coletas de dados, realizadas com investidores imobiliários provenientes da Europa e do Sudeste Asiático<sup>4</sup>.

Este estudo motivou o desenvolvimento do questionário para a enquete deste trabalho. As questões foram desenvolvidas tendo como base uma adaptação do questionário utilizado por Elaine Worzala em seu estudo no ano de 1994. A estrutura dos tópicos das questões foi mantida quando o tema discutido foi atemporal. Da

<sup>3</sup> O termo sentimento, traduzido de *sentiment* nos textos pesquisados indica, segundo o *Dictionary of Finance and Investment Terms – Barrow's, 7th Edition*, o ânimo dos investidores, com as tendências de alta e baixa dos mercados. Muitos analistas técnicos olham para esta tendência de forma inversa – isto é, quando a maioria dos investidores está otimista, o mercado está prestes a cair, e quando a maioria está em baixa, o mercado está prestes a subir. No mercado brasileiro este termo pode ser utilizado como “a expectativa dos agentes de mercado”.

<sup>4</sup> O estudo *International Real Estate: A Review of Strategic Investment Issues* de (WOZALA, NEWELL, 1995), analisa os resultados de duas avaliações feitas com investidores interessados em imóveis internacionais (Europeus e do Sudeste Asiático). A primeira coleta de dados para o estudo foi apresentado em *Overseas Property Investments – How Are They Perceived by the Institutional Investor?* de (WORZALA, 1994) produzida no ano de 1991 predominantemente com investidores Britânicos, Holandeses e Alemães. Após a elaboração deste estudo, foi feita uma segunda coleta de dados, no ano de 1993, desta vez com investidores do Sudeste Asiático, de países como Austrália, Hong Kong, Japão, Malásia e Singapura, as respostas foram apresentadas no trabalho *The role of international property in investment portfolios* de (NEWELL, WORZALA, 1995).

mesma forma, questões foram eliminadas por não fazerem sentido na atualidade e outras foram criadas especificamente para esta monografia.

Na enquete desta monografia, procurou-se um enfoque nos Investidores Internacionais<sup>5</sup>, sem necessariamente pertencerem à determinada região geográfica, que buscavam realizar, no momento da enquete, seus investimentos no exterior, e investidores brasileiros, que tinham como uma das alternativas de seus negócios, os investimentos em Real Estate fora do país.

O questionário buscou respostas para os seguintes tópicos, que serão discutidos com mais detalhes no Estudo de Caso:

#### Dados da Companhia / Background Information.

##### 1. Sobre a Carteira de Investimentos / About the Investment Portfolio.

O propósito deste tópico foi poder avaliar qual o percentual de investimentos imobiliários internacionais que a empresa tinha, dentro do seu portfólio total de investimentos.

##### 2. Investimentos em Ativos Imobiliários no Exterior / Investments in Real Estate Assets Abroad.

Este tópico buscou obter informações sobre a estratégia da empresa com relação ao investimento internacional em Real Estate. A manutenção, crescimento, ou diminuição dos investimentos com relação ao seu estágio atual.

---

<sup>5</sup> Para efeito da realização desta enquete, foi considerado o termo “Investidores Internacionais ou Estrangeiros em Real Estate” como sendo a empresa que possui investimentos imobiliários ou de base imobiliária em qualquer país, que não seja o seu país de origem.

3. Sobre Investimentos em Real Estate no Exterior / On Real Estate Investments Abroad.

Este tópico investigou em quais regiões os investimentos imobiliários estavam alocados, no momento da enquete, e quais os países alvos, para investimentos futuros, desta forma mostrando o destino da alocação dos novos investimentos.

4. Sobre o Processo de Tomada de Decisão de Investimento / On the Process of Making an Investment Decision.

O conjunto de respostas deste tópico identificou os processos para a tomada de decisão de investir internacionalmente em Real Estate que foram adotados pelas empresas.

5. Tendências em Investimentos Imobiliários / Trends in Real Estate Investments.

Solicita que a empresa explicitasse a tendência de seu interesse em investir internacionalmente nos próximos cinco anos.

O questionário foi elaborado nas versões em português e inglês, com o mesmo teor das perguntas em ambos e, para simplificação da resolução, a maioria das questões foi formulada com estrutura de respostas em múltipla escolha, solicitando-se a escolha na escala de (1) a (5), onde (1) indicava pouca importância e (5) grande importância. No Anexo I encontram-se os modelos das versões em português e inglês dos questionários enviados.

Com a utilização da ferramenta de coleta de dados *on line*, *Survey Monkey* ([www.surveymonkey.com](http://www.surveymonkey.com)), a enquete foi enviada durante os meses de Abril e Maio de 2011, por meio de mensagem eletrônica, a um total de 78 (Setenta e oito) destinatários, representando 67 (sessenta e sete) empresas, sendo 49 (quarenta e nove) representantes de empresas Brasileiras e 29 (vinte e nove) de empresas estrangeiras.

Com base nas respostas obtidas, elaborou-se uma análise comparativa dos fatores que levaram os investidores estrangeiros e brasileiros à decisão de investirem internacionalmente. A comparação dos resultados das respostas dos dois questionários pode ser usada para estudar atitudes, tendências, convergências e divergências de comportamentos passados, identificando assim os principais fatores

que motivaram os investidores imobiliários a realizarem seus investimentos internacionais.

Ressalta-se que não se pretendeu uma generalização dos resultados, uma vez que o universo estudado não permite esta generalização. Como as amostras foram auto-escolhidas, não puderam ter a sua característica estatística inferida. Porém, os resultados obtidos por meio da enquete permitiram identificar procedimentos adotados pelos respondentes, que mesmo restrito aos grupos estudados, foi adequada à realização da análise comparativa.

#### **1.4 Estrutura de Monografia**

A estrutura desta monografia foi organizada de forma a apresentar a sequência da elaboração da enquete realizada e a busca de seus objetivos. Esta monografia foi dividida em três partes, mais a INTRODUÇÃO, onde é apresentado o contexto com o cenário de investimento Brasileiro, mostrando a perspectiva com que diversas entidades e empresas estrangeiras veem o país e seu posicionamento frente ao crescimento econômico e a determinação de marcos regulatório, como forma de atingir novos patamares de produtividade e quais os objetivos e a metodologia empregada para a realização do trabalho de pesquisa.

O CAPÍTULO 2, por meio de pesquisa bibliográfica, descreve alguns conceitos para os sentimentos bem como a indicação dos fatores motivacionais, estratégicos e técnicos dos investidores internacionais, onde, entre outras, ressalta-se, como alternativa a diversificação de seu portfólio de investimentos. Os estudos de (WORZALA, NEWELL, 1995) auxiliaram a elaboração da pesquisa deste trabalho, apresentada no CAPÍTULO 3.

O CAPÍTULO 3 descreve o estudo de caso, sendo apresentados os resultados da enquete realizada, com empresas atuantes no mercado brasileiro e internacional de Real Estate. Com a caracterização da amostra dos participantes e sua divisão em dois grupos, o grupo brasileiro e o grupo estrangeiro, analisou-se o resultado das respostas do questionário, dos pontos convergentes e divergentes das estratégias adotadas por ambos os grupos.

O CAPÍTULO 4 apresenta as considerações finais e encerra o trabalho comparativo dos resultados da enquete.

## 2 INVESTIMENTOS INTERNACIONAIS

### 2.1 O Investidor Internacional

O panorama anteriormente apresentado demonstra o potencial que o Brasil tem para o crescimento no setor de investimento imobiliário. Contudo diversos fatores relativos aos agentes de mercado influenciam nas motivações que levam os investidores estrangeiros, ao desafio de investirem internacionalmente no setor de Real Estate, considerando-se desta forma, não somente os investidores internacionais que investem no Brasil, como investidores Brasileiros que iniciam o processo de investirem internacionalmente em Real Estate.

Conforme CLAYTON, LING E NARANJO, (2008), a teoria financeira clássica indica que os preços dos ativos em mercados estabilizados são reflexos racionais e não existe padrão para o sentimento do investidor. A incapacidade do modelo-padrão utilizado para explicar os dramáticos aumentos repentinos e subsequentes quedas nos preços dos ativos, tem levado ao desenvolvimento de abordagem financeira “comportamental” para a avaliação dos ativos. Neste modelo comportamental, o sentimento do investidor pode ter um padrão na determinação dos preços dos ativos, independente das regras do mercado. Assim contrário à teoria clássica, os mercados não seriam eficientes e os agentes não seriam racionais.

Os investidores estrangeiros buscavam avaliar o comportamento do mercado imobiliário por meio da análise de diversos fatores, concernentes também as situações políticas e econômicas, tanto dos países de origem dos investidores, quanto dos países de destino dos investimentos. Entre os itens que deveriam fazer parte da análise na rotina de investimentos estavam alguns requisitos básicos, tais como, taxa de retorno, período de payback<sup>6</sup>, stakeholders<sup>7</sup> e avaliação do risco.

Nesta seção, buscou-se identificar, quais as expectativas que os investidores, que investem fora de seus países de origem, tinham em relação aos resultados de seus

<sup>6</sup> Quantidade de tempo futuro, necessário para que as entradas de recursos financeiros acumulados igualem o valor investido inicialmente.

<sup>7</sup> Qualquer um que possa ser afetado pela decisão, neste caso, de investir.

investimentos e também quais os fatores considerados para a decisão da realização do investimento internacional em Real Estate.

Procurou-se reconhecer que a expectativa do investidor internacional em Real Estate, parte dos mesmos princípios, estratégias e motivações que levam o investidor de outros setores a investirem internacionalmente.

A primeira suposição, segundo DELONG et al. (1990)<sup>8</sup> apud BAKER, WURGLER, (2007), é que os investidores estão sujeitos ao sentimento e que no sentido amplo este “sentimento do investidor” é a crença sobre o fluxo de caixa futuro e os riscos do investimento, que não são justificados pelos fatos do momento.

BANDOPADHYAYA, (2006), aponta que fatores não econômicos, tais como o sentimento dos investidores, estavam se tornando cada vez mais determinantes para a análise de preço dos ativos.

As afirmações anteriores reconhecem que alguns investidores não são “racionais” e que o comportamento destes investidores gerou decisões de negócios com base em informações que não acompanham as regras tradicionais de mercado.

Não obstante a importância dos fundamentos<sup>9</sup> e do sentimento do investidor na dinâmica para determinação dos preços em Real Estate CLAYTON, LING, NARANJO, (2008) afirmam que não existiam pesquisas (no mercado americano, no ano de 2008) que investigassem a influência destes fundamentos e dos sentimentos do investidor. Os autores mostraram, ainda, que os fundamentos foram o principal vetor para a taxa de retorno, entretanto o sentimento também teve um desempenho importante no padrão de comportamento para a precificação dos ativos.

Outros fatores que indicaram as atitudes dos investidores internacionais são descritas a seguir, como forma de contextualizar a elaboração do questionário da enquete, dentro dos principais tópicos de discussão mostrados neste trabalho, ou seja, a identificação dos fatores motivacionais, estratégicos e técnicos que levaram os investidores a decisão de investirem internacionalmente.

<sup>8</sup> DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann, “Noise Trader Risk in Financial Markets” – Journal of Political Economy- 98, 1990.

<sup>9</sup> O termo Fundamento, aqui utilizado diz respeito à taxa de juros, expectativa de inflação e condições do mercado local e do país.

## 2.2 Fatores Estratégicos

Dentre os fatores estratégicos que levam as empresas a investirem internacionalmente, vários são apontados na literatura especializada:

- Volume total dos investimentos da empresa nos diversos ativos,
- Valor total dos investimentos imobiliários,
- Do total dos investimentos imobiliários da empresa, qual o percentual para investimentos em ativos imobiliários no exterior,
- Estratégia atual da empresa frente aos investimentos em ativos imobiliários no exterior,
- Percentual atual dos ativos imobiliários sobre o total dos ativos imobiliários no exterior, para cada região geográfica,
- Percentual alvo dos ativos imobiliários, sobre o total dos ativos imobiliários pretendidos, para cada região geográfica,
- Razões para a decisão de investir em Real Estate, no exterior,
- Abordagens estratégicas mais utilizadas pelas empresas para a realização dos investimentos imobiliários.

O conjunto de planos estratégicos define a estratégia global de cada empresa. Os planos estratégicos teriam grande influência em cada momento histórico, dependendo da situação financeira da empresa, da condição política, econômica e geográfica do país destino dos investimentos, da busca pela empresa de novos desafios gerenciais, da procura pela diversificação de seus ativos, entre outros.

De acordo com (WORZALA, NEWELL, 1995), durante os últimos anos uma significativa quantidade de pesquisas indicou que investimentos internacionais proporcionaram benefícios, com a redução de riscos e o aumento no desempenho do portfólio e somente nos últimos anos pesquisadores tem explorado os benefícios da diversificação, associado com o investimento internacional em Real Estate, dentro de um portfólio misto de ativos.

GEURTS, JAFFE, (1995) afirmam que um dos aspectos do processo de seleção de portfólio pode ser a combinação de ativos por meios das fronteiras geográficas, e que o principal argumento em favor da diversificação internacional é que os

investimentos estrangeiros oferecem potencial adicional de diversificação para promover a redução no risco total do portfólio.

Outra forma de tratar a questão estratégica seria por meio de análises de investimento, como as denominadas “abordagem de baixo para cima” (*bottom up – approach*) e a “abordagem de cima para baixo” (*top down – approach*) em tradução literal.

Estas estratégias de investimento são discutidas em vários textos, assim podem-se definir os termos da seguinte forma<sup>10</sup>:

- Abordagem de baixo para cima – Investimento que procura por grande desempenho de um produto específico, antes de considerar o impacto das tendências econômicas. As empresas podem ser identificadas a partir de relatórios, ou conhecimento de produtos e serviços. Esta abordagem pressupõe que as empresas podem apresentar bons resultados, mesmo em um setor econômico que não apresenta um bom desempenho.
- Abordagem de cima para baixo - Método no qual um investidor, primeiro analisa as tendências gerais da economia, e então seleciona os setores e as empresas que devem beneficiar-se desta tendência.

CLAYTON, LING, NARANJO, (2008) destacam que a estratégia de baixo para cima (*bottom-up*) tem sido adotada pela maioria dos pesquisadores em finanças comportamentais, e que atrai psicologicamente o investidor, por explicar os motivos pelo qual investidores reagem aos retornos decorridos e as informações sobre os fundamentos do mercado. Salientam que a estratégia de cima para baixo (*top-down*) tem também uma abordagem na qual o primeiro passo é originar medidas dos índices do sentimento do investidor para o portfólio.

BLASCHKA, (2003) salienta que o investimento em Real Estate tem se tornado cada vez mais complexo e exige altos níveis de sofisticação. Junto a este maior grau de complexidade e sofisticação, muitas ferramentas estão disponíveis para construção de um portfólio que atenda a uma específica tolerância ao risco. Destaca ainda o autor, que o investidor hoje pode agregar mais valor no seu programa e melhor gerir seu

<sup>10</sup> Dictionary of Finance and Investment Terms, Barron's – 7<sup>th</sup> Edition.

risco pela estratégia de cima para baixo (*top-down*) planejando e desenvolvendo com maior clareza suas diretrizes de investimento e processos para atingir a estratégia e a medida do valor produzido. Considera-se que a estratégia de cima para baixo é importante para o gerenciamento do risco e a adição de valores ao portfólio. Evidencia também que muitos investidores despendem uma desproporcional quantidade de tempo ao investimento ou seleção da propriedade e pouco tempo na estratégia de desenvolvimento do negócio.

No trabalho de WORZALA, NEWELL, (1995), a maioria dos respondentes indicou a utilização de uma combinação entre as duas estratégias, sendo que para os investidores europeus, a maioria preferiu a abordagem de cima para baixo.

Como salientado por WANKE, (2008), as duas abordagens constituem diferentes *modus operandi* para se chegar dentro de uma determinada previsão de planejamento. Deve ser lembrado que dentro das organizações cada uma das abordagens pode, individualmente, ser mais aderente a um determinado horizonte de planejamento e/ou tipo de tomada de decisão. Ainda segundo WANKE, (2008) a abordagem *top-down* tende a ser empregada em horizontes de tempo mais longos e para dados mais agregados, ao passo que a abordagem *bottom-up* tende a ser adotada em horizontes de tempo mais curtos e para itens individuais.

SOUZA, (2001) indica que a abordagem *top-down* deverá ser conduzida pela área de pesquisa e enfatiza a utilização do mercado imobiliário e de modelos de previsão econômica para selecionar os tipos de produtos e regiões geográficas para potenciais aquisições. A abordagem *bottom-up*, ainda segundo SOUZA, (2001), é uma estratégia que se baseia fortemente na experiência da equipe e no tipo de imóvel a ser adquirido. O valor dessa abordagem reflete-se na qualidade dos contatos e relacionamento no mercado local e da capacidade da empresa de movimentar negócios. A estratégia desta abordagem é avaliar os riscos inerentes ao ativo imobiliário e as decisões específicas de investimento, entendendo os potenciais riscos e os retornos desta decisão.

O autor salienta ainda que a abordagem *bottom-up* tem foco no fator de risco próprio do tipo e classe do ativo, tais como vacância, ciclo de vida da propriedade e o uso potencial de alavancagem. A estratégia considera também desempenho do ativo, baseado em riscos de mercado, tais como tamanho do inventário, novas construções, restrições de oferta, mudanças econômicas e demográficas que afetem a demanda do

locatário e o sentimento do investidor. O produto final é um sistema de avaliação onde os preços dos ativos e prêmios de risco de mercado são corretamente colocados dentro do contexto do portfólio.

Outras questões envolvem fatores estratégicos e como salientados por BLASCHKA, (2003), muitos investidores não as aplicam, como por exemplo, obter-se um claro entendimento dos objetivos do investimento, pois enquanto muitos investidores têm estabelecido pontos de referência e metas de investimentos, nem todos têm trabalhado com detalhes suficientes para identificar um conjunto de objetivos que serão utilizados para medir a eficácia e o sucesso do programa de investimento. Ainda segundo BLASCHKA, (2003) estes objetivos podem abranger uma série de temas importantes que afetam tanto o perfil de risco como a capacidade de gerar retornos.

Procurou-se identificar na enquete realizada, qual o percentual médio dos investimentos imobiliários em carteira internacional, com relação aos investimentos imobiliários e totais (ou seja, considerando todas as categorias dos investimentos que a empresa detém), bem como a estratégia da empresa com relação aos investimentos imobiliários no exterior e em quais países a empresa atua ou pretende atuar.

De acordo com SOUZA, (2001), é interessante para as empresas que haja a diversificação de seus portfólios geograficamente, pois a diversificação geográfica reduz os riscos de perda nos rendimentos causados por choques econômicos regionais. Ainda segundo SOUZA, (2001) o objetivo desta estratégia é ter um portfólio concentrado geograficamente, grande o bastante, para obterem-se economias de escala, mas não excessivamente concentrado a ponto de que choques econômicos possam significativamente interromper o fluxo de rendimento dos ativos, salientando que a diversificação geográfica é somente um dos métodos de proteção dos ativos imobiliários na concentração dos riscos econômicos.

Outro método indicado por SOUZA, (2001) para a proteção do portfólio é diversificar em diversos setores ou concentração dos empregos. Ao medir a correlação entre as tendências de emprego com cada mercado alvo, e testando as correlações no tempo e blocos econômicos, a gestão de portfólio pode determinar o grau no qual tomam parte a concentração de empregos e os mecanismos de empregos, entre os mercados,

impacta o portfólio. Usando base econômica na análise, como a *Economic Base Diversification* (EBD)<sup>11</sup> uma estratégia de diversificação com propriedades existentes e potenciais aquisições podem ser desenvolvidos.

O mesmo autor afirma ainda que o uso da diversificação estratégica geográfica associada à análise de base econômica pode identificar uma estrutura de portfólio muito favorável e permite alcançar as mais altas taxas de retorno na mais baixa possibilidade que o risco pode ser calculado. A finalidade desta estratégia é comparar o portfólio diversificado da empresa com um portfólio exatamente de mesmo lastro. Do cálculo da variância ideal, a alocação do portfólio pode ser deduzida. Estas variâncias auxiliam indicar aquisições e tendências dos portfólios futuros, eliminando os riscos geográficos ou de concentração econômica.

Outro problema para estabelecer objetivos é a função dos imóveis no portfólio das empresas e como ele pode ser avaliado. BLASCHKA, (2003) destaca que o imóvel pode ter a função tradicional de diversificar os ativos do plano total e servir como *hedge cambial*, ou como origem inicial para a construção do portfólio, aproveitando a particular e ineficiente natureza da sua classe de ativos.

### **2.3 Fatores Técnicos**

Dentre os fatores que influenciam tecnicamente os investidores, podemos destacar:

- A importância dada pela empresa entre as diversas técnicas usadas para suportar as decisões de investimentos, tais como:
  - Pesquisas de mercado,
  - Experiência geral,
  - Moderna teoria das carteiras,
  - Modelos de índices.
- A importância dada pela empresa aos problemas que estão frequentemente associados à realização de investimentos imobiliários no exterior,

---

<sup>11</sup> *Economic Base*, de acordo com o *Dictionay of Real Estate Terms (Seventh Edition)* é a atividade intrínseca ao mercado geográfico que proporciona oportunidades de emprego que são essenciais para sustento da comunidade na qual está inserida.

- A média, em anos, do período de permanência do investimento imobiliário no exterior,
- Políticas utilizadas para a mitigação de diferentes riscos e da variação cambial,
- De que forma e com que frequência o desempenho dos investimentos imobiliários no exterior, é reportado aos investidores da empresa,
- A importância dada aos diversos veículos de investimento considerados como os mais adequados para a realização de investimentos imobiliários no exterior.

Questões que envolvem a tomada de decisão para investir, problemas associados à realização dos investimentos internacionais, políticas para mitigação dos riscos e os veículos mais adequados para investir no exterior, foram tratados dentro dos fatores considerados técnicos.

WORZALA, (1994) indica em seu estudo, que técnicas menos sofisticadas foram utilizadas pela maioria dos respondentes, como intuição e experiência geral. Técnicas como a teoria de portfólio de Markowitz<sup>12</sup> e de índices como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)<sup>13</sup>, em português Modelo de Precificação de Ativos de Capital (MPAC), também foram questionados na enquete desta monografia.

SOUZA, (2001) salienta que a moderna teoria de Portfólio, explora como investidores avessos ao risco constroem portfólios a fim de otimizar o risco de mercado contra retornos esperados. A abordagem de Markowitz requer uma amostra grande de retornos para se aproximar de uma distribuição normal. Um dado é adequadamente coletado, é real, a análise da variância média pode ser usada para atingir a melhor distribuição contando com o valor pré-determinado.

<sup>12</sup> A moderna teoria do portfólio, formulada por Harry Markowitz, em 1952, consiste no uso da estatística para compor portfólios que apresentem o menor risco possível. A lucratividade total do portfólio é formada pela soma dos retornos de cada ativo que compõem a carteira, ponderada pela participação de seu valor em relação ao total do portfólio.

<sup>13</sup> Em seu trabalho, ALMONACID, (2010) destaca que A Teoria Moderna de Carteiras não se fundamenta apenas na Teoria de Carteiras de Markowitz, ela tem outros dois pilares importantes: o Modelo de Precificação de Ativos de Capital proposto por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) e a Teoria dos Mercados Eficientes formulada por Fama (1970). O Modelo de Precificação de Ativos de Capital – CAPM teve origem com o artigo “Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk” de Sharpe (1970) no Journal of Finance.

GEURTS, JAFFE, (1995) afirmam que Markowitz sugere que é possível reduzir o risco pela diversificação dos investimentos sem sacrificar os retornos. Esta técnica é aceita contanto que investidores estejam aptos à liberdade de mover seus investimentos entre os mercados de capitais de diferentes países.

Em seu trabalho, ALMONACID, (2010) indica a existência de limitações quanto à aplicabilidade da Teoria de Markowitz a carteiras compostas por ativos de Real Estate, justamente em face das especificidades deste mercado e conclui que “quando se considera o risco somente pela variância dos retornos, se está fazendo uma análise prática, porém simplista, deixando de considerar um elemento importante, o risco intrínseco aos ativos de Real Estate”.

MUELLER, (1995) apud (SOUZA, 2001) aponta diversos fatores para o desenvolvimento de portfólios que incluem subcategorias apropriadas de ativos imobiliários, dentre estes fatores estão, extensão do mercado, liquidez, qualidade do ativo, diversificação e volatilidade dos preços e que são todos itens habitualmente considerados nos critérios de gerenciamento de portfólio para o investidor diversificado.

Ainda segundo SOUZA, (2001) as exigências fiduciárias para um grupo de ativos em crescimento, junto com resultados decepcionantes no final da década de 1990, levaram a um crescente interesse na aplicação da Moderna Teoria de Portfólio. O resultado do estudo desenvolvido por SOUZA, (2001) feito para avaliar a taxa de aceitação, ou de utilização destas ideias e técnicas no gerenciamento de portfólio, indicou que a mudança é talvez mais lenta do que seria esperado. As medidas de desempenho imobiliário têm se tornado mais sofisticadas, com as mudanças contábeis, incluindo diversas variações no Taxa Interna de Retorno.

O Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM) é utilizado em finanças para determinar a taxa de retorno teórica de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado diversificada. Segundo ALMONACID, (2010) “o CAPM é um modelo que permite calcular a taxa de retorno de um ativo. Por este modelo, o retorno de um ativo é determinado pelo retorno do ativo livre de risco e pelo prêmio de mercado multiplicado pelo fator beta, sendo que este último mede a sensibilidade do retorno do ativo em relação à carteira de mercado. O CAPM consiste, portanto, em um modelo de fator único: o beta”.

Afirma SOUZA, (2001) que as teorias de mercado de capitais modernas têm sido aplicadas no desenvolvimento e gerenciamento de portfólio no setor imobiliário, nos últimos vinte anos, com resultados ainda duvidosos. Entretanto, a dificuldade na aplicação desta teoria indica que as suposições pretendidas pelo mercado de capitais não apresenta bom modelo no mercado imobiliário, devido a assimetria das informações, alto custos das transações, falta de liquidez, singularidade das características do ativo, direitos de propriedade privada, fiscais e de uso e legislação da terra. O mercado é eficiente, mas leva tempo para atingir os preços de equilíbrio do mercado.

Apesar das discussões teóricas a respeito da validade da utilização destas técnicas para suportar a tomada de decisão de investimento, entendeu-se que o questionamento junto aos investidores pesquisados seria importante para a análise do comportamento destes investidores relativo à utilização de técnicas mais elaboradas.

SOUZA, (2001) salienta ainda que os resultados indicam que a mudança é gradual e que algumas práticas que têm sido desacreditadas na literatura acadêmica, podem ser evidentes na comunidade institucional.

Para a série de problemas enfrentados pelos investidores internacionais, após a realização de seus investimentos, a questão cambial é um dos pontos de maior relevância.

O controle do câmbio é uma política intrínseca de cada país, e desta forma, funciona de diversas maneiras dentro da política econômica e fiscal do país em questão. No caso Brasileiro, o regime cambial é de livre flutuação da moeda. O Banco Central do Brasil anuncia que só opera no mercado de câmbio para “reduzir a volatilidade” da moeda.

Relativo à análise de risco dos empreendimentos, segundo (NEWELL, WEBB, 1996), a avaliação dos riscos para imóveis no exterior, tem tido mais importância com o aumento da internacionalização dos investimentos e, afirmam também, que para a decisão do investimento internacional em Real Estate, é indispensável que os investidores tenham confiança nas informações de desempenho dos riscos e dos retornos dos mercados imobiliários internacionais.

Segundo (Odier and Solnik, 1993) apud (NEWELL, WEBB, 1995), a contribuição do risco cambial para o perfil de risco de uma carteira de ativos internacionais é significativa. (NEWELL, WEBB, 1995) afirmam ainda que avaliar o risco para o setor imobiliário no exterior, assumiu maior importância com o aumento da internacionalização das atividades de investimento.

Para investidores estrangeiros avessos ao risco, o risco cambial no mercado brasileiro se dá pelo fato de o real ser uma moeda para a qual não haja mercados internacionais líquidos, existindo o risco de conversão. Este risco, no caso brasileiro, mede a possibilidade de no momento em que o investidor deseje retirar os recursos do país não encontrar outro investidor na posição contrária, de sorte que a conversão da moeda ocorra com possibilidade de perdas.

Riscos cambiais tomam proporções preocupantes, em razão do longo prazo de desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários e sua baixa liquidez, porém não deveriam ser os únicos aspectos de risco a serem avaliados, na busca de menores riscos nos investimentos. (BAUM, MURRAY, 2010) destacam ainda que são especialmente importantes, nos mercados emergentes, itens como os riscos políticos, de liquidez, a política econômica e instabilidade macroeconômica. Risco do direito de propriedade é uma questão específica para o mercado imobiliário e pode ser agregado a este grupo.

No estudo de (WORZALA, NEWELL 1995) as respostas foram diferentes para os grupos de investidores pesquisados. O grupo asiático indicava o risco cambial, com 80% das respostas, como um fator de preocupação e em sua maioria, que os riscos cambiais eram parte do negócio quando se tratava de investimentos internacionais, sendo que a maioria das empresas implantou procedimentos financeiros padrão, para controle do risco de taxa de câmbio, por meio de contratos de opção futura da moeda, seguidos de contratação de financiamento por bancos estrangeiros e locais e reinvestindo os fundos no mesmo país. Para o grupo europeu, a maioria não tinha nenhum tipo de procedimento padrão para tentar controlar o risco da taxa de câmbio, pois o departamento financeiro da empresa, ao invés de um gerente individual, é que tratava da exposição cambial de todos os investimentos. As principais técnicas financeiras usadas pelos europeus foram o uso de empréstimos domésticos para financiar investimentos estrangeiros, empréstimos estrangeiros com *hedge* cambial, adquirir antecipadamente moeda corrente por conhecer o fluxo de

caixa e o financiamento por bancos locais, sendo ainda que a maioria indicou a falta de conhecimento do mercado local, com o maior problema associado aos investimentos internacionais.

Destaca-se também que a variação cambial tem maiores reflexos sobre o endividamento das empresas e sobre os resultados financeiros, sendo que a variação da moeda local influí diretamente nos retornos esperados pelos investidores internacionais, em razão do valor do cambio na entrada e saída dos investimentos do país.

TAVARES, (2005) destaca que a questão da variação das moedas é um importante fator a ser considerado na avaliação de empresas, tanto com a finalidade de concessão de crédito como a avaliação de investimento. Destaca ainda que, o cuidado na consideração da influência da variação cambial sobre o desempenho, sobre o caixa e sobre os resultados das empresas deve ser proporcional ao grau de exposição que essa empresa apresenta para a volatilidade de moedas estrangeiras.

BARTOV e BODNAR, (1994) apud TAVARES, (2005), explicam que empresas americanas com posição líquida em ativos em moeda estrangeira – *long position*, ou com fluxo de recursos em moeda estrangeira, irão se beneficiar com a depreciação do dólar e sofrer com a apreciação do dólar. Inversamente, empresas americanas com uma posição líquida passiva em moeda estrangeira – *short position*, ou que necessitem adquirir bens em moeda estrangeira, irão sofrer com a depreciação do dólar e se beneficiar com a apreciação do dólar.

Ainda SHIN e SOENEN, (1999) apud TAVARES, (2005) identificaram que empresas menores são positivamente relacionadas pela desvalorização do dólar e atribuíram esse fato ao menor acesso aos produtos de *hedge* cambial.

Para verificar quais os veículos de investimento foram considerados mais adequados aos investimentos internacionais em Real Estate, WORZALA, NEWELL, (1995) indicaram as opções *joint venture* com uma companhia imobiliária local e *joint venture* com outro investidor, como as alternativas mais escolhidas. Esse resultado claramente reflete a necessidade por expertise no mercado local, tanto quanto a contratação de gerentes de controladoria e financeiros locais.

BLASCHKA, (2003), destaca que o veículo *joint venture* pode ser útil, mas pode não oferecer o mesmo grau de controle e pode inserir outros riscos. Contabilidade

separada ou veículos de investimento na *joint venture* podem ser boas opções na perspectiva de controle.

## 2.4 Fatores Motivacionais

Para determinar as razões para que os investimentos internacionais em Real Estate devessem ser incluídos no portfólio da empresa, algumas questões a respeito de fatores motivacionais são determinantes. Dentre estes foram analisados os seguintes:

- O impacto da crise financeira internacional de 2.008 / 2.009 nas estratégias de investimentos imobiliários,
- A importância de diversas situações (políticas e econômicas) dos países escolhidos para a realização dos investimentos imobiliários,
- Situação dos interesses em investimento imobiliário internacional da empresa nos próximos anos,
- Percepção do comportamento do mercado imobiliário internacional, sob o contexto do portfólio da empresa.

A crise financeira mundial que se iniciou no ano de 2008 e percorreu todo o ano de 2009, teve forte impacto nos resultados financeiros de diversos países e empresas. Este momento de retração econômica é motivo para crescimento ou diminuição de novos investimentos das empresas, tanto domésticos como internacionais? E quanto às expectativas de interesse das empresas quanto aos investimentos imobiliários internacionais no futuro? Outra questão aborda quais foram as razões que justificavam a realização do investimento imobiliário em determinado país.

O estudo de WORZALA, NEWELL (1995) aponta que entre os asiáticos, a diversificação, com 92%, seguida pelas oportunidades de se auferir altos rendimentos com 31%, foram as opções mais escolhidas. Para os europeus, a opção de escolhas seguiu a mesma tendência dos asiáticos, porém com percentual menor e, portanto escolhas mais divididas, sendo a diversificação, com 55% e altos rendimentos com 26%.

O tema da diversificação é realçado em várias das bibliografias apresentadas neste estudo. GEURTS e JAFFE, (1995) destacam que o principal argumento para a diversificação internacional é que investimentos internacionais oferecem potencial de diversificação adicional para promover a redução do risco total do portfólio.

Os autores argumentam ainda que a diversificação é aceitável contanto que os investidores estejam aptos a mover livremente seus investimentos entre os mercados de capitais dos diferentes países. Porém consideram que a diversificação pode funcionar bem para mercados de ações e debêntures, mas que certamente não é válido para o mercado global de Real Estate, já que neste mercado o investidor enfrenta diferentes barreiras institucionais, tais como uma instabilidade política no país, um investidor que possui ações ou debêntures, pode vendê-las rapidamente, entretanto este não é o caso quando o investidor possui ativos imobiliários.

NEWELL e WEBB, (1995) também salientam que para ações e debêntures existe um histórico considerável de que investir internacionalmente oferece benefícios na diversificação com respeito a redução de risco do portfólio e aumenta o desempenho do portfólio. Ainda que no ano de 1985, conforme indicam IBBOTSON, SIEGEL e LOVE, (1985) apud NEWELL e WEBB, (1995), 37% dos investimentos mundiais eram relativos ao mercado imobiliário internacional. O potencial de comportamento e benefícios do mercado imobiliário internacional no portfólio de ativos tem recebido pouca atenção em anos recentes, desde que a avaliação de risco para investimento imobiliário internacional é difícil, especialmente quando somente as avaliações baseadas em índices de desempenho estão disponíveis.

De acordo com Ibbotson Associates, em 1991, apud SOUZA, (2001) a importância do mercado imobiliário como um legítimo ativo de classe para investimento e finalidade de diversificação é exemplificada pela sua contribuição no total da riqueza mundial. Do total de 37%, visto acima em 1985, os investimentos em Real Estate, passaram a ser de 48% em 1991, comparado com 27% em títulos e 19% em ações.

SOUZA, (2001) salienta que o estudo para a diversificação do portfólio deve identificar a mais favorável localização que alcance a mais alta expectativa da taxa de retorno dentro do mais baixo nível de risco para o portfólio. Isto determina a melhor condição para localização geográfica. O objetivo, no caso do estudo de SOUZA, (2001) é comparar a diversificação do portfólio de REITs com risco / retorno ponderado do portfólio, e então das diferenças, entre a mais favorável versus localização atual, recomendando uma estratégia de aquisições para eliminar, tanto quanto possível, o risco de concentração geográfica excessiva no portfólio.

Outra questão avaliada pelos fatores motivacionais é o interesse em permanecer no investimento e suas eventuais saídas. SOUZA, (2001) afirma que existem muitos motivos pelos quais as empresas desfazem-se de suas propriedades. As questões abrangem as seguintes áreas: nova ênfase no *core business* da empresa, qualidade do produto e região geográfica, reação pelo baixo desempenho do portfólio de Real Estate, novas avaliações de risco impostas por bancos e investidores e rápido declínio das receitas da propriedade e do valor do ativo. BUCKLEY, (1994) apud SOUZA, (2001) indica que as tendências estratégicas incluem: simples venda do ativo, leilão do portfólio, venda de um *pool* de ativos do portfólio, venda da parte principal do portfólio, securitização de um *pool* de ativos do portfólio ou elevar os REITs do portfólio dentro do mercado público.

Todos estes fatores buscam refletir as principais características dos investidores internacionais em Real Estate, de forma que seja possível analisar suas particularidades e também fazer comparações entre suas estratégias de decisão.

### 3 ESTUDO DE CASO

#### 3.1 Estrutura da Pesquisa

O estudo de caso desta monografia é composto por uma enquete, a qual foi endereçada a diversas empresas brasileiras e estrangeiras do setor de Real Estate, as quais buscam dentre as alternativas para seus investimentos, os investimentos internacionais em Real Estate. Foram consultadas empresas que tem o investimento imobiliário direto e indireto como uma de suas principais atividades, além do desenvolvimento imobiliário (incorporação), consultorias e a gestão imobiliária.

Objetivando uma maior abrangência nos resultados da enquete, procurou-se uma diversidade nos perfis das empresas de Real Estate pesquisadas, para que, dentro desta variedade, se obtivesse um panorama mais amplo das tendências dos investidores.

O questionário da enquete foi desenvolvido com base no estudo de WORZALA, (1994)<sup>14</sup> no qual foram apresentados os resultados de uma coleta de dados realizada no ano de 1991, com investidores imobiliários Europeus.

Uma vez que empresas brasileiras estão buscando, como alternativa de seus investimentos, a realização de investimentos imobiliários no exterior, estas participaram da enquete como o grupo brasileiro (GB) e as empresas estrangeiras que investem internacionalmente em Real Estate, formaram o grupo estrangeiro (GE).

A extensão da enquete foi feita procurando-se comparar as respostas dos dois grupos de investidores, divididos em empresas estrangeiras e brasileiras. O processo consistiu em analisar as respostas por intermédio de um pequeno número dessa população (investidores internacionais) sendo as empresas contatadas diretamente, como representativas do conjunto.

A comparação dos resultados das respostas dos dois questionários pôde ser usada para estudar atitudes, tendências, convergências e divergências de comportamentos passados, identificando assim os principais fatores que motivaram os investidores em Real Estate a realizarem seus investimentos internacionais.

---

<sup>14</sup> Overseas Property Investments – How Are They Perceived by the Institutional Investor? – Journal of Property Valuation & Investment Vol. 12 No. 3. 1994.

No Anexo I, encontram-se cópias dos questionários enviados.

O questionário foi estruturado da seguinte forma:

1. Dados da Companhia / Background Information.
  - Informações a cerca da principal atividade da empresa.
2. Sobre a Carteira de Investimentos / About the Investment Portfolio.
  - Volume total dos investimentos realizados;
  - Volume total dos investimentos imobiliários;
  - Percentual médio dos investimentos imobiliários no exterior, frente ao total de investimentos imobiliários da carteira.

O propósito deste tópico é poder avaliar os fatores estratégicos dentro do qual, o percentual de investimentos imobiliários internacionais da empresa, com relação ao portfólio total de investimentos.

3. Investimentos em Ativos Imobiliários no Exterior / Investments in Real Estate Assets Abroad.

- Solicita a estratégia de investimento da empresa, com relação aos investimentos imobiliários no exterior, a resposta indica se a empresa tem ou não investimentos imobiliários ativos no exterior.

Este tópico busca entender qual o fator estratégico da empresa com relação ao investimento internacional em Real Estate. A manutenção, crescimento, ou diminuição dos investimentos em relação ao estágio no momento da enquete.

4. Sobre Investimentos em Real Estate no Exterior / On Real Estate Investments Abroad.

- Solicita o percentual ATUAL de imóveis no exterior que a empresa possui em cada país ou região geográfica;
- Solicita o percentual ALVO de imóveis, que a empresa pretende investir em cada país ou região geográfica.

Este tópico busca identificar também fatores estratégicos, tais como, em quais regiões os investimentos imobiliários estão alocados, no momento da enquete,

e quais os países alvos, para investimentos futuros, desta forma mostrando o destino de alocação dos novos investimentos.

5. Sobre o Processo de Tomada de Decisão de Investimento / On the Process of Making an Investment Decision.

- Pede para as empresas identificarem quais as técnicas de investimento adotadas;
- Pede para as empresas indicarem quais as razões para a decisão de investir em imóveis no exterior;
- Como as empresas abordam os problemas enfrentados após a realização do investimento imobiliário no exterior.
- Pede que as empresas indiquem suas estratégias de investimentos relativas ao tipo de abordagem utilizada;
- Solicita que as empresas indiquem qual a política adotada para mitigar os riscos do investimento internacional;
- Solicita que as empresas indiquem qual o veículo de investimento é considerado mais adequado para investimento internacional;
- Pede ainda informações sobre o período típico de investimento e sobre os relatórios de investimentos feitos aos investidores.

O conjunto de respostas deste tópico procurou identificar os fatores técnicos dos processos para a tomada de decisão de investir internacionalmente em Real Estate que são adotados pelas empresas.

6. Tendências em Investimentos Imobiliários / Trends in Real Estate Investments.

- Solicita às empresas indicarem qual impacto a crise econômica de 2008 / 2009, teve sobre suas estratégias de investimentos;
- Solicita indicar por qual razão a empresa é levada a investir em determinado país;
- Pede que a empresa identifique a tendência de seu interesse em investir internacionalmente nos próximos cinco anos.

Neste tópico são identificados os fatores motivacionais, que justificaram a decisão de se investir internacionalmente em Real Estate.

Com a utilização da ferramenta de coleta de dados *on line*, *Survey Monkey* ([www.surveymonkey.com](http://www.surveymonkey.com)) e com a elaboração do questionário nas versões em inglês e português, a enquete foi enviada, nos meses de Abril e Maio de 2011, por meio de mensagem eletrônica, a um total de 78 (Setenta e oito) destinatários, representando 67 (sessenta e sete) empresas, sendo 49 (quarenta e nove) representantes de empresas Brasileiras e 29 (vinte e nove) de empresas estrangeiras, predominantemente norte americanas.

Do total enviado, 33 (trinta e três)<sup>15</sup> destinatários responderam o questionário, sendo 40% de empresas estrangeiras (que formaram o Grupo Estrangeiro – GE) e 60% de empresas Brasileiras (Grupo Brasileiro – GB), representando um percentual de retorno de 42% das empresas inquiridas e consideradas na análise das respostas.

As respostas para cada questão foram descritas e analisadas comparativamente, entre ambos os grupos, Brasileiro (GB) e estrangeiro (GE).

A seguir apresenta-se a análise comparativa de cada uma das questões.

---

<sup>15</sup> Por se tratar de uma enquete, sem base científica, considerou-se que o percentual de respostas foi adequado ao propósito deste estudo.

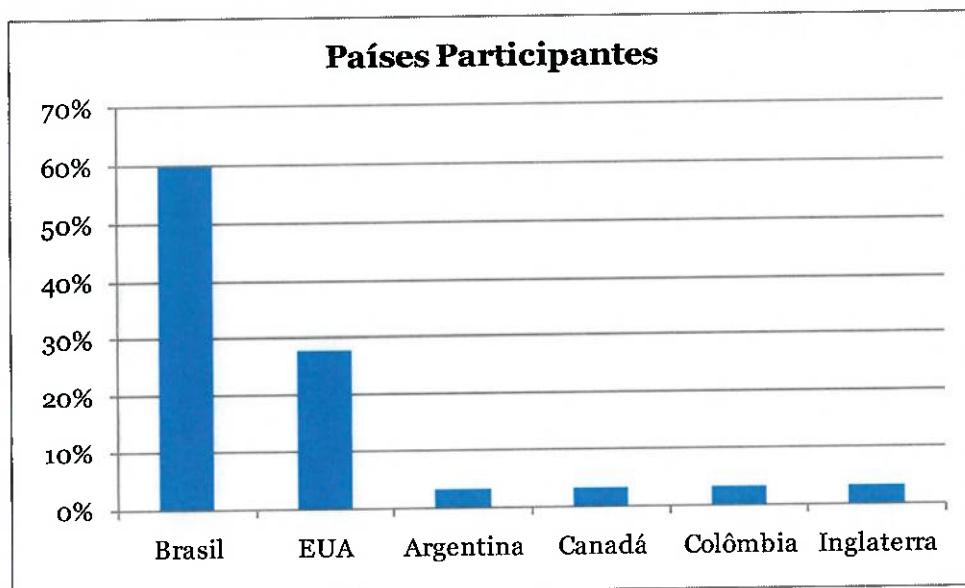
### 3.2 Informações Básicas

#### 3.2.1 Questão 1 - Identificação

A questão solicitava a identificação do respondente, por meio do fornecimento de seus dados pessoais e cargo na empresa.

A nacionalidade nos grupos que efetivamente responderam a pesquisa, foi assim composta;

60%	Brasil
28%	EUA
3%	Argentina
3%	Canadá
3%	Colômbia
3%	Inglaterra



O grupo estrangeiro presente neste trabalho é formado basicamente por empresas Norte Americanas, com a participação, ainda, de empresas Argentinas, Colombianas, Canadenses e Britânicas.

O grupo Brasileiro é formado por empresas cujo capital é Brasileiro.

### 3.2.2 Questão 2 – Categoria da Empresa

As (Figuras 1 e 2), mostram as categorias das empresas pesquisadas, para cada grupo<sup>16</sup>:

**Qual categoria melhor descreve sua empresa? (Por favor, indique todas opções aplicáveis).**

Answer Options	Response Percent
Companhia de Seguros	0,0%
Fundo de Pensões	0,0%
Gestor de Fundo de Investimentos Imobiliários	10,0%
Instituição financeira / banco de investimento (assets)	15,0%
Desenvolvimento de produtos imobiliários (incorporadores)	45,0%
Gestão imobiliária	30,0%
Consultoria imobiliária	20,0%
Empresa de investimento imobiliário	25,0%
Outro (especifique)	10,0%
Outro - Gestão e consultoria de engenharia	

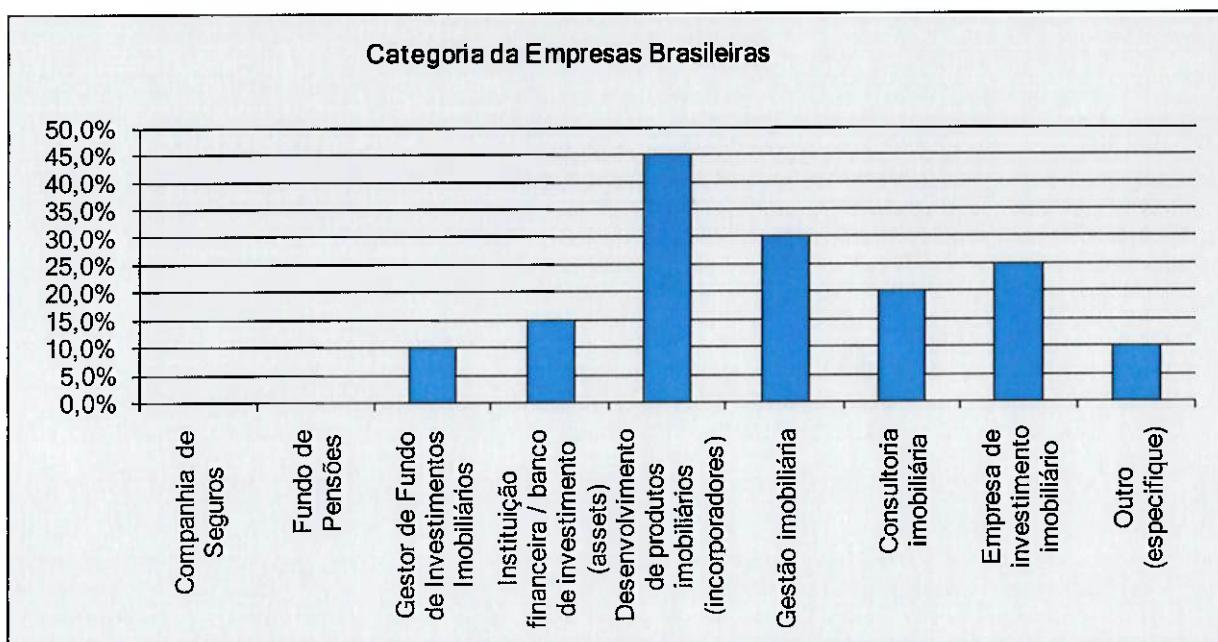


Figura 1– Categoria das empresas brasileiras

<sup>16</sup> Os percentuais somados na categoria das empresas ultrapassam o valor de 100% em razão de a empresa atuar em mais de uma das atividades listadas. (Valido para os grupos Brasileiro e Estrangeiro).

**Which category best describes your company? (Please indicate all that apply).**

Answer Options	Response Percent
Insurance Company	0,0%
Pension fund	0,0%
Real Estate Investment Trust (REIT)	7,7%
Real Estate mutual fund	0,0%
Financial institution	7,7%
Development or Real Estate Management Company	30,8%
Property Unit Trusts (PUTs)	0,0%
Real estate advisory or consulting firm	38,5%
Real estate limited partnership	30,8%
Other (specify)	7,7%
Other - Private Equity	

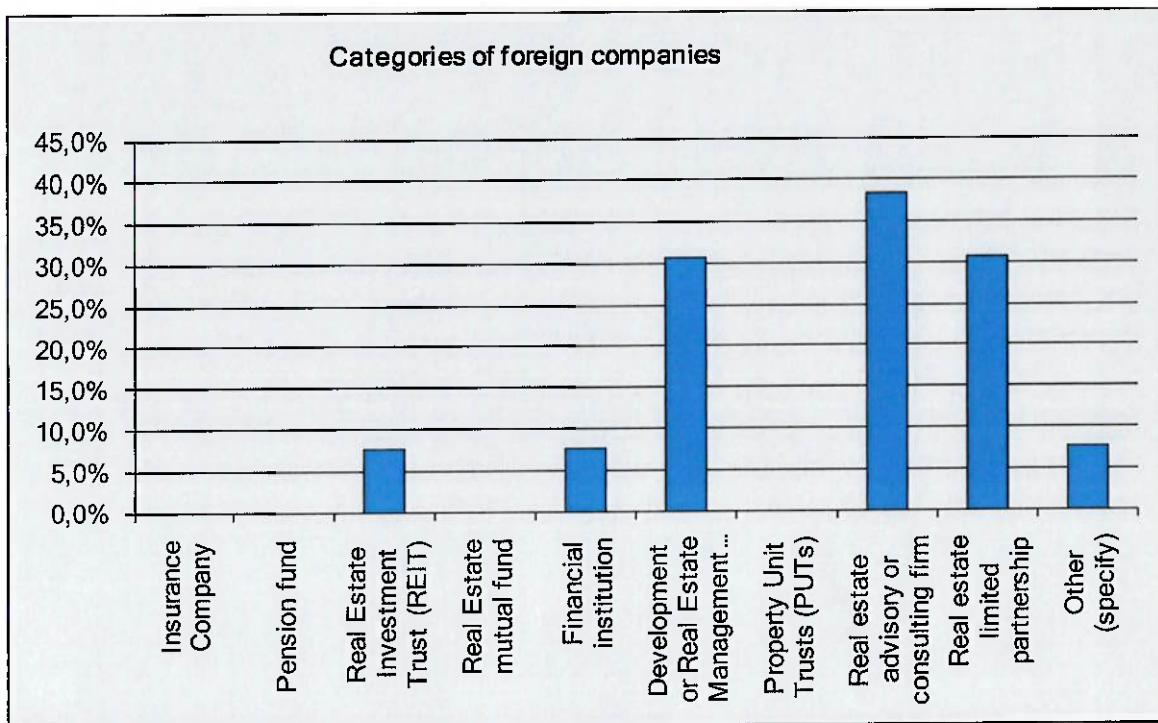


Figura 2 – Categories of foreign companies

Para melhor identificação das categorias das empresas, foi considerado para efeito desta pesquisa, que as categorias, *Real Estate Investment Trust (REITs)* e *Real Estate mutual fund* abrangem empresas que atuam com fundos de investimento, *Development or Real Estate Management Company*, são empresas desenvolvedoras de negócios (incorporadoras). A *Property Unit Trusts* possui características comuns aos *REITs*, e são investimentos coletivos em propriedades imobiliárias. *Real Estate limited partnership*, são empresas de investimento imobiliário e capital restrito.

Para o (GB), empresas de Desenvolvimento de Produtos Imobiliários, foram considerados como incorporadores imobiliários, e Empresas de investimento imobiliário, como empresas que realizam o investimento de base imobiliária, ou seja, para obtenção de renda.

Verificou-se que a categoria das empresas participantes na enquete foi ligeiramente diferente para cada grupo. Enquanto para o (GB) 45,0% foram de empresas de desenvolvimento de produtos imobiliários (incorporadoras) e 30,0% foram de empresas de gestão imobiliária. No (GE) 38,5% foram de empresas de Real Estate advisory or consulting firm e empatados com 30,8% as de Real Estate limited partnership e Development or Real Estate Management Company.

Na análise dos resultados pôde-se identificar, em ambos os grupos, a maioria das empresas de desenvolvimento e incorporação imobiliária, denotando a forte presença de empresas que efetivamente realizam os investimentos em Real Estate.

A maior participação de empresas de consultoria no (GE) do que no (GB) invoca apenas a maior presença global destas empresas, e a presença de empresas de consultoria e gestão imobiliária teve a perspectiva de responderem pela visão do investidor quando da decisão de investir, neste caso, internacionalmente.

### 3.3 Carteira de Investimentos

#### 3.3.1 Questão 3 – Volume Total de Investimentos

As (Figuras 3 e 4), indicam o volume total de investimento realizado (inclui investimentos como renda fixa, renda variável, investimentos imobiliários, etc...), por cada empresa em cada grupo;

**Qual é o volume total dos investimentos realizados pela sua empresa, nos seus diversos ativos (incluindo todas as categorias de investimento, como Renda Variável, Renda Fixa, Investimentos Imobiliários e outros)?**

Answer Options	Response Percent
Até R\$ 500 milhões	60,0%
Entre R\$ 500 milhões e R\$ 1 bilhão	6,7%
Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2,5 bilhões	6,7%
Acima de R\$ 2,5 bilhões	26,7%

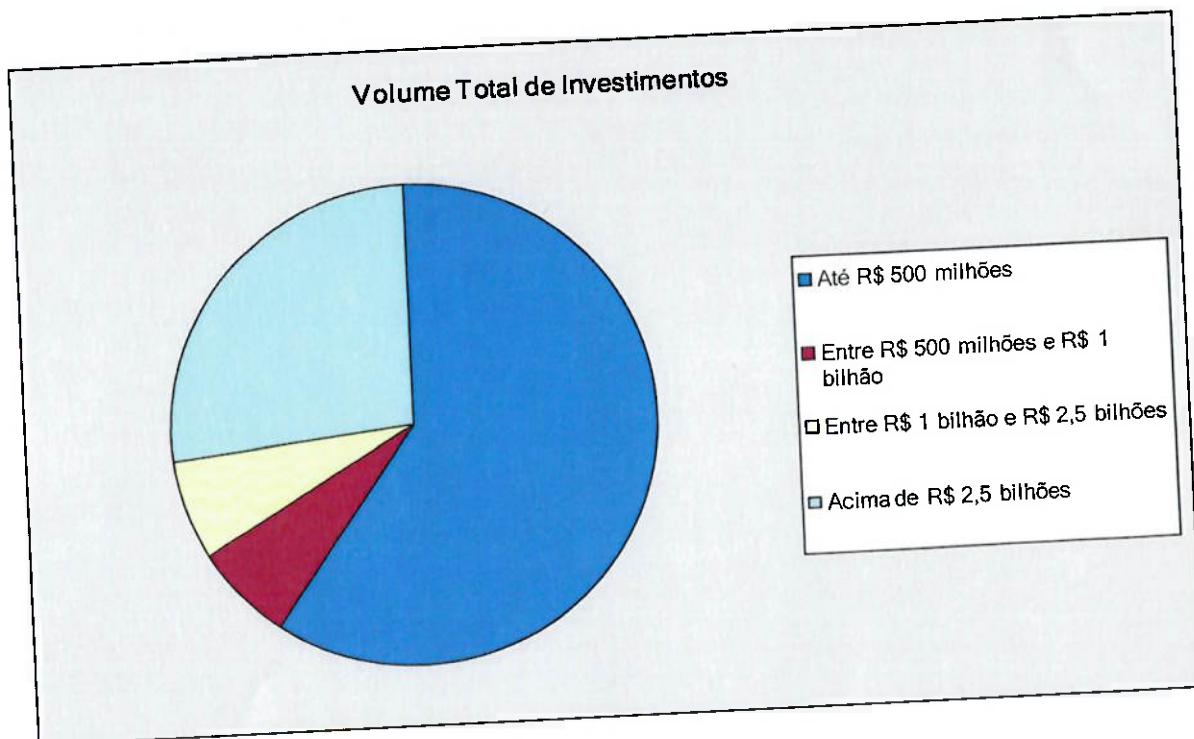


Figura 3– Volume total de investimentos

What is the total volume of investments made by your company, in its various assets (including all investment categories, such as Equities, Fixed Income, Investment Property, etc.)?

Answer Options	Response Percent
Up to US\$ 300 million	20,0%
Between US\$ 300 million and US\$ 600 million	10,0%
Between US\$ 600 million and US\$ 1,5 billion	0,0%
Above US\$ 1,5 billion	70,0%

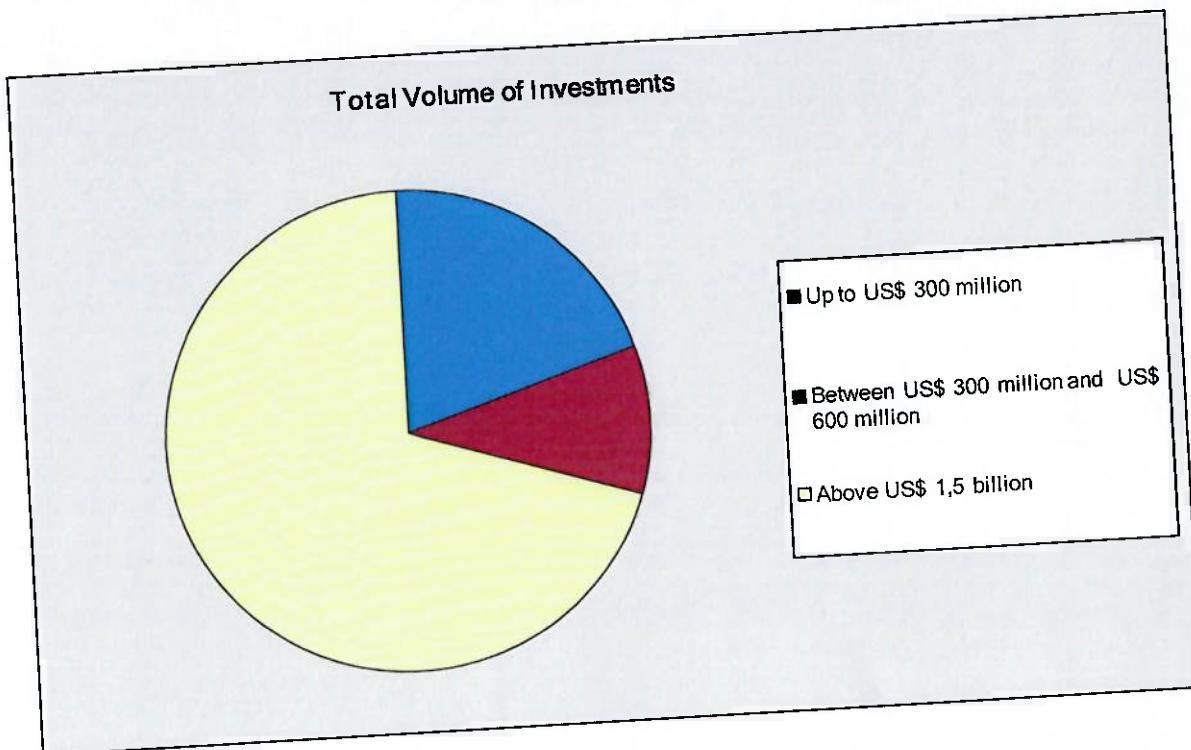


Figura 4 – Total volume of investments

O volume de investimentos indicados pelas empresas brasileiras e estrangeiras, dizem respeito ao período do último ano fiscal.

Para esta questão, a diferença nos valores totais investidos foi relevante. Este fator estratégico demonstra uma diferença no volume dos investimentos de cada grupo, assim no (GE) 70,0% possuem investimentos acima de US\$ 1,5 bilhão e no (GB) 60,0% possuem investimentos até R\$ 500 milhões.

Estes dados mostram o tamanho das empresas pelo seu volume de investimentos. As empresas do (GE) possuem volume de investimentos total maior do que as empresas do (GB). O volume de investimentos pode indicar o nível de interesse por investimentos internacionais.

### 3.3.2 Questão 4 – Volume de Investimento Imobiliário

As (Figuras 5 e 6), indicam o valor total dos investimentos, doméstico e internacional, para cada portfólio de ativo imobiliário;

A tabela indica o percentual, nos valores indicados, que as empresas possuem para cada ativo descrito.

**Qual o valor total do investimento IMOBILIÁRIO sob sua gestão, considerando seu portfólio de imóveis domésticos e estrangeiros? Para os fundos em processo de investimento, por favor, considerar o valor dos investimentos já realizados e o valor antecipado de todo o investimento. (Indique para cada ativo existente a faixa de valores correspondente).**

Answer Options	Não aplicável	Até R\$ 500 Milhões	De R\$ 500 Milhões a R\$ 1 Bilhão	De R\$ 1 Bilhão a 2,5 Bilhões	Acima de R\$ 2,5 Bilhões
Terrenos	35,7%	57,1%	0,0%	7,1%	0,0%
Em Construção	14,3%	71,4%	14,3%	0,0%	0,0%
Edificações	28,6%	35,7%	7,1%	21,4%	7,1%
Participações	41,7%	50,0%	8,3%	0,0%	0,0%
Direitos em Alienações de Investimentos Imobiliários	88,9%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Fundos de Investimentos Imobiliários	83,3%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros Investimentos Imobiliários	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

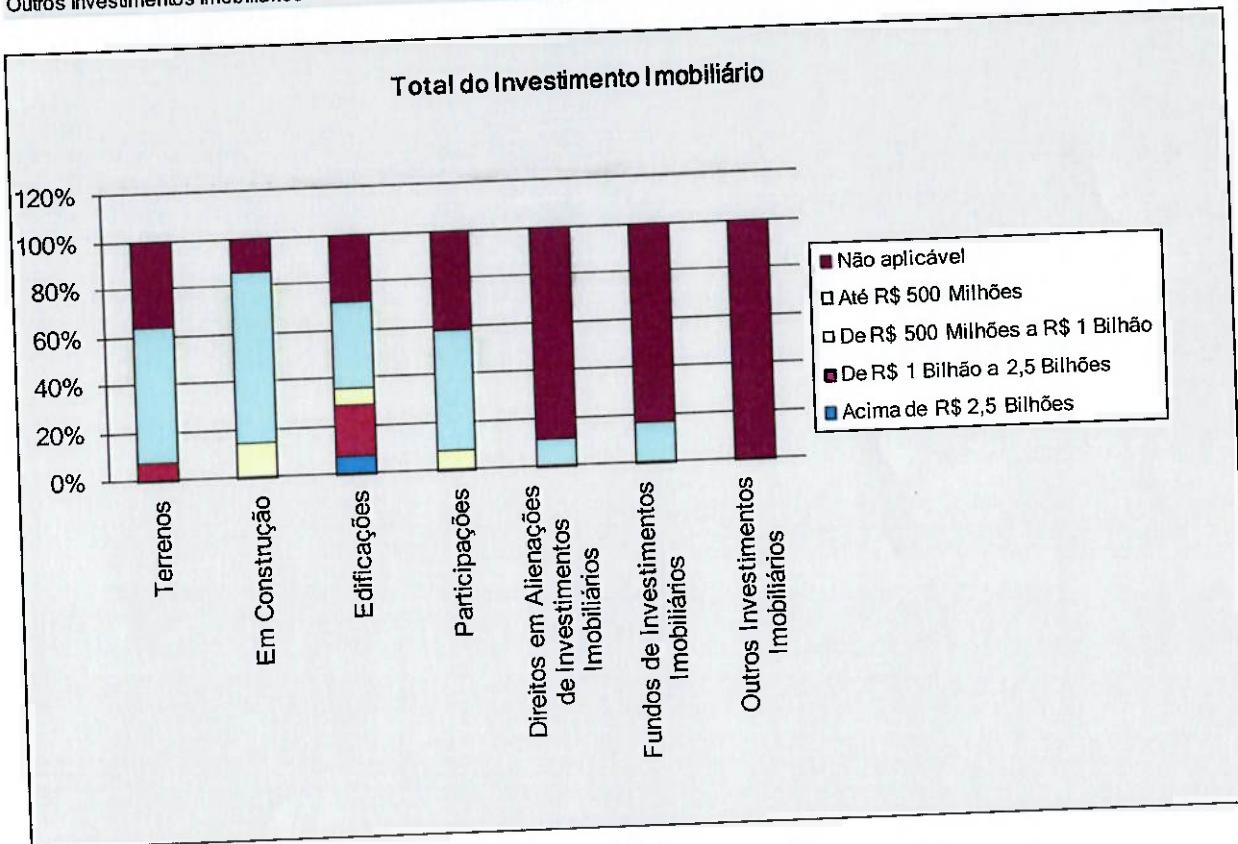


Figura 5 – Total do investimento imobiliário para cada ativo

Tanto as empresas do (GB) quanto do (GE) não indicaram quais os ativos sinalizados em “Outros Investimentos Imobiliários / Other Real Estate Investments”.

What is the total value of real estate investment under your management, considering your real estate portfolio, both domestic and foreign? For funds in the investment process, please consider the value of existing investments and the anticipated value of any investment. (Please indicate for each existing asset, the range values).

Answer Options	Not applicable	Up to US\$ 300 million	Between US\$ 300 million and US\$ 600	Between US\$ 600 million and US\$ 1,5	Above US\$ 1,5 billion
Land	42,9%	42,9%	14,3%	0,0%	0,0%
Under Construction	37,5%	50,0%	12,5%	0,0%	0,0%
Buildings	33,3%	22,2%	11,1%	0,0%	33,3%
Holdings	75,0%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rights in Sale of Real Estate Investments	71,4%	0,0%	28,6%	0,0%	0,0%
Real Estate Investment Funds	71,4%	14,3%	14,3%	0,0%	0,0%
Other Real Estate Investments	62,5%	12,5%	12,5%	0,0%	12,5%

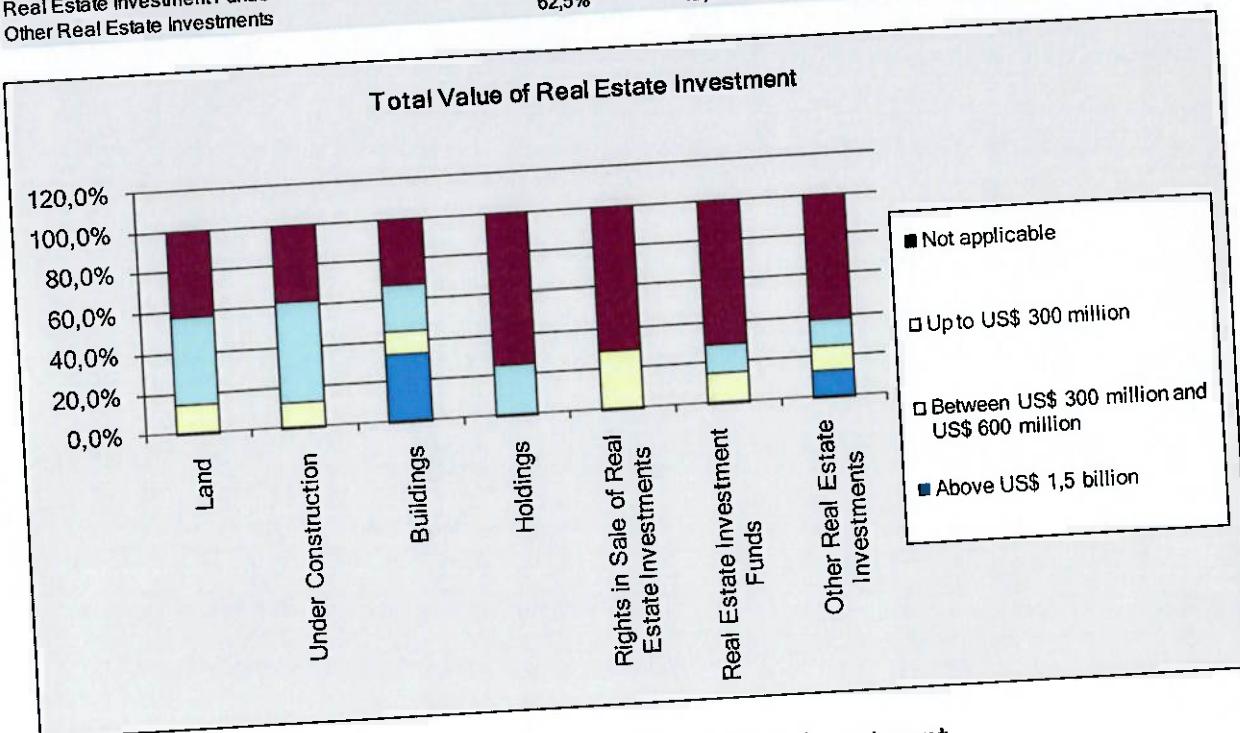


Figura 6– Total value of real estate investment

Na Questão 4, os investimentos em Real Estate, para cada grupo, apresentaram alguns fatores estratégicos distintos na quantidade dos valores investidos.

Para o volume de ativos investidos, a maior concentração deu-se na faixa até R\$ 500 milhões de reais para o (GB) e de até US\$ 300 milhões para o (GE).

A análise dos resultados mostra que o investimento com “Edificações / Buildings” tem a preferência do (GE) inclusive no volume de investimentos, seguido do item “Em Construção / Under Construction”. Para o (GB) ocorreu uma inversão com o item “Em Construção / Under Construction” tendo a maior preferência.

Para ambos os grupos, os valores acima de R\$ 2,5 bilhões e US\$ 1,5 bilhão estão concentrados no item “Edificações / Buildings”, demonstrando a estratégia de investimento com a posse de imóveis já construídos.

Estes fatos demonstraram as características das empresas participantes da enquete, em sua maioria incorporadores e developers e, como fator estratégico, a concentração dos investimentos nos ativos em construção ou já consolidados.

Pode-se identificar também que o (GE) diversifica mais os ativos investidos, mantendo uma proporção mais igualitária entre os percentuais de investimentos diretos (terrenos, em construção e edificações) e indiretos (demais participações) do que o (GB) que prioriza os investimentos diretos.

O percentual para o item, “Não Aplicável / Not Applicable” – (NA), significa que a empresa pesquisada não investiu naquele ativo, no momento da enquete.

### 3.3.3 Questão 5 – Percentual dos Investimentos Imobiliário para Imóveis no Exterior

As (Figuras 7 e 8), indicam do total do investimento imobiliário da empresa, qual o percentual do investimento em imóveis no exterior, para a mesma lista de ativos da questão anterior.

Answer Options	Do total dos investimentos IMOBILIÁRIOS, qual o percentual médio, aproximado, do investimento em carteira para imóveis estrangeiros?					
	Não Aplicável	Até 10%	De 10% a 25%	De 25% a 50%	De 50% a 75%	Acima de 75%
Terrenos	71,4%	21,4%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%
Em Construção	71,4%	7,1%	7,1%	7,1%	0,0%	7,1%
Edificações	78,6%	7,1%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Participações	75,0%	16,7%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Direitos em Alienações de Investimentos Imobiliários	83,3%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fundos de Investimentos Imobiliários	91,7%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros Investimentos Imobiliários	91,7%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

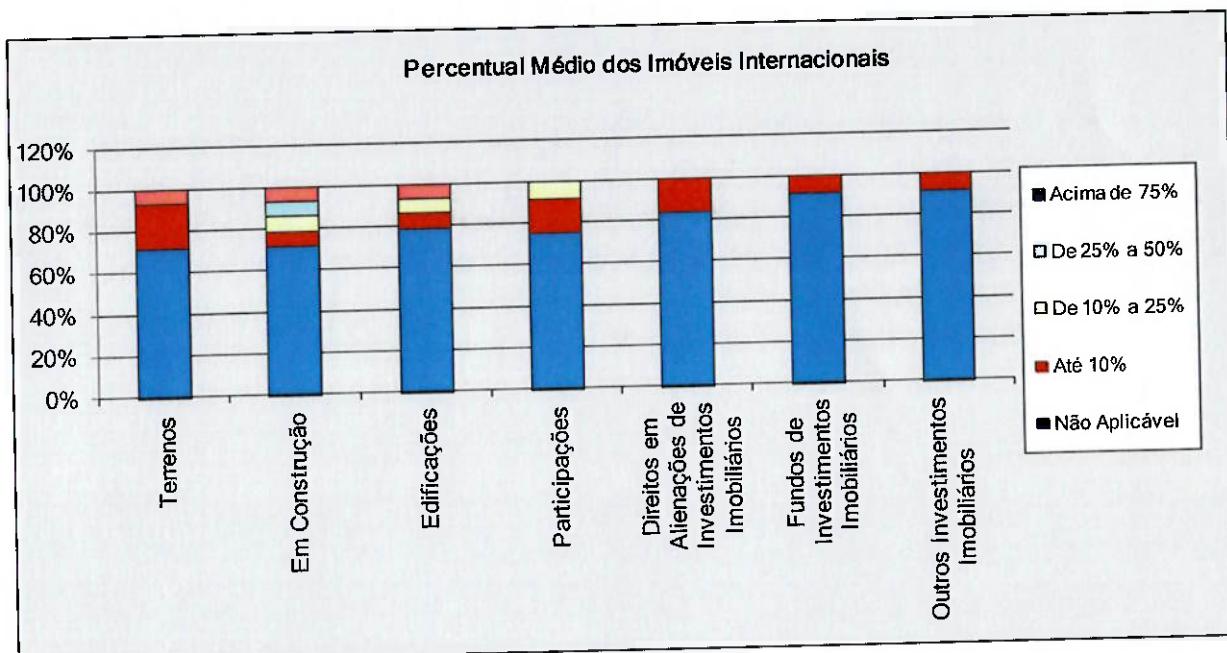


Figura 7– Percentual médio dos imóveis internacionais

Tanto as empresas do (GB) quanto do (GE) não indicaram quais os ativos sinalizados em “Outros Investimentos Imobiliários / Other Real Estate Investments”.

Answer Options	Not applicable	up to 10%	from 10% to 25%	from 25% to 50%	from 50% to 75%	more than 75%
Land	55,6%	11,1%	22,2%	11,1%	0,0%	0,0%
Under Construction	50,0%	16,7%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Buildings	37,5%	25,0%	25,0%	0,0%	12,5%	0,0%
Holdings	66,7%	16,7%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Rights in Sale of Real Estate Investments	66,7%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
Real Estate Investment Funds	66,7%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Other Real Estate Investments	71,4%	0,0%	14,3%	0,0%	0,0%	14,3%

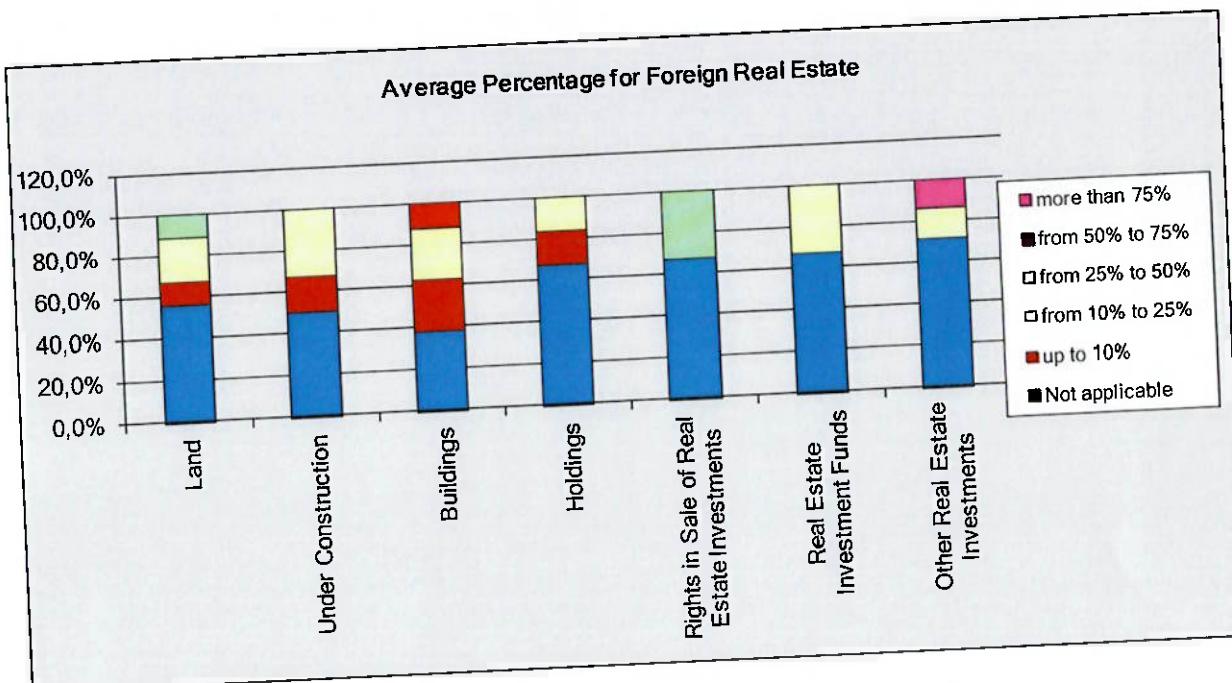


Figura 8– Average percentage for foreign real estate

A análise dos resultados indicou qual o percentual do ativo imobiliário no exterior, que a empresa possui, comparado com o total do seu ativo imobiliário.

Para o (GB), o maior percentual dos investimentos concentra-se na faixa até 10% do seu total de ativos imobiliários, e para o (GE) o maior percentual encontra-se na faixa de 10% a 25% do seu total de ativos.

O (GB) possui uma diversificação maior dos tipos dos ativos investidos no exterior, do que o (GE), sendo que os maiores investimentos para o (GB) encontravam-se empatrados no item “Terrenos” e “Em Construção” e para o (GE), as maiores investimentos estavam em “Buildings”, seguido por “Under Construction”.

Esta comparação pode indicar que a maioria do (GE) procura investimentos já consolidados enquanto o (GB) com o ativo “Terreno” busca o desenvolvimento de novos produtos.

Observa-se ainda que o (GB) possui ativos, com investimentos no exterior superiores a 75,0% da carteira imobiliária, demonstrando a procura das empresas por ativos internacionais.

O item “Não Aplicável / Not Applicable”, indica que os respondentes não tinham investimentos no exterior, no momento da enquete.

Como resumo do tópico “Sobre a Carteira de Investimento” a comparação entre o (GB) e (GE), identificou que a maioria das empresas do (GE) possuíam valores de investimentos totais superiores a US\$ 1,5 bilhão, enquanto a maioria das empresas do (GB) tinham investimentos de até R\$ 500 milhões.

Para o total do investimento imobiliário, o (GB) preferencialmente indicou os imóveis em construção, terrenos e edificações, com investimentos na faixa de até R\$ 500 milhões. Para o (GE), os ativos preferenciais foram edificações, imóveis em construção e terrenos, com investimentos na faixa de até US\$ 300 milhões.

Para os investimentos imobiliários internacionais, o (GE) possuía um percentual maior de empresas com ativos no exterior do que o (GB). Os ativos preferidos internacionalmente pelo (GE) foram edificações, imóveis em construção e terrenos, e o maior percentual de participação dos ativos internacionais situou-se na faixa entre 10% e 25% do total dos ativos imobiliários. O (GB) teve uma distribuição de participação entre os ativos, indicados na enquete, mais homogênea do que o (GE), sendo terrenos e imóveis em construção os mais indicados, e até 10% a faixa de participação dos ativos internacionais no total dos ativos imobiliários.

Pôde-se constatar que os ativos escolhidos entre ambos os grupos para seus investimentos domésticos e internacionais são basicamente os mesmos, entretanto o (GE) possui maiores valores de investimento total. Ambos os grupos estão empatados com relação à distribuição de seus investimentos imobiliários, contudo o (GE) tem ativos com investimentos de maior valor. Para os imóveis internacionais o (GE) possuía um percentual de investimentos maior do que o (GB) com relação à carteira de imóveis.

Assim investimento em ativos como edificações, imóveis em construção e terrenos são fatores estratégicos para ambos os grupos investirem internacionalmente em Real Estate.

Esta análise pôde apontar a opção dos investidores do (GE) por ativos já desenvolvidos ou fase de conclusão, propiciando assim um retorno financeiro mais rápido.

Analizando-se comparativamente as respostas obtidas nas Questões 4 e 5, podemos verificar que das empresas que efetivamente investem em ativos imobiliários, para o (GB) na relação de seus investimentos totais (independente dos valores investidos), o maior percentual investe nos ativos “Em Construção”, com 85,7%, seguido do ativo “Edificações” com 71,4% e “Terrenos” com 64,3%. Para o (GE), o ativo “Buildings” vem em primeiro lugar com 66,7%, seguido de “Under Construction” com 62,5% e “Land” com 57,1%.

Para as empresas que investem em ativos no exterior, o (GB) possui participação percentual menor do que o (GE), sendo os ativos mais investidos, para o (GB) “Em Construção” e “Terrenos” e para o (GE) “Buildings” e “Under Construction”, indicando a preferência de ambos os grupos de investidores, por investimentos diretos.

### 3.4 Investimentos em Ativos Imobiliários no Exterior

#### 3.4.1 Questão 6 – Estratégia de Investimento

As (Figuras 9 e 10) indicam qual a estratégia adotada por cada empresa para o investimento imobiliário internacional.

Em termos de investimentos imobiliários no estrangeiro, indique a frase que melhor descreve a sua estratégia de investimento. (Por favor, indique a opção mais apropriada).	
Answer Options	Response Percent
A nossa empresa tem hoje investimentos imobiliários no exterior e continuamos a manter uma estratégia ativa de investimentos no exterior.	0,0%
Historicamente, nossa empresa tem investido em imóveis no exterior, mas no momento não estamos buscando novos investimentos no exterior.	6,7%
Historicamente, nossa empresa tem investido em imóveis no exterior, mas no momento, não detemos nenhum investimento no exterior ou estamos em processo de desinvestimento de nossos ativos no exterior e não há planos imediatos para complementar os investimentos internacionais.	13,3%
Nossa empresa nunca teve investimentos imobiliários no exterior, mas estamos avaliando isto como uma estratégia de investimento alternativo.	20,0%
Nós nunca tivemos e provavelmente nunca teremos investimentos imobiliários no exterior.	60,0%
Outro (especifique)	0,0%

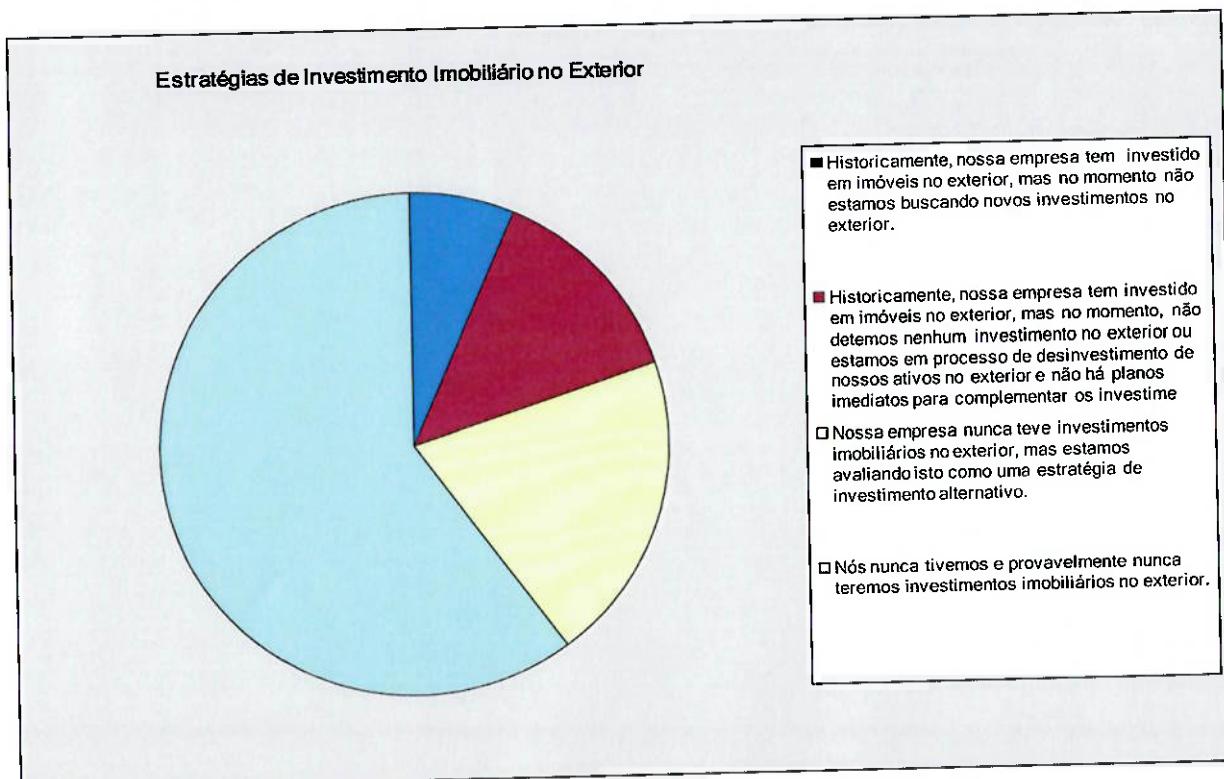


Figura 9 – Estratégia de investimento imobiliário no exterior

**In terms of overseas real estate investments, please indicate the phrase that best describes your investment strategy.**

Answer Options	Response Percent
Our fund presently has overseas investments and we are continuing to maintain an active overseas investment strategy.	60,0%
Historically the fund has been invested in overseas real estate, but at present we are not actively seeking new overseas investments.	0,0%
Historically the fund has been invested in overseas real estate, but at present we either hold no overseas investments or are actually in the process of divesting our overseas investments with no immediate plans for additional international investments.	0,0%
The fund has never had overseas investments but we are presently considering this as an alternative investment strategy.	0,0%
We never have and probably never will have overseas investments.	0,0%
Other (please specify)	40,0%

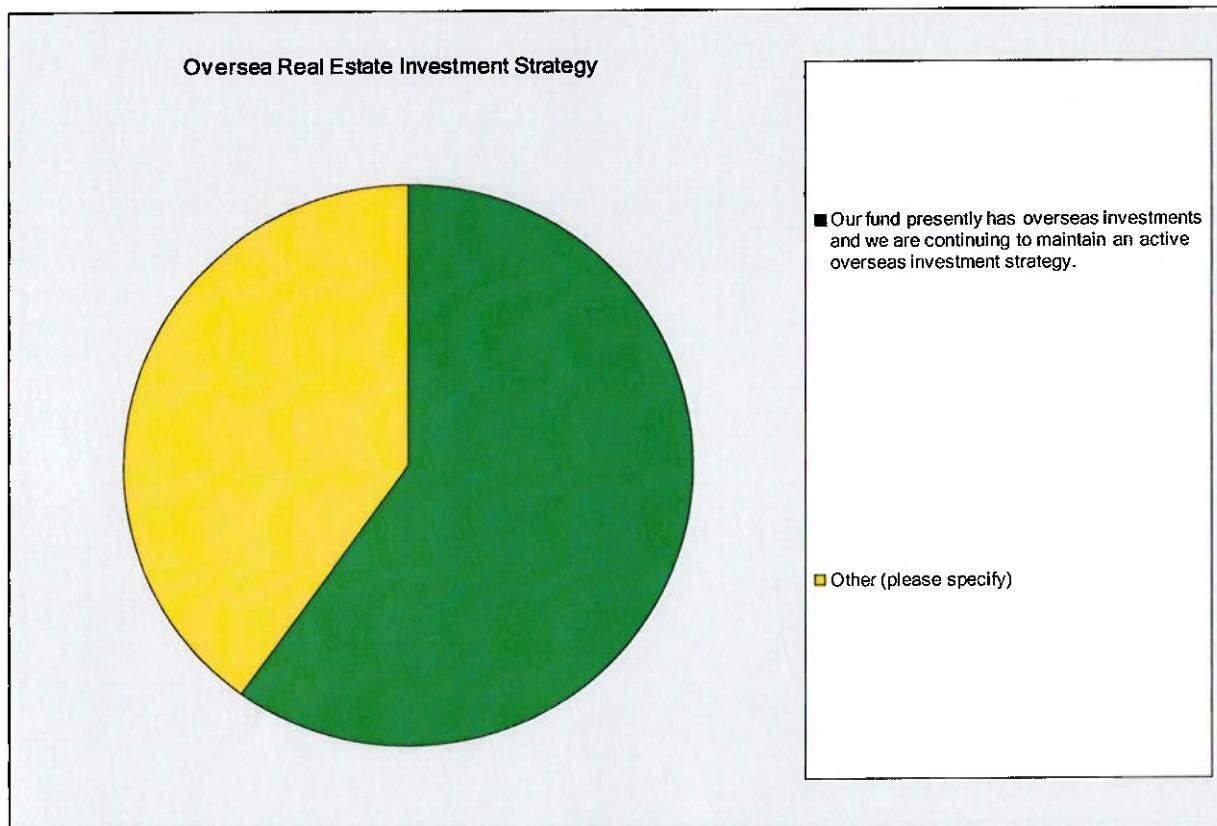


Figura 10– Oversea real estate investment strategy

Em termos de estratégia de investimento em imóveis no exterior, o resultado na comparação dos dois grupos, difere consideravelmente, novamente resalvando-se a amostra analisada na enquete.

Enquanto no (GE), 60,0% das empresas tinham investimentos no exterior e continuaria a mantê-los, o (GB), para este mesmo item não teve nenhuma resposta. O que suportava os investimentos no exterior era que, 6,7% do (GB), no momento da realização da enquete, tinham investimentos no exterior, mas não estavam buscando novos investimentos ou estavam em processo de desinvestimento com 13,3%.

Em sua maioria 60,0% indicaram que a empresa nunca teve investimento no exterior e não avalia a possibilidade como uma alternativa de investimento e 20,0% não tem investimentos no exterior, mas estudavam esta alternativa.

Dentre as justificativas, para a resposta “Outro / Other”, foi que a empresa atuava como consultora imobiliária, que a empresa estrutura e gerencia investimentos, em nome de seus clientes, em diferentes partes do mundo e que a empresa não era investidora em Real Estate.

Algumas outras respostas dos respondentes do grupo brasileiro retratam a questão da estratégia de investimento;

“O investidor local Brasileiro, na sua grande maioria, não investe em outros países. Obviamente, existem exceções. Mas o volume é bem pequeno. Acredito que estejamos 8 a 15 anos de estarmos maduros, para aumentar/focar o investimento local no mercado imobiliário internacional”.

“Dado que somos uma casa focada em clientes pessoas física, de alta renda e atuamos com o veículo Fundo de Investimento Imobiliário, não vemos, no momento, o investimento no mercado internacional como alternativa de produto a ser desenvolvido”.

“Somos focados no mercado doméstico. Contextualizamos os movimentos do mercado imobiliário internacional apenas para efeitos de acompanhamento dos ciclos e oportunidades de atração de investidores para o mercado local. As características do mercado internacional são importantes para avaliarmos os comportamentos dos ciclos”.

Os comentários acima corroboram questões levantadas por JOHANSON, VAHLNE, (1997) apud SATO (2008), de que a decisão de investir no mercado internacional é

influenciada por crenças e percepções das vantagens, riscos associados, barreiras internas e externas e principalmente a falta de conhecimento sobre os mercados internacionais.

Assim a comparação entre os dois grupos indicou nesta questão uma divergência acentuada, pois ambos os grupos não tiveram respostas coincidentes, mas a análise indica como fator estratégico para a maioria das empresas do (GB) que as empresas não têm interesse em investirem no exterior, e o (GE) na sua maioria tem como estratégia a manutenção do investimento internacional existente.

Este fator demonstra a incipiente atuação das empresas brasileiras no mercado internacional de Real Estate.

### 3.5 Localização Geográfica dos Ativos Existentes

#### 3.5.1 Questão 7 – Percentual da Quantidade Atual de Ativos por País

As (Figuras 11 e 12), indicam o percentual, no momento da enquete, do total de imóveis alocados, em cada região geográfica, onde os investimentos estão localizados.

Answer Options	Response Percent
América do Norte	42,9%
- USA	0,0%
- Canadá	0,0%
Europa	0,0%
- Reino Unido	0,0%
- França	0,0%
- Alemanha	0,0%
- Espanha	0,0%
- Portugal	0,0%
- Outros	0,0%
Ásia / Oceania	0,0%
- Austrália	0,0%
- Japão	0,0%
- Outros	0,0%
América Latina	0,0%
- México	0,0%
- Argentina	0,0%
- Chile	0,0%
- Outros	14,3%
BRIC's	0,0%
- Brasil	0,0%
- Rússia	0,0%
- Índia	0,0%
- China	0,0%
África	0,0%
- África do Sul	28,6%
- Angola	14,3%
- Outros	0,0%

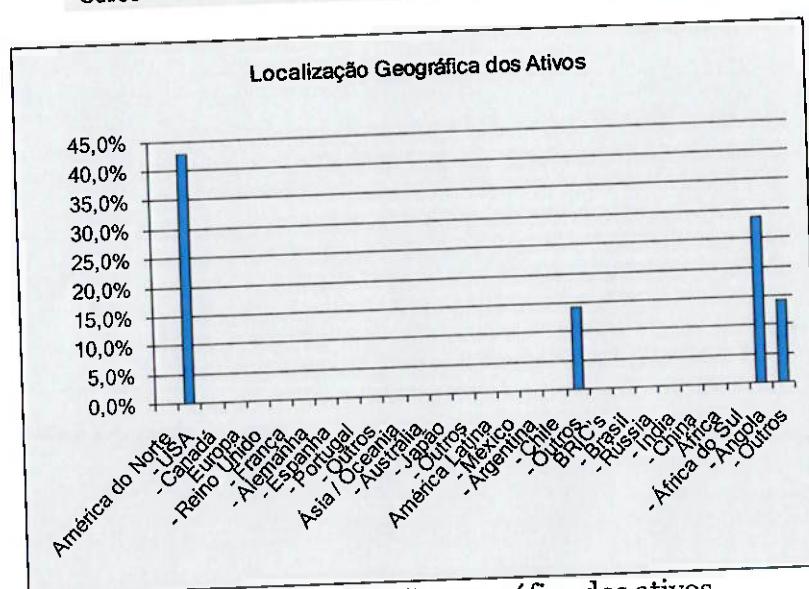


Figura 11– Localização geográfica dos ativos

If your company has a specific amount of property for property investments abroad, please indicate below the CURRENT amount (in terms of assets) allocated to each geographical region.

Answer Options	Response Percent
North America	0,0%
- USA	7,1%
- Canada	7,1%
Europe	7,1%
- UK	0,0%
- France	0,0%
- Germany	0,0%
- Spain	0,0%
- Portugal	0,0%
- Other	0,0%
Asia / Oceania	0,0%
- Australia	0,0%
- Japan	0,0%
- Other	0,0%
Latin America	0,0%
- Mexico	0,0%
- Argentina	0,0%
- Chile	0,0%
- Other	21,4%
BRIC's	35,7%
- Brazil	0,0%
- Russia	0,0%
- India	0,0%
- China	14,3%
Africa	0,0%
- South Africa	0,0%
- Angola	0,0%
Other	14,3%

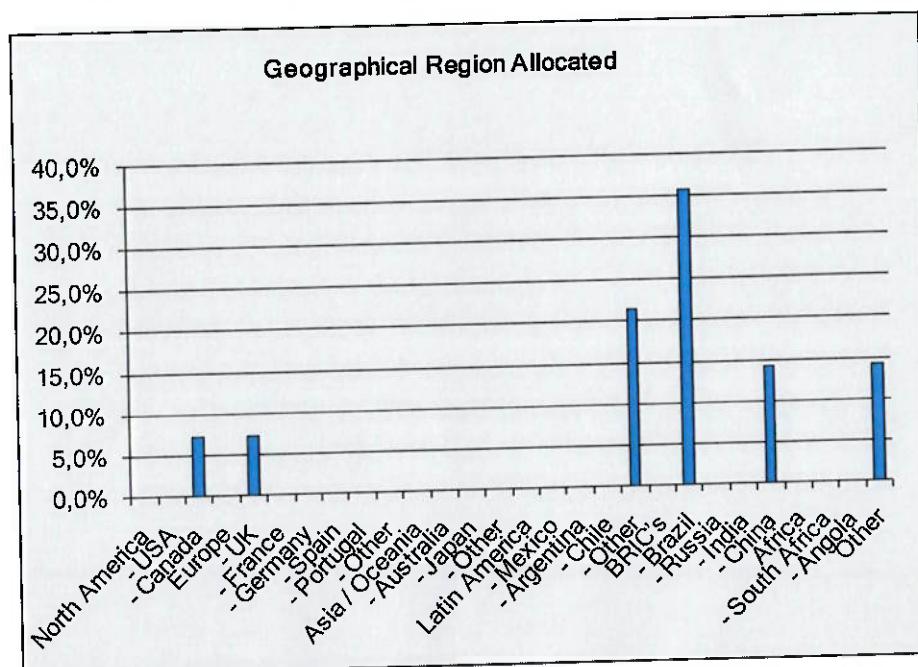


Figura 12 – Current geographical region allocated

A análise dos resultados geográficos mostra o Brasil, como o principal destino dos investimentos do (GE), seguido da América Latina e China<sup>17</sup>.

Para o (GB), os Estados Unidos, seguido de Angola são os principais destinos de investimentos no exterior.

MULLER, BALL, (2006) afirmam que a análise de um novo país para investimento em Real Estate, normalmente começa com o exame das estruturas políticas, econômicas, legais e do mercado de capitais. Após este exame inicial, a análise das tendências demográficas de curto e longo prazo, é importante para determinar as demandas de Real Estate.

Pôde-se identificar na análise das respostas da enquete, a tendência da maioria dos investidores por países populoso e com estabilidade política e social, para ambos os grupos. Na revisão bibliográfica, SOUZA, (2001) afirma que as empresas devem diversificar seus portfólios geograficamente, pois a diversificação geográfica reduz os riscos de perda nos rendimentos causados por choques econômicos regionais e possuir um portfólio concentrado geograficamente, grande o bastante, para obterem-se economias de escala, mas não excessivamente concentrado a ponto de que choques econômicos possam significativamente interromper o fluxo de rendimento dos ativos.

---

<sup>17</sup> Deve-se ressalvar que as empresas convidadas a participar da enquete, em algum momento tiveram algum tipo de negócio no Brasil e desta forma o país é visto como o principal destino de investimentos.

### 3.5.2 Questão 8 - Percentual da Quantidade Alvo de Ativos por País

As (Figuras 13 e 14), solicitavam a indicação do percentual ALVO dos ativos pretendidos pela empresa para cada região geográfica.

Answer Options	Response Percent
América do Norte	42,9%
- USA	0,0%
- Canadá	0,0%
Europa	0,0%
- Reino Unido	0,0%
- França	0,0%
- Alemanha	0,0%
- Espanha	0,0%
- Portugal	14,3%
- Outros	
Ásia / Oceania	0,0%
- Austrália	0,0%
- Japão	0,0%
- Outros	
América Latina	0,0%
- México	0,0%
- Argentina	0,0%
- Chile	28,6%
- Outros	
BRIC's	14,3%
- Brasil	0,0%
- Rússia	0,0%
- Índia	0,0%
- China	
Africa	0,0%
- África do Sul	28,6%
- Angola	0,0%
- Outros	

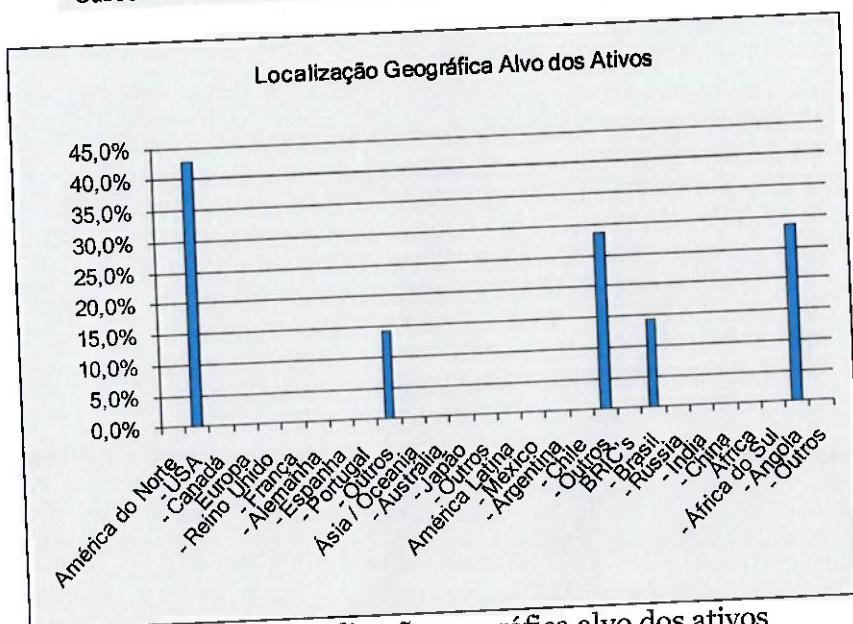


Figura 13 – Localização geográfica alvo dos ativos

If your company has a specific amount of property for property investments abroad, please indicate below the TARGET amount (in terms of assets) allocated to each geographical region.

Answer Options	Response Percent
North America	0,0%
- USA	7,7%
- Canada	
Europe	7,7%
- UK	0,0%
- France	0,0%
- Germany	0,0%
- Spain	0,0%
- Portugal	0,0%
- Other	0,0%
Asia / Oceania	0,0%
- Australia	0,0%
- Japan	0,0%
- Other	
Latin America	0,0%
- Mexico	0,0%
- Argentina	7,7%
- Chile	23,1%
- Other	
BRIC's	46,2%
- Brazil	0,0%
- Russia	0,0%
- India	7,7%
- China	
Africa	0,0%
- South Africa	0,0%
- Angola	0,0%
Other	

Target Geographical Region Allocated

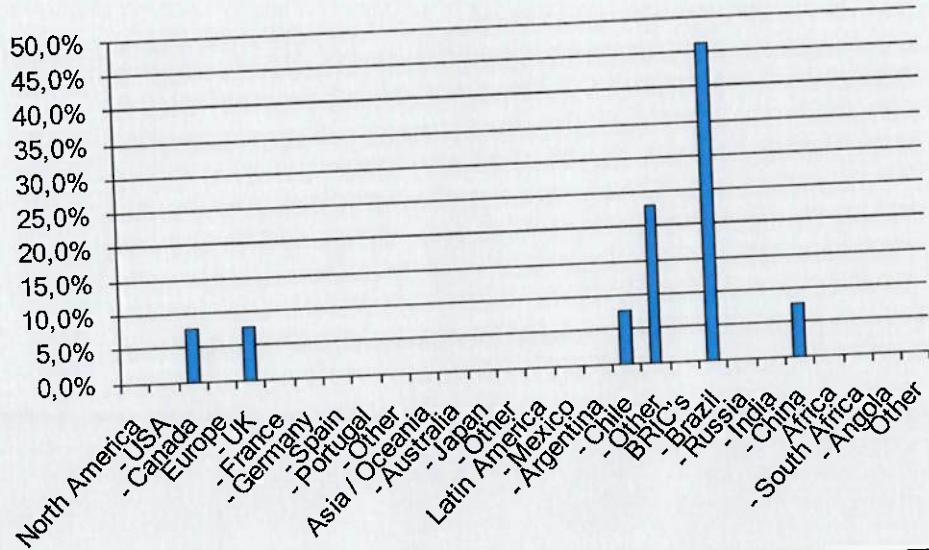


Figura 14 – Target geographical region allocated

Para a expectativa de alocação alvo de novos ativos, as respostas da Questão 8 comparada com as da Questão 7, mostraram que a tendência do (GB), é de aumento dos investimentos na Europa, com 14,3% e América Latina passando de 14,3% para 28,6%, permanecendo os investimentos nos Estados Unidos e em Angola.

Para o (GE), a tendência foi de crescimento dos investimentos no Brasil, passando de 35,7% para 46,2% e na América Latina de 21,4% para 30,8%, com diminuição na China de 14,3% para 7,7%.

A análise entre os grupos mostrou o tipo de país no qual as empresas mantinham e buscavam alocar seus investimentos imobiliários como países com economia crescente ou desenvolvidos e com estabilidade política foram os principais fatores para a estratégia de investimento internacional em Real Estate.

### 3.6 Processos de Tomadas de Decisão de Investimento

#### 3.6.1 Questão 9 – Técnicas para Suportar as Decisões de Investimento

As (Figuras 15 e 16), mostram a utilização pelas empresas de algumas técnicas usadas para suportar as decisões de investimento.

Listadas abaixo estão várias técnicas que podem ser usadas para suportar as decisões de investimento. Por favor, indique qual o nível de utilidade que sua empresa sente para utilização de cada modelo nas alocações de ativos - use 1 para menos útil e 5 para mais útil.

Answer Options	1 - Menos importante	2	3	4	5 - Mais importante	N/A
Experiência geral / diversificação intuitiva	0,0%	20,0%	0,0%	40,0%	40,0%	0,0%
Correlação simples dos retornos entre os mercados no exterior	0,0%	20,0%	40,0%	40,0%	0,0%	0,0%
Moderna teoria de carteiras (média / quadro de variância e análises do tipo de Markowitz)	20,0%	0,0%	20,0%	20,0%	0,0%	40,0%
Modelos de índices (como o Capital Asset Pricing Model - CAPM)	20,0%	20,0%	0,0%	40,0%	20,0%	0,0%
Pesquisa de mercado local	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	60,0%	0,0%
Outros (Especifique abaixo)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

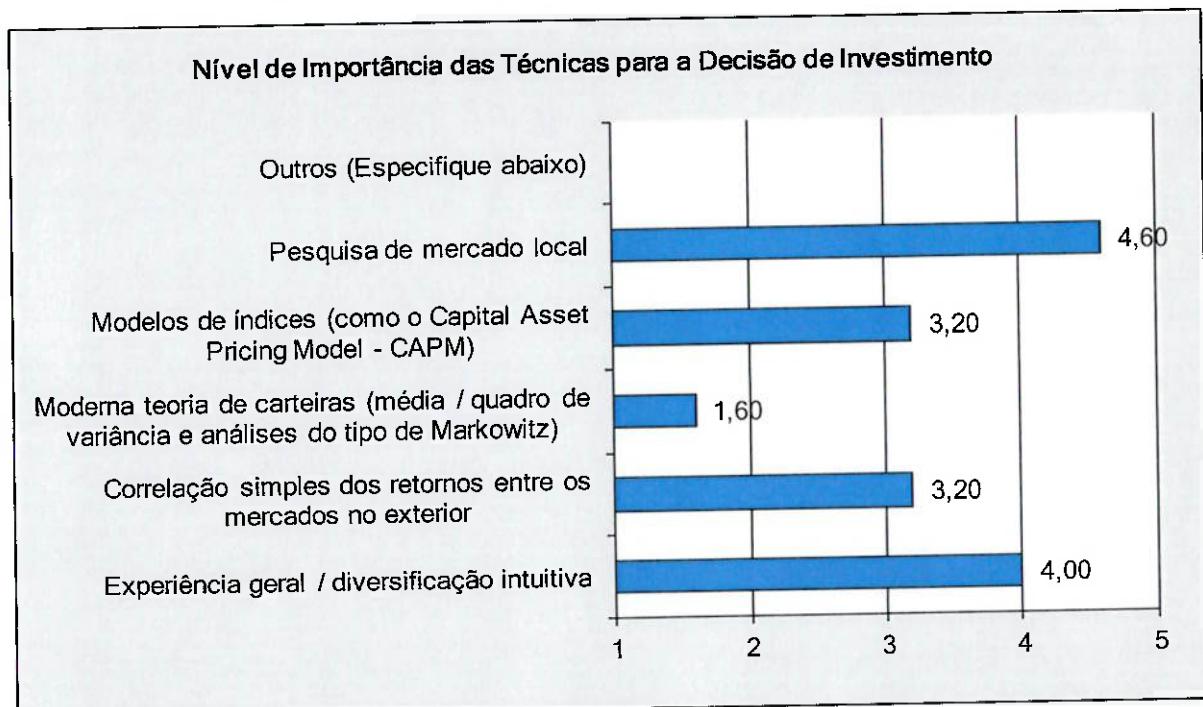


Figura 15– Técnicas utilizadas para a decisão de investimento

Listed below are several investment techniques that can be used to make portfolio investment decisions. Please indicate how useful your organization feels each model is in devising target asset allocations - use 1 for not useful and 5 for very useful.

Answer Options	1 - Less useful	2	3	4	5 - More useful	N/A
General experience/intuitive diversification	0,0%	0,0%	50,0%	33,3%	0,0%	16,7%
Simple correlation of returns between overseas markets	16,7%	16,7%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%
Modern portfolio theory (mean/variance framework and Markowitz type analysis)	16,7%	33,3%	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%
Index models (such as Capital Asset Pricing Model - CAPM)	16,7%	33,3%	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%
Direct and detailed market research	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Other (Please specify) Specify	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	75,0%

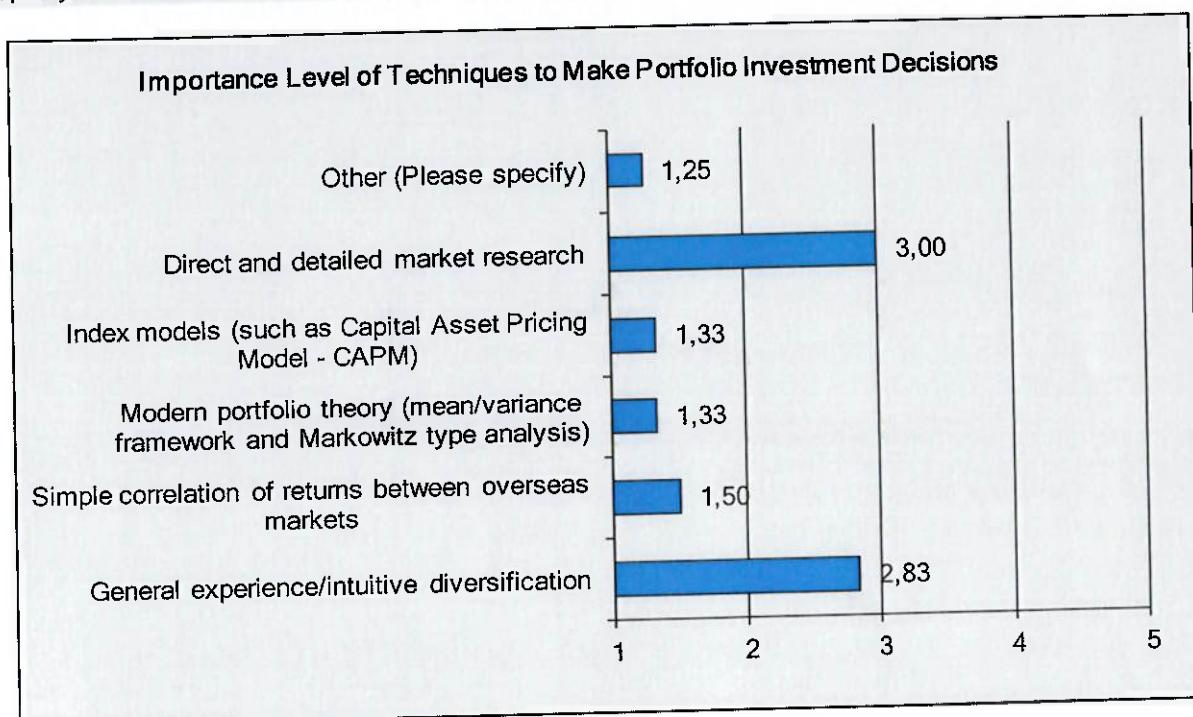


Figura 16 – Techniques to make portfolio investment decisions

A seguir apresenta-se uma tabela comparativa entre (GB) e (GE), com a Média de Classificação (MC)<sup>18</sup> das técnicas de decisão apontadas na questão 9;

<sup>18</sup> A Média de Classificação – (MC) é uma média ponderada, obtida, somando-se, a multiplicação da escala de importância de cada item (de 1 a 5, sendo que a opção “Não Aplicável-NA” recebe nota zero), pelo número de respondentes que escolheram o item, dividindo-se este total, pelo total de respondentes que responderam a questão.

**Técnicas para Decisão de Investimento**

Questão 9	Média de Classificação	
	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Experiência geral / diversificação intuitiva	4,00	2,83
Correlação simples dos retornos entre os mercados no exterior	3,20	1,50
Moderna teoria de carteiras (média / quadro de variância e análises do tipo de Markowitz)	1,60	1,33
Modelos de índices (como o Capital Asset Pricing Model - CAPM)	3,20	1,33
Pesquisa de mercado local	4,60	3,00
Outros	0,00	1,25

Dentre as técnicas de decisão de investimento, para o (GB), o item de “Pesquisa de Mercado” com (MC) de 4,60 foi considerado o mais importante, seguido pela “Experiência Geral / intuição” com (MC) de 4,00, na escala de 1 a 5.

Para o (GE) o item “Pesquisa de Mercado / Direct market research” também figura como o mais importante com (MC) de 3,00, seguido pela “Experiência Geral / intuição – General experience / intuitive diversification”, com (MC) de 2,83.

Este resultado mostra a convergência entre os dois grupos com relação aos fatores técnicos utilizados pelas empresas para suportar suas decisões de investimento.

As técnicas de análise de Markowitz<sup>19</sup> e de índices, como o CAPM,<sup>20</sup> são indicadas por ambos os grupos, porém com baixa média de classificação. Este resultado coincide com os resultados apresentados no estudo de WORZALA, (1994) em que técnicas menos sofisticadas foram utilizadas pela maioria dos respondentes.

<sup>19</sup> A Moderna Teoria das Carteiras, teoria desenvolvida por Harry Markowitz, que recomenda a diversificação de investimentos para adequada gestão das variáveis risco e retorno em carteira de ativos.

<sup>20</sup> CAPM – Capital Asset Pricing Model ou Modelo de Precificação de Ativos é um modelo que estuda a atitude em termos de risco e rentabilidade dos investidores em ativos, e que permite ao gestor avaliar a taxa de retorno mínima dos investimentos, que será necessário, de forma a satisfazer as expectativas dos investidores.

Verifica-se que, como destacado na revisão bibliográfica, a abordagem de Markowitz requer uma amostra grande de retornos para se aproximar de uma distribuição normal, e a existência de limitações quanto a aplicabilidade de Markowitz ao portfólio composto por ativos imobiliários, os investidores que participaram da enquete não consideraram estas técnicas como as mais importantes.

Os modelos de índices têm média de classificação, considerado de maior importância para o grupo brasileiro, do que para o grupo estrangeiro. Entretanto índices, como o IGMI-C<sup>21</sup>, que mede a rentabilidade para o setor imobiliário comercial é recente no mercado brasileiro, quando do momento deste trabalho, e, portanto não teve suas implicações avaliadas.

Outro fator que distingue as técnicas para a decisão de investimento é que o (GE) não prioriza a comparação dos retornos, enquanto para o (GB) este ponto é de considerada importância. Este fato pode significar que o (GE) quando decide investir não analisa somente o retorno, mas outros fatores que justifiquem a qualidade do investimento.

Como não foi objetivo deste trabalho a discussão mais profunda dos conceitos técnicos para a utilização de índices na decisão de investir, este tema poderá ser abordado em futuras pesquisas.

Como respostas, para o item “Outros” o (GE) indica a “Análise Financeira do Projeto” e o “Conhecimento dos parceiros locais a qual estejam associados no país”.

---

<sup>21</sup> IGMI-C – índice Geral do Mercado Imobiliário, criado em fevereiro de 2011, procura indicar a rentabilidade de imóveis comerciais.

### 3.6.2 Questão 10 - Razões para a Decisão de Investir em Real Estate no Exterior

As (Figuras 17 e 18) apontam as principais razões para a empresa tomar a decisão de investir em imóveis no exterior.

Cada afirmação a seguir fornece uma razão potencial para a empresa tomar a decisão estratégica de investir em imóveis no exterior. Por favor, indique a sua opinião sobre a importância de cada afirmação (1 para menos importante e 5 para mais importante).

Answer Options	1 - Menos importante	2	3	4	5 - Mais importante	N/A
Investir no exterior, devido à falta de oportunidades de investimento doméstico.	50,0%	16,7%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
Investir em outro país, pela expectativa de que sua moeda se mantenha forte ou estável (em outras palavras, as condições monetárias são percebidas como estáveis).	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%
Diversificar, porque os ambientes econômicos e políticos são diferentes do mercado doméstico.	0,0%	33,3%	16,7%	50,0%	0,0%	0,0%
Diversificar para aproveitar dos diferentes recursos e características relativos à propriedade, tais como direito de posse, processo de desenvolvimento dos produtos, planejamento dos projetos, etc...	16,7%	16,7%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%
Investir para equacionar os investimentos com os passivos no exterior (hedge cambial).	50,0%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%
Busca de menor risco nos investimentos.	16,7%	16,7%	50,0%	16,7%	0,0%	0,0%
Busca de maior atratividade nas expectativas das taxas de retorno.	0,0%	16,7%	16,7%	50,0%	16,7%	0,0%
Surgimento de oportunidade de negócios no exterior.	0,0%	16,7%	16,7%	50,0%	16,7%	0,0%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

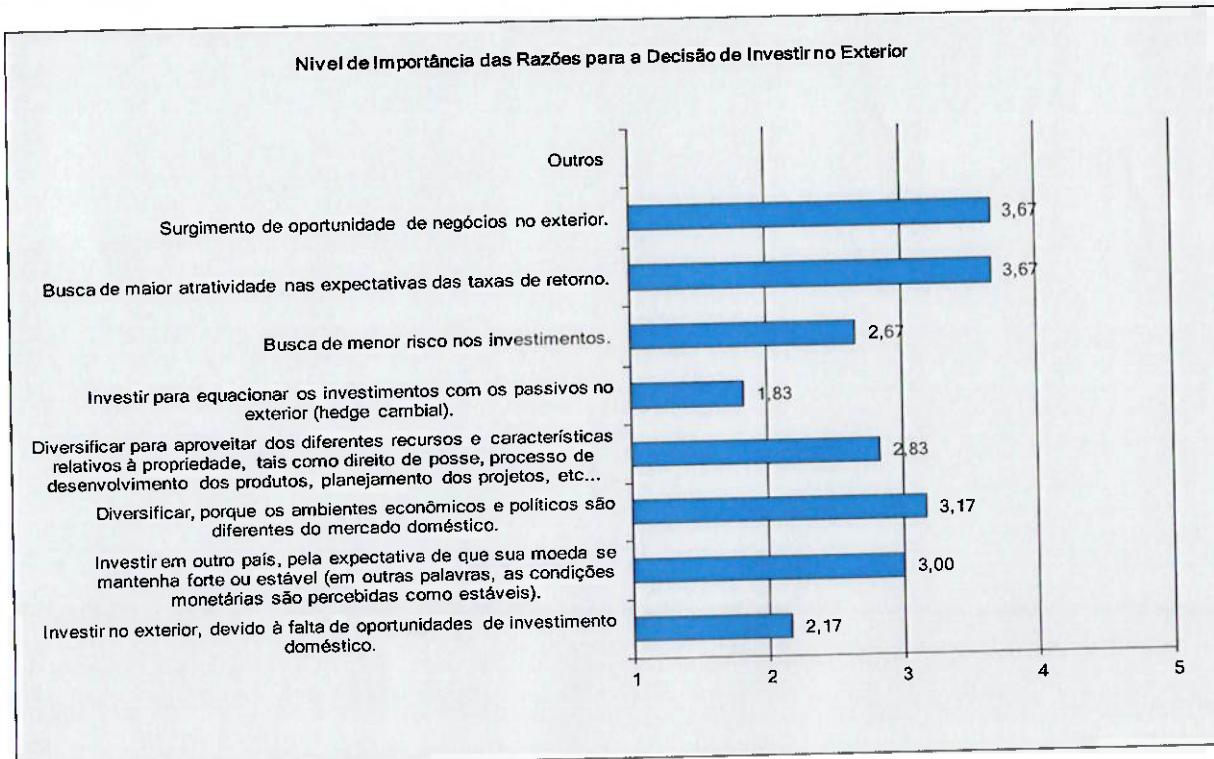


Figura 17 – Razões para a decisão de investir no exterior

Each statement below provides a potential rationale for a fund to make the strategic decision to invest in overseas real estate. Please indicate your opinion of the importance of each reason - use 1 for unimportant and 5 for very important.

Answer Options	1 - Less important	2	3	4	5 - More important	N/A
Invest overseas because of a lack of domestic investment opportunities.	25,0%	0,0%	12,5%	25,0%	12,5%	25,0%
Invest in another country because its currency is expected to remain strong or stable (in other words, monetary conditions are perceived to be stable).	0,0%	0,0%	25,0%	37,5%	12,5%	25,0%
Diversify because economic and political environments are different from the domestic market.	0,0%	25,0%	12,5%	25,0%	12,5%	25,0%
Diversify to take advantage of different property specific features, such as different tenure, development process/planning restrictions, etc.	12,5%	25,0%	25,0%	12,5%	12,5%	12,5%
Invest to match overseas investments to overseas liabilities.	25,0%	12,5%	25,0%	0,0%	12,5%	25,0%
Diversify because the historical performance indicates different real estate markets are behaving differently, that is correlation coefficients between markets are low or even negative.	0,0%	12,5%	37,5%	12,5%	0,0%	37,5%
More attractive return expectations.	12,5%	0,0%	0,0%	25,0%	37,5%	25,0%
Overseas business opportunities	12,5%	0,0%	12,5%	37,5%	25,0%	12,5%
Other	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

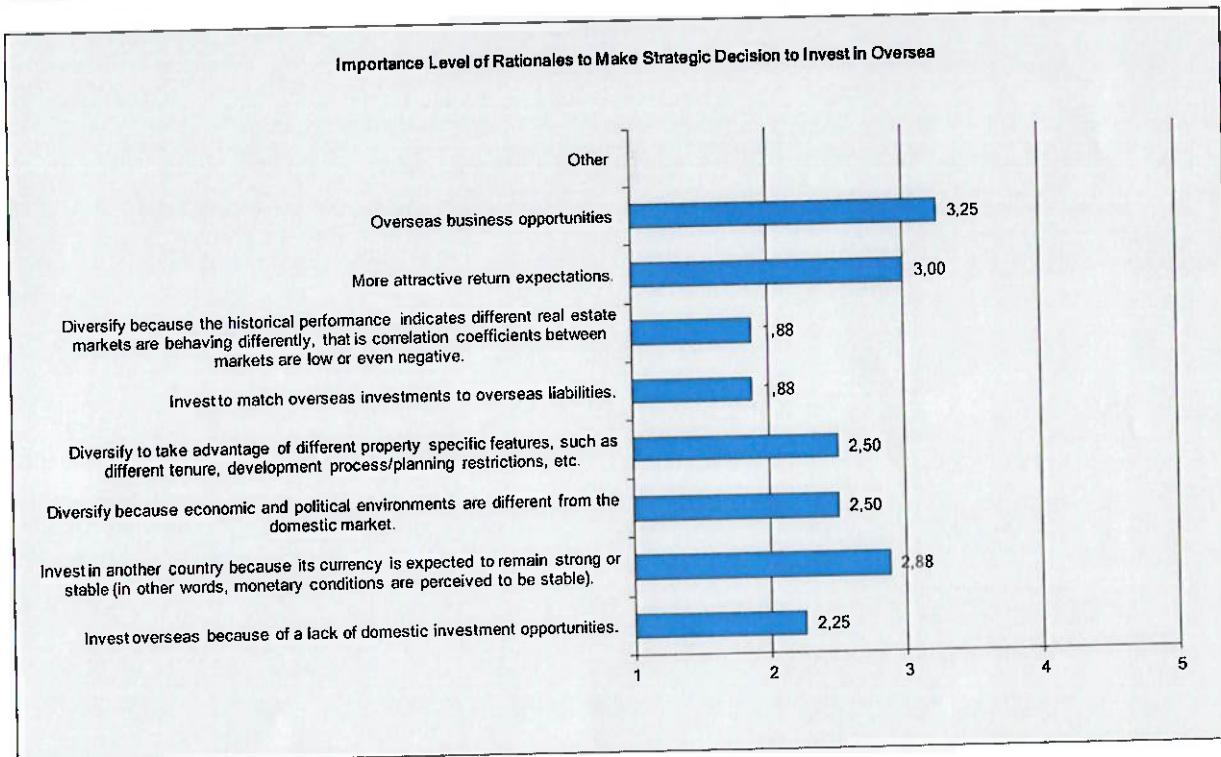


Figura 18 – Rationales to make strategic decision to invest in oversea

A seguir apresenta-se a tabela comparativa, entre (GB) e (GE) com a média de classificação, para cada item da questão 10.

Razões para a Decisão de Investir no Exterior

Questão 10	Média de Classificação	
	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Investir no exterior, devido à falta de oportunidades de investimento doméstico.	2,17	2,25
Investir em outro país, pela expectativa de que sua moeda se mantenha forte ou estável (em outras palavras, as condições monetárias são percebidas como estáveis).	3,00	2,88
Diversificar, porque os ambientes econômicos e políticos são diferentes do mercado doméstico.	3,17	2,50
Diversificar para aproveitar dos diferentes recursos e características relativos à propriedade, tais como direito de posse, processo de desenvolvimento dos produtos, planejamento dos projetos, etc...	2,83	2,50
Investir para equacionar os investimentos com os passivos no exterior (hedge cambial).	1,83	1,88
Busca de menor risco nos investimentos.	2,67	1,88
Busca de maior atratividade nas expectativas das taxas de retorno.	3,67	3,00
Surgimento de oportunidade de negócios no exterior.	3,67	3,25
Outros	0,00	0,00

As razões para a decisão de investir em imóveis no exterior entraram na categoria dos fatores estratégicos analisados para os grupos pesquisados e apresentaram peculiaridades no resultado da (MC) que mereceram destaque.

Entre os itens considerados, nenhuma empresa do (GB) indicou a alternativa de “Investir no exterior devido à falta de oportunidades no mercado doméstico”, como a mais importante (5) ficando o índice (MC) com o valor de 2,17, o segundo mais baixo da série.

Para o (GE) esta opção foi apontada como a mais importante (5) por 12,5% das empresas, ficando este item com (MC) de 2,25.

Isto pode indicar, que a busca de investimentos internacionais por algumas empresas do (GE) decorreram de dificuldades em seu mercado doméstico, de forma maior do que a do (GB), mas que no conjunto, a média de importância do item tende a equilibrarem-se entre os dois grupos.

Conforme salientado na revisão bibliográfica, a diversificação em diversos setores ou concentrações de empregos é uma forma de proteção ao portfólio.

Nesta questão também ocorreu convergência nas respostas na análise do (MC), pois ambos os grupos indicaram as mesmas técnicas, como as mais importantes, para a razão de investir no exterior. O (GB) classificou empatadas a “Busca de maior atratividade na taxa de retorno” e o “Surgimento de oportunidades no exterior”, que foi considerado como o maior valor de (MC) pelo grupo (GE).

A “Busca de maior atratividade na taxa de retorno” como o item preferido das empresas demonstra que a busca por resultados financeiros foi um dos itens mais importante para as empresas pesquisadas, na sua decisão de investir internacionalmente.

Para ambos os grupos a opção de *hedge* cambial, é a menos importante em razão da baixa liquidez dos ativos em Real Estate e por tratar-se muitas vezes de operações especulativas.

BLASCHKA, (2003) destaca que estabelecer objetivos é a função dos imóveis no portfólio das empresas e que o imóvel pode ter a função tanto de diversificar os ativos no plano total e também servir como *hedge* cambial, aproveitando a natureza de sua classe de ativo.

Respondente do (GE) afirmou que: “É importante obter maiores rendimentos, com crescimento real e diversificar a moeda dólar americano”.

### 3.6.3 Questão 11 – Problemas Associados à Realização de Investimentos no Exterior

As (Figuras 19 e 20) mostram como as empresas lidam com os diferentes problemas que estão frequentemente associados à realização de investimentos no exterior.

Cada afirmação a seguir aborda diferentes PROBLEMAS, associados à realização de investimentos no exterior. Por favor, indique a sua opinião sobre a importância de cada situação quando considerando fazer uma decisão de investimento imobiliário no exterior (use 1 para menos importante e 5 para mais importante).

Answer Options	1 - Menos importante	2	3	4	5 - Mais importante	N/A
Identificação de aquisições disponíveis no exterior.	0,0%	16,7%	16,7%	33,3%	33,3%	0,0%
O aumento da incerteza causada por flutuações cambiais.	0,0%	16,7%	50,0%	33,3%	0,0%	0,0%
Gerenciar e operar o investimento realizado.	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%
Diferenças de tributação entre os países.	0,0%	16,7%	16,7%	50,0%	16,7%	0,0%
Alto custo de transação de um investimento no exterior.	0,0%	0,0%	33,3%	66,7%	0,0%	0,0%
Falta de conhecimento sobre os mercados imobiliários locais e como eles funcionam.	0,0%	0,0%	16,7%	16,7%	66,7%	0,0%
Risco de mal-entendidos devido às diferenças culturais ou de idioma.	0,0%	16,7%	50,0%	33,3%	0,0%	0,0%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

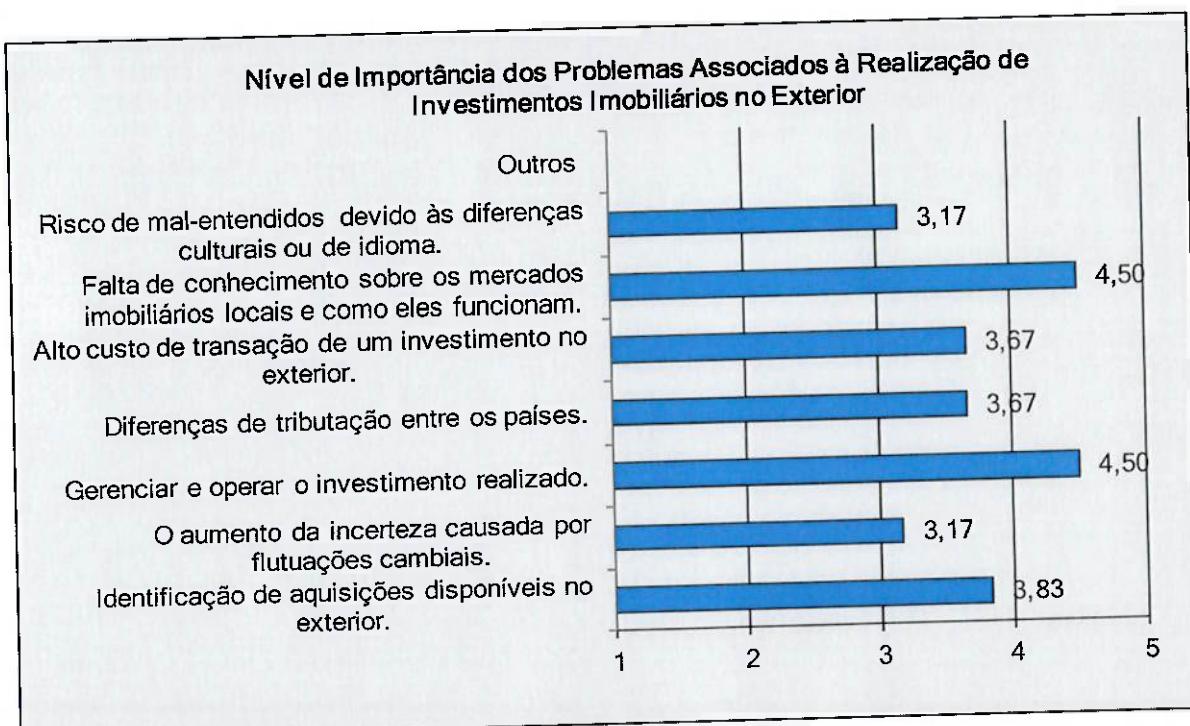


Figura 19– Problemas associados à realização de investimentos imobiliários no exterior

Each statement below addresses the different problems often associated with overseas real estate investments. Please indicate your opinion of the importance of each problem when considering making an overseas property investment decision - use 1 for unimportant and 5 for very important.

Answer Options	1 - Unimportant	2	3	4	5 - Very Important	N/A
Identifying the specific overseas opportunities.	0,0%	0,0%	12,5%	37,5%	25,0%	25,0%
Uncertainty caused by high currency fluctuations.	0,0%	25,0%	12,5%	25,0%	25,0%	12,5%
Management of the investment once it is made	0,0%	12,5%	25,0%	25,0%	12,5%	25,0%
Taxation differences between countries.	0,0%	25,0%	12,5%	37,5%	12,5%	12,5%
High transaction costs of an overseas investment.	0,0%	12,5%	50,0%	25,0%	0,0%	12,5%
Lack of local expertise on property markets and how they operate	12,5%	50,0%	0,0%	25,0%	0,0%	12,5%
Potential misunderstandings due to cultural or language differences.	12,5%	37,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Other	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%	0,0%	50,0%

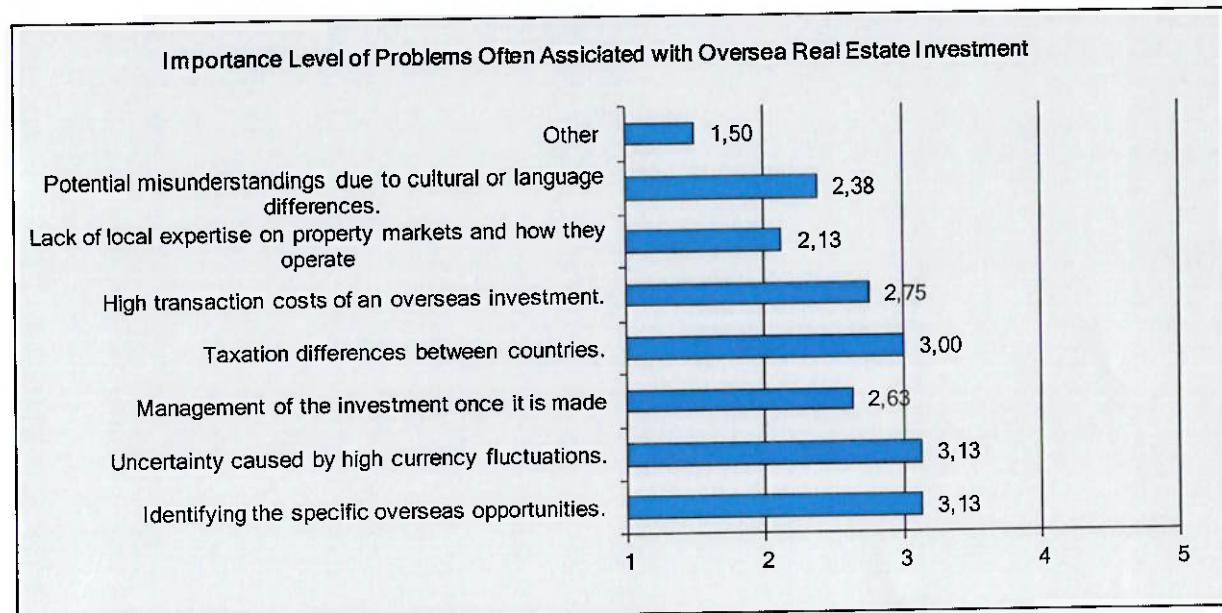


Figura 20 – Problems often associated with overseas real estate investment

Na análise das respostas de como as empresas enfrentavam os problemas decorrentes dos investimentos internacionais em Real Estate, foram identificadas divergências na consideração de importância para vários dos itens pesquisados. A tabela a seguir, mostra a comparação dos resultados da (MC) entre os dois grupos.

**Problemas Associados à Realização de Investimentos**

Média de Classificação		
Questão 11	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Identificação de aquisições disponíveis no exterior.	3,83	3,13
O aumento da incerteza causada por flutuações cambiais.	3,17	3,13
Gerenciar e operar o investimento realizado.	4,50	2,63
Diferenças de tributação entre os países.	3,67	3,00
Alto custo de transação de um investimento no exterior.	3,67	2,75
Falta de conhecimento sobre os mercados imobiliários locais e como eles funcionam.	4,50	2,13
Risco de mal-entendidos devido às diferenças culturais ou de idioma.	3,17	2,38
Outros	0,00	1,50

Para o (GB) os itens com (MC) mais alto, ou seja, considerados mais importantes, ficaram empatados, e foram os problemas em “Gerenciar e operar o investimento realizado” e a “Falta de conhecimento sobre os mercados locais”. Para o (GE), os itens com maior (MC) foram os problemas de “Identificação de aquisições no exterior” e “O aumento da incerteza causada pela flutuação cambial”.

A questão do risco cambial é significativa para o perfil de risco de uma carteira de ativos internacionais, e teve relativa importância por ambos os grupos, com grau de importância maior para o (GE).

A análise dos dados mostra que a divergência nas escolhas das maiores dificuldades, entre os dois grupos, indica que o (GB) sente maior dificuldade, na pós-execução do investimento, ou seja, em administrar o empreendimento após executado, enquanto o (GE) mostra maior dificuldade antes do início dos investimentos, ou seja, na identificação das oportunidades de investimento.

Para outros, respondentes afirmam que;

“Empresas (ou mesmo pessoas físicas) com intenção de investimentos no exterior tem, em geral, um nível de informação sobre mercados globais bastante adequados; nesses casos, a exposição a riscos cambiais distintos é um

atrativo e os principais problemas apontados por nossos clientes estão relacionados a acessos aos mercados (exceto para investidores profissionais que se associam para desenvolvimentos) e a retornos pouco atrativos quando comparados ao mercado local.”

Podemos verificar que nesta questão, os fatores técnicos dos investidores analisados foram diferentes entre os grupos (GB) e (GE). O (GB) deu grau de importância maior a todos os quesitos apresentados na enquete do que o (GE), o que pode ser justificado pelo (GE) ter maior experiência e um maior número de empresas atuando no mercado internacional de Real Estate, enquanto o (GB) por estar se iniciando neste processo, encontrando ainda dificuldades em gerir estes empreendimentos.

### 3.6.4 Questão 12 – Período para Investimento Imobiliário no Exterior

As (Figuras 21 e 22) indicam qual é o período para um investimento imobiliário no exterior.

Qual você acha o período típico para um investimento imobiliário no exterior (média em anos)?	
Answer Options	Response Percent
(0-3)	0,0%
(4-8)	83,3%
(9-10)	16,7%
(11-15)	0,0%
(acima de 15)	0,0%
Outro	0,0%

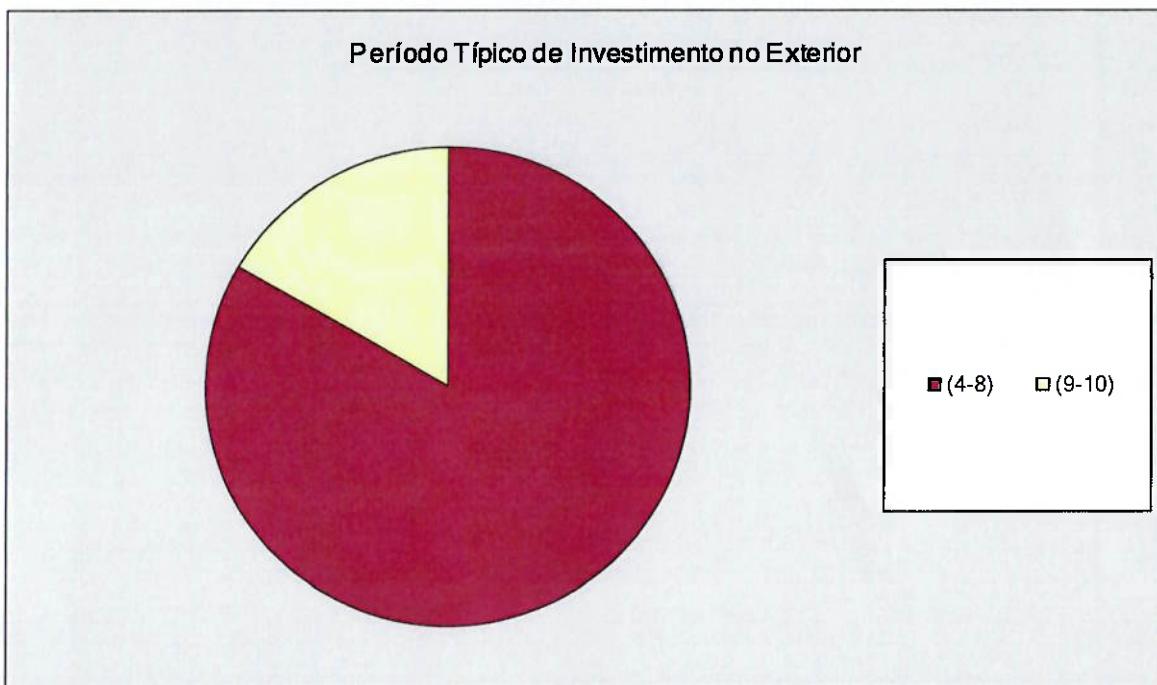


Figura 21– Período típico de investimento no exterior

What do you feel the typical holding period for an overseas investment should be (in years)?	
Answer Options	Response Percent
(0-3)	0,0%
(4-8)	66,7%
(9-10)	11,1%
(11-15)	11,1%
(more than 15)	0,0%
Other	11,1%

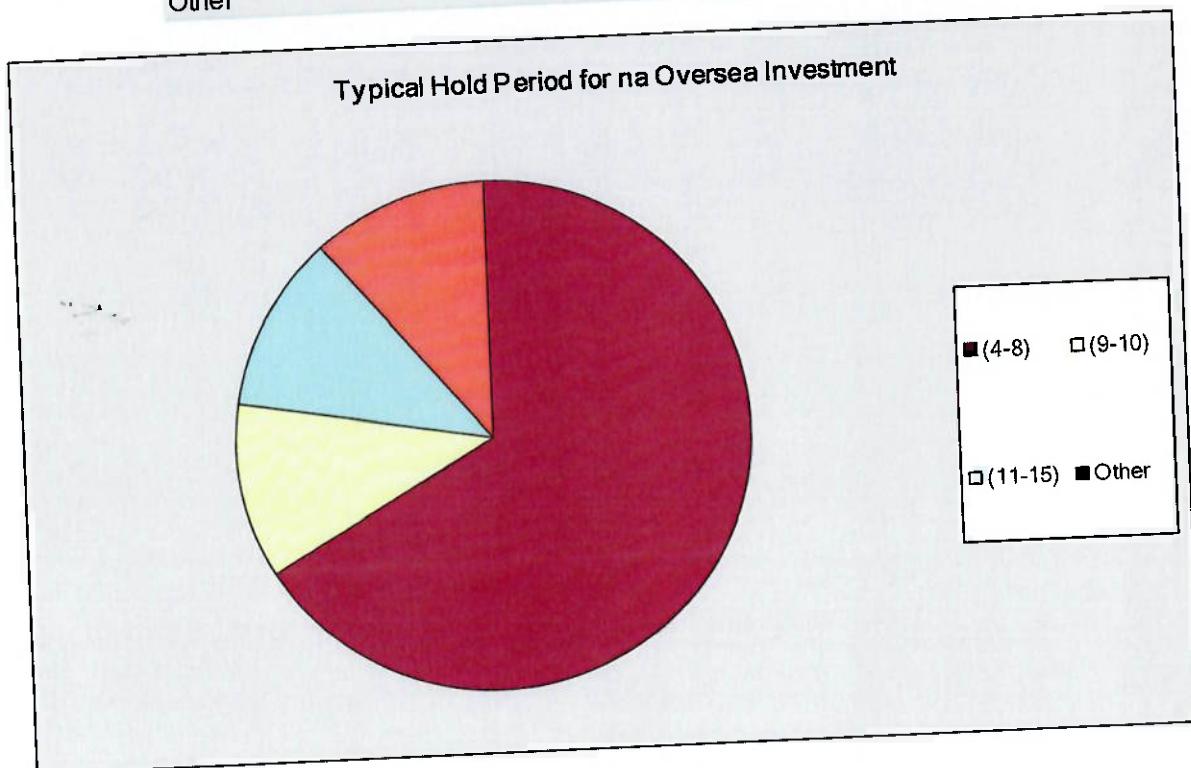


Figura 22 – Typical hold period for an oversea investment

Neste caso verificou-se convergência nos fatores técnicos quanto ao período apontado com maior percentual, por ambos os grupos, de quatro a oito anos.

Isto demonstra a necessidade de se buscar estratégias de saída dos empreendimentos, dentro de médios prazos.

Outras respostas apresentadas pelo (GE) foram: “Investimentos de caráter especulativo tendem a ser mais curtos (4-8 anos); investimentos buscando estabilidade de fluxo são mais longos (10 anos ou mais)”, e “Em desenvolvimento, um ano após a estabilização”.

### 3.6.5 Questão 13 – Estratégia de Investimentos em Real Estate

As (Figuras 23 e 24) indicam as estratégias de investimentos utilizadas para a realização dos investimentos imobiliários.

Como você descreveria estratégia de investimento mais utilizada para fazer os investimentos imobiliários? (Indique a resposta mais apropriada)	
Answer Options	Response Percent
Uma abordagem de baixo para cima (bottom up approach) - onde as oportunidades de investimento são apresentadas a você e, só após o investimento satisfazer os objetivos iniciais e cumprir os critérios da empresa, os riscos adicionais e retornos característicos para um investimento internacional são considerados.	33,3%
Uma abordagem de cima para baixo (top down approach) - onde uma decisão de investimento foi estrategicamente feita para acrescentar um portfólio de imóveis estrangeiros, e as oportunidades de investimento são então requeridas em conformidade com a alocação entre os países alvo.	50,0%
Uma combinação de baixo para cima e de cima para baixo sem existir uma abordagem específica enfatizada pelos gestores da empresa.	16,7%
Outro	0,0%

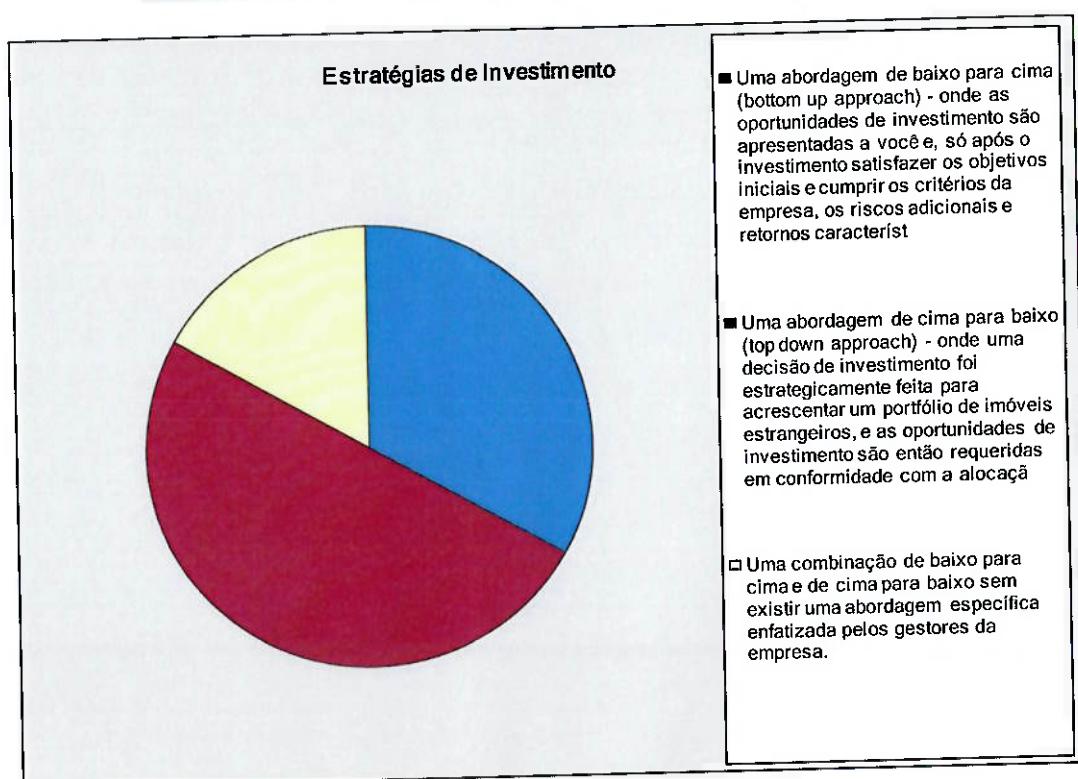


Figura 23– Estratégias de investimento

**Would you classify the decision-making framework used to make the property investments as: (Indicate the most appropriate response).**

Answer Options	Response Percent
A bottom up approach - where investment opportunities are brought to you and then only after the investment meets the initial objectives and criteria of the fund are additional risk and return characteristics of an international investment considered.	25,0%
A top down approach - where an investment decision has been strategically made to add overseas real estate to the portfolio and investment opportunities are then solicited to conform to target allocations between countries.	50,0%
A combination of the bottom up and top down approach with no specific approach emphasized by fund managers.	25,0%
Other	0,0%

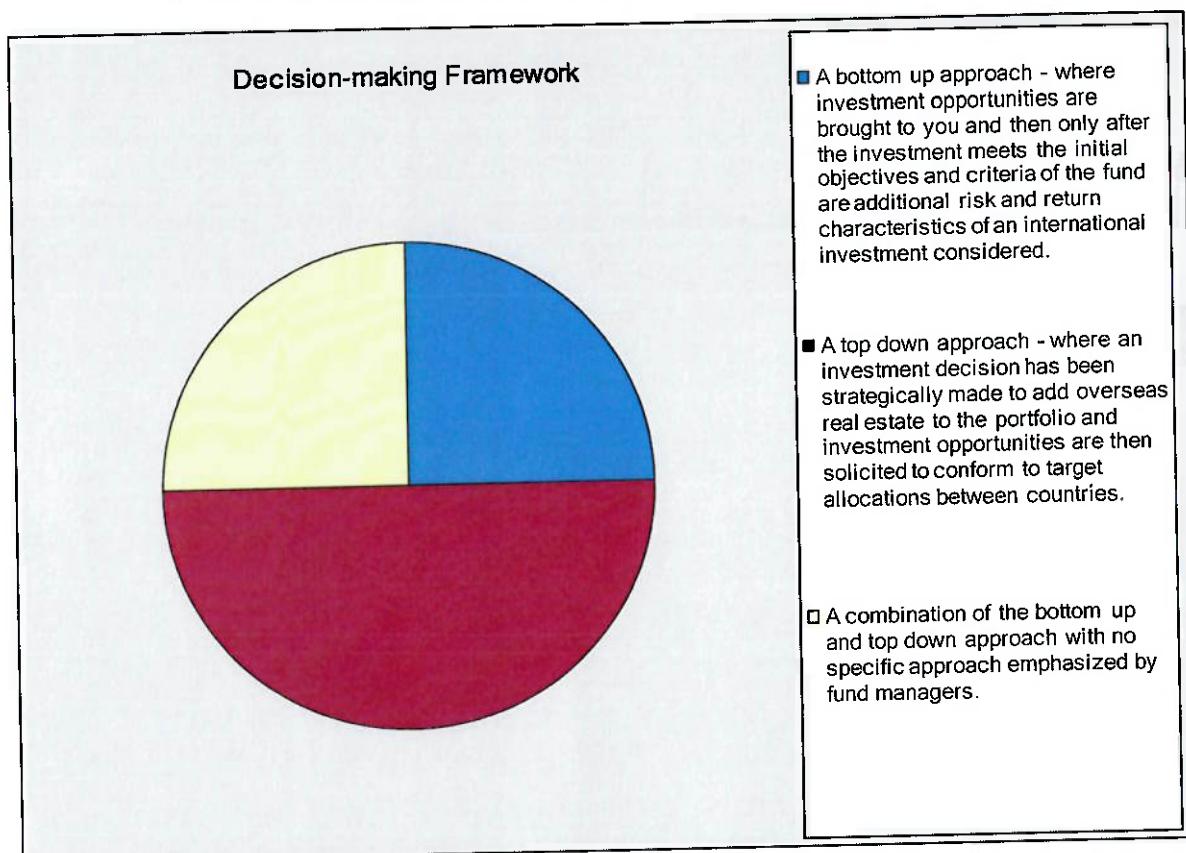


Figura 24– Decision-making framework

Nesta questão também ocorreu convergência nos fatores estratégicos, para os investimentos imobiliários dos dois grupos. Tanto o (GB) como o (GE) adotavam, preferencialmente, a mesma abordagem estratégica do tipo “Top down”.

A tabela a seguir consolida as respostas, para a amostra desta enquete;

Estratégias de Investimento		
Questão 13	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Uma abordagem de baixo para cima (bottom up approach).	33,3%	25,0%
Uma abordagem de cima para baixo (top down approach).	50,0%	50,0%
Uma combinação de baixo para cima e de cima para baixo sem existir uma abordagem específica.	16,7 %	25,0%
Outro	0,0%	0,0%

A opção da maioria das empresas dos grupos pela abordagem estratégica do *Top down*, não indica que esta estratégia possa ser melhor do que a *Bottom up*, mas denota apenas uma diferença na estratégia de planejamento das empresas.

A revisão bibliográfica aponta que a estratégia *Top-down* também foi a mais utilizada pelas empresas no estudo WORZALA, (1994), e segundo WANKE, (2008), a abordagem *Top down* tende a ser empregada em horizontes de tempo mais longos e para dados mais agregados. Salienta-se que o investimento em Real Estate tem se tornado cada vez mais complexo e exige altos níveis de sofisticação. Destaca ainda que, o investidor hoje pode agregar mais valor no seu programa e melhor gerir seu risco pela estratégia de cima para baixo (*Top-down*) planejando e desenvolvendo com maior clareza suas diretrizes de investimento e processos para atingir a estratégia e a medida do valor produzido, e que a estratégia de cima para baixo é importante para o gerenciamento do risco e a adição de valores ao portfólio.

### 3.6.6 Questão 14 – Políticas para a Mitigação de Riscos

As (Figuras 25 e 26) mostram como as empresas fazem uso de determinadas ferramentas de gestão de risco e a questão cambial.

**Por favor, indique qual a política específica para mitigar os diferentes riscos e as expectativas de retorno causado por taxas de câmbio flutuantes que melhor atende as estratégias de sua empresa?**

Answer Options	Sim, utilizo	Não utilizo, mas pretendo utilizar	Não utilizo e não pretendo utilizar
Uso de empréstimos para financiar seus investimentos no exterior	40,0%	60,0%	0,0%
Empréstimos seguidos com proteção cambial	0,0%	80,0%	20,0%
Compra de cambio futuro, com cash flow conhecido	0,0%	0,0%	100,0%
Sob circunstâncias extremas, nós negociamos um preço futuro	0,0%	20,0%	80,0%
Financiamento por um banco local	40,0%	60,0%	0,0%
Variação cambial é deixada sem proteção.	60,0%	20,0%	20,0%
Uso de várias ferramentas financeiras - opções e operações a prazo.	0,0%	33,3%	66,7%
Outros	0,0%	0,0%	100,0%

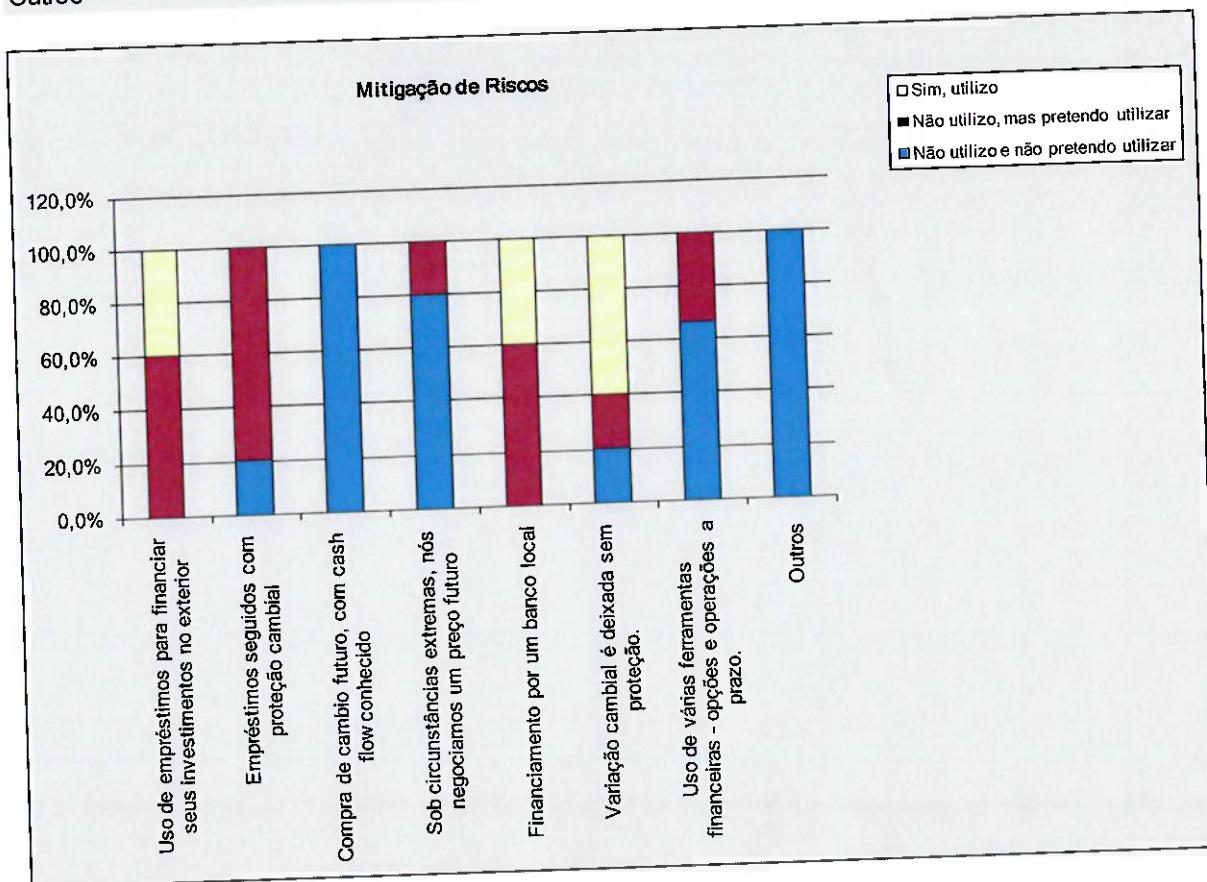


Figura 25– Mitigação de Riscos

Each statement below indicates a policy towards dealing with additional risk and return characteristics caused by fluctuating exchange rates. Please identify each statement with your particular policy.

Answer Options	Yes, we use it	Don't use it, but we're considering	Don't use it, and have no intention to use it
Use loans to fund overseas investment	14,3%	28,6%	57,1%
Back-to-back loans, hedge some currency	0,0%	14,3%	85,7%
Forward purchasing of currency for known cash flows; consideration of hedging techniques.	14,3%	14,3%	71,4%
Under extreme circumstances, we hedge financing by local banks	0,0%	25,0%	75,0%
Currency is left unhedged	85,7%	0,0%	14,3%
Use of various financial tools - options and futures.	0,0%	14,3%	85,7%
Other	66,7%	0,0%	33,3%

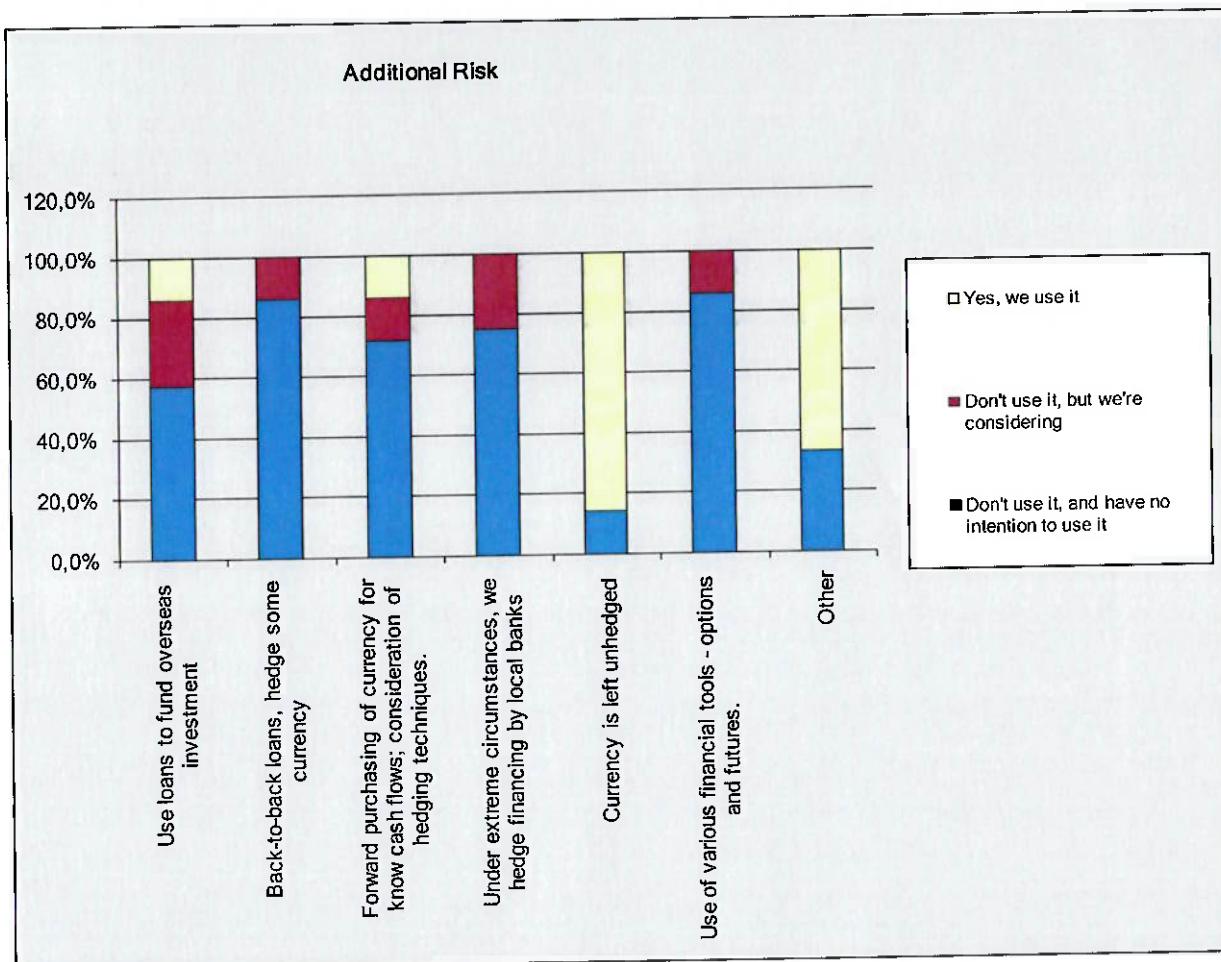


Figura 26– Additional risk

A seguir é apresentada a tabela comparativa com os resultados consolidado de ambos os grupos;

Questão 1.4	Mitigação de Riscos					
	G. Brasileiro Sim, utilizo	G. Estrangeiro	G. Brasileiro	G. Estrangeiro Não utilizo, mas pretendo	G. Brasileiro Não utilizo e não pretendo	G. Estrangeiro
Uso de empréstimos para financiar seus investimentos no exterior	40,0%	14,3%	60,0%	28,6%	0,0%	57,1%
Empréstimos seguidos com proteção cambial	0,0%	0,0%	80,0%	14,3%	20,0%	85,7%
Compra de cambio futuro, com cash flow conhecido	0,0%	14,3%	0,0%	14,3%	100,0%	71,4%
Sob circunstâncias extremas, nós negociamos um preço futuro	0,0%	ND	20,0%	ND	80,0%	ND
Financiamento por um banco local	40,0%	0,0%	60,0%	25,0%	0,0%	75,0%
Variação cambial é deixada sem proteção.	60,0%	85,7%	20,0%	0,0%	20,0%	14,3%
Uso de várias ferramentas financeiras – opções e operações a prazo.	0,0%	0,0%	33,3%	14,3%	66,7%	85,7%
Outros	0,0%	66,7%	0,0%	0,0%	100,0%	33,3%

ND - Não disponível

NEWELL, WEBB, (1996), afirmam que a avaliação dos riscos para imóveis no exterior, tem tido mais importância com o aumento da internacionalização dos investimentos e, afirmam também, que é indispensável que os investidores tenham confiança nas informações de desempenho dos riscos e dos retornos dos mercados imobiliários internacionais.

Nos fatores técnicos para minimizar riscos, os grupos têm estratégias convergentes. O item mais adotado, por ambos os grupos, foi o da “variação cambial, deixada sem proteção”. Ambos utilizavam empréstimos para financiar os seus investimentos no exterior, sendo um percentual maior de empresas do (GB) frente ao (GE).

Conforme se pôde depreender da revisão da literatura, são especialmente importantes, nos mercados emergentes, itens como os riscos políticos, de liquidez, a política econômica e instabilidade macroeconômica.

Outros comentários de respondentes foram que, “Em geral, é buscada uma situação de equilíbrio em que a alavancagem pretendida está suportada pelo retorno potencial associado ao ativo” e “Os valores de locação dos imóveis, são indexados à taxa de inflação local, e assim o valor do aluguel acompanha a mudança no valor da moeda”.

### 3.6.7 Questão 15 – Comunicação de Desempenho dos Investimentos aos Investidores

As (Figuras 27 e 28) indicam de que forma o desempenho do investimento imobiliário no exterior é comunicado aos acionistas ou investidores.

De que forma o desempenho dos investimentos imobiliários no exterior é comunicado aos seus investidores?	
Answer Options	Response Percent
Os valores são informados na moeda local	50,0%
Os valores são ajustados pelas flutuações cambiais	0,0%
Ambas as formas.	50,0%

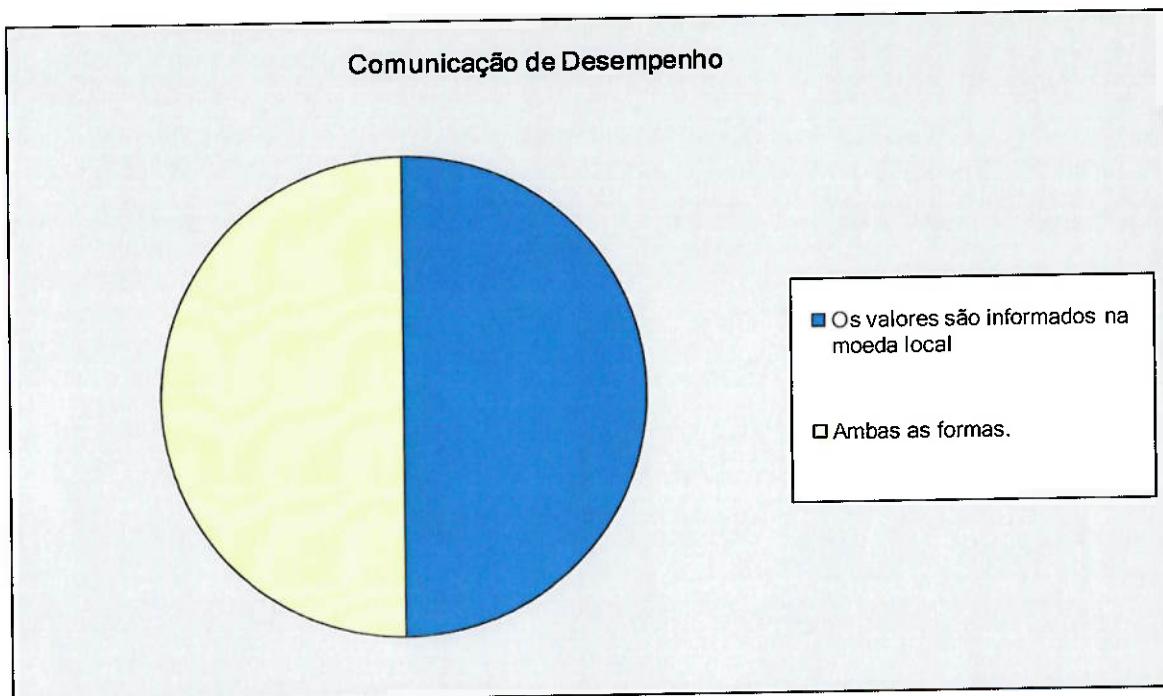


Figura 27– Comunicação de desempenho

How is the performance of overseas real estate reported to investors?	
Answer Options	Response Percent
Returns are reported in local currency	37,5%
Returns are adjusted for currency fluctuations	37,5%
Both.	25,0%

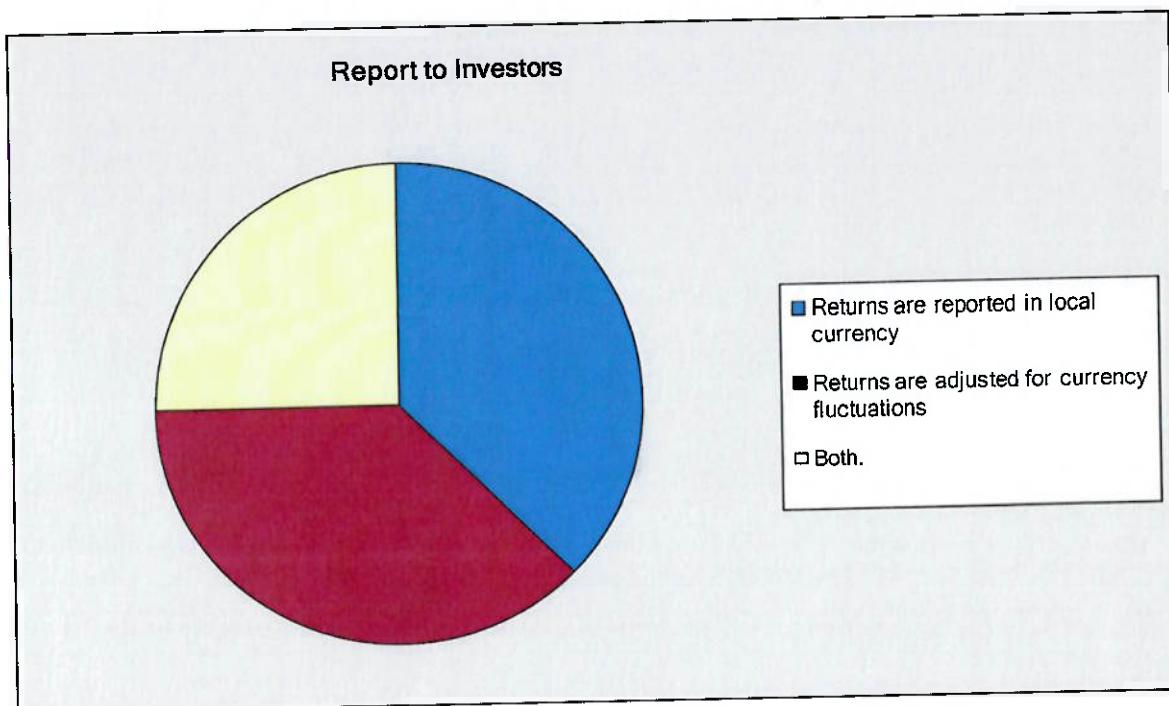


Figura 28– Report to investors

Na análise comparativa das informações passadas aos investidores, podemos verificar que o (GB) não informa valores ajustados pelas variações cambiais<sup>22</sup>, enquanto o (GE) informa seus investidores, de forma mais equilibrada entre as três opções apresentadas, ou seja, pelos valores da moeda local, por valores ajustados na variação cambial e algumas empresas em ambas as formas.

Os percentuais indicados nas respostas demonstram uma divergência nas técnicas escolhidas pelos grupos, principalmente quanto ao item de informações relativas aos

<sup>22</sup> Variação Cambial foi considerada como a diferença de câmbio entre as moedas do país onde o investimento está alocado e o país de origem do investidor internacional.

“valores ajustados pela variação cambial”, apontada por 37,5% do (GE) e nenhuma empresa do (GB). A preocupação do (GE) com a questão cambial, pôde ser verificada na questão 11, onde o item “aumento das incertezas causadas por flutuações cambiais” obteve uma das (MC) mais altas.

WORZALA, (1994) salienta que os relatórios aos investidores, que incorporam o impacto total da variação cambial, toda vez que os retornos são calculados, são inapropriados em razão dos investimentos serem normalmente mantidos por períodos maiores do que os usados para o envio dos relatórios.

Segundo SANTOS, COELHO, (2010) percebe-se uma mudança decorrente de uma maior integração entre os mercados internacionais, como, por exemplo, o aumento no fluxo de capital entre esses mercados, uma maior exposição à volatilidade da taxa de câmbio e o crescimento das filiais multinacionais nos países em desenvolvimento.

Assim os relatórios onde os retornos são ajustados a variação cambial foi verificado com maior ênfase no (GE) do que no (GB) o que poderia demonstrar certa mudança no comportamento dos investidores, relativos à exposição cambial, nos últimos anos.

### 3.6.8 Questão 16 – Frequência dos Relatórios Enviados aos Investidores

As (Figuras 29 e 30) mostram com que frequência as avaliações de desempenho são enviadas aos acionistas e investidores.

Com que freqüência as avaliações e o desempenho dos investimentos imobiliários são reportados aos seus investidores?	
Answer Options	Response Percent
mensalmente	16,7%
trimestralmente	50,0%
anualmente	33,3%
a cada 2-3 anos	0,0%
nunca	0,0%
Outro	0,0%

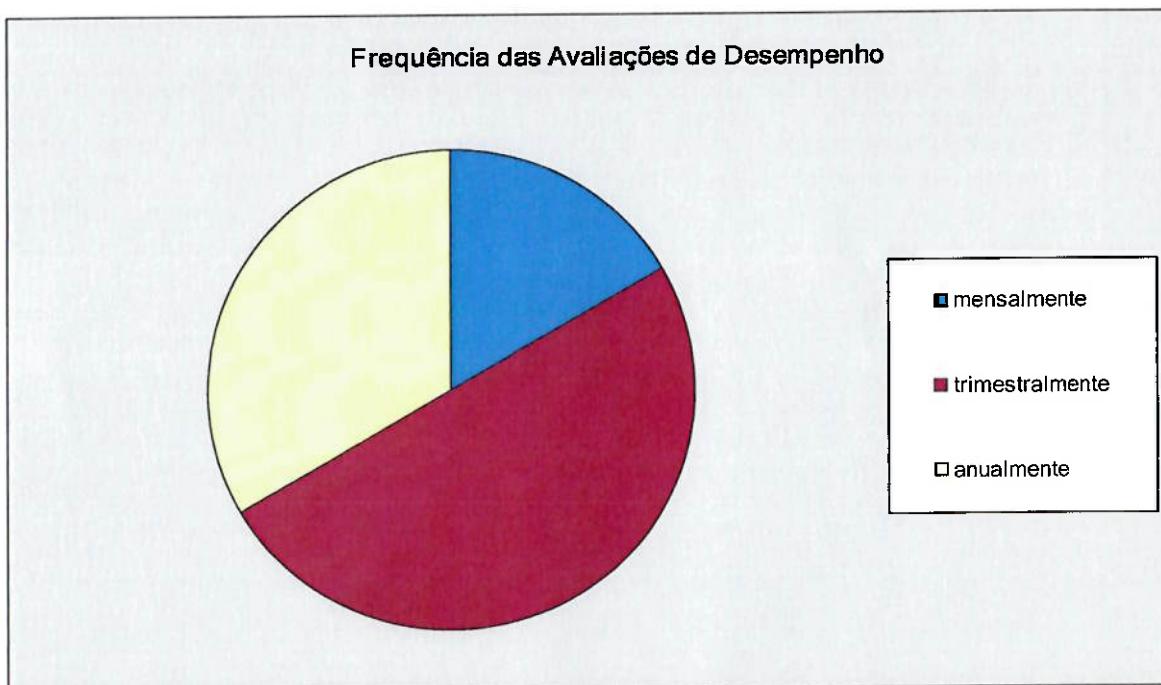


Figura 29– Frequência das avaliações de desempenho

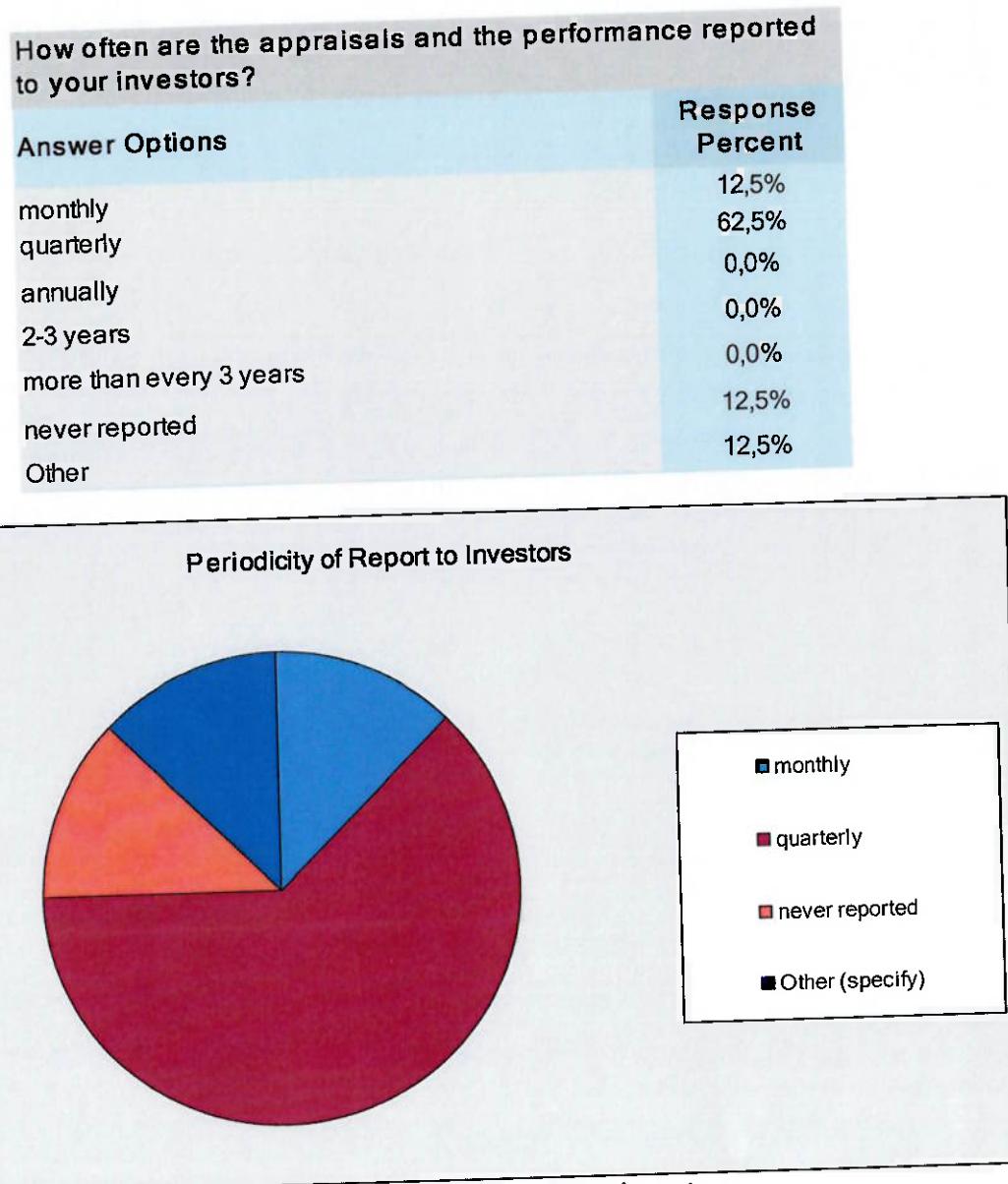


Figura 30 – Periodicity of report to investors

Para esta questão houve convergência nas respostas de ambos os grupos, com relação aos fatores técnicos de envio de informações aos seus investidores, sendo que a maioria nos dois grupos informava “trimestralmente” o desempenho de seus investimentos.

O período típico de manutenção dos investimentos, de 4 a 8 anos, para a maioria de empresas de ambos os grupos, destacado na questão 12, forma com a periodicidade trimestral de informações passadas aos investidores os pontos de convergência nos fatores técnicos de repasse de informações. A questão divergente para a maioria das empresas nos dois grupos foi a forma de apresentação dos retornos dos investimentos, considerando ou não a variação cambial.

Comentário de respondentes, para esta questão foi que; “Os prazos são definidos para situações específicas: as informações mensais são disponibilizadas e consolidadas em periodicidades distintas, associadas ao tipo e risco do projeto”.

### 3.6.9 Questão 17 – Veículos de Investimento em Real Estate no Exterior

As (Figuras 31 e 32) indicam quais os veículos de investimento mais adequado para o investimento em imóveis no exterior.

Indique qual dos veículos de investimento a seguir você considera mais adequados para se investir em imóveis no exterior (use 1 para menos adequado e 5 para mais adequado).

Answer Options	1 - Menos adequado	2	3	4	5 - Mais adequado	N/A
100% investimento próprio/direto	0,0%	16,7%	33,3%	16,7%	33,3%	0,0%
Joint venture com uma empresa local	0,0%	16,7%	16,7%	33,3%	33,3%	0,0%
Joint venture com outros investidores institucionais (fundos próprios)	16,7%	33,3%	33,3%	0,0%	16,7%	0,0%
Com base doméstica, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	33,3%	50,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%
Com base no estrangeiro, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	33,3%	50,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%
Com base doméstica, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	16,7%	50,0%	16,7%	0,0%	16,7%	0,0%
Com base no estrangeiro, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	0,0%	66,7%	16,7%	0,0%	16,7%	0,0%
Ações de uma empresa imobiliária	33,3%	33,3%	16,7%	16,7%	0,0%	0,0%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

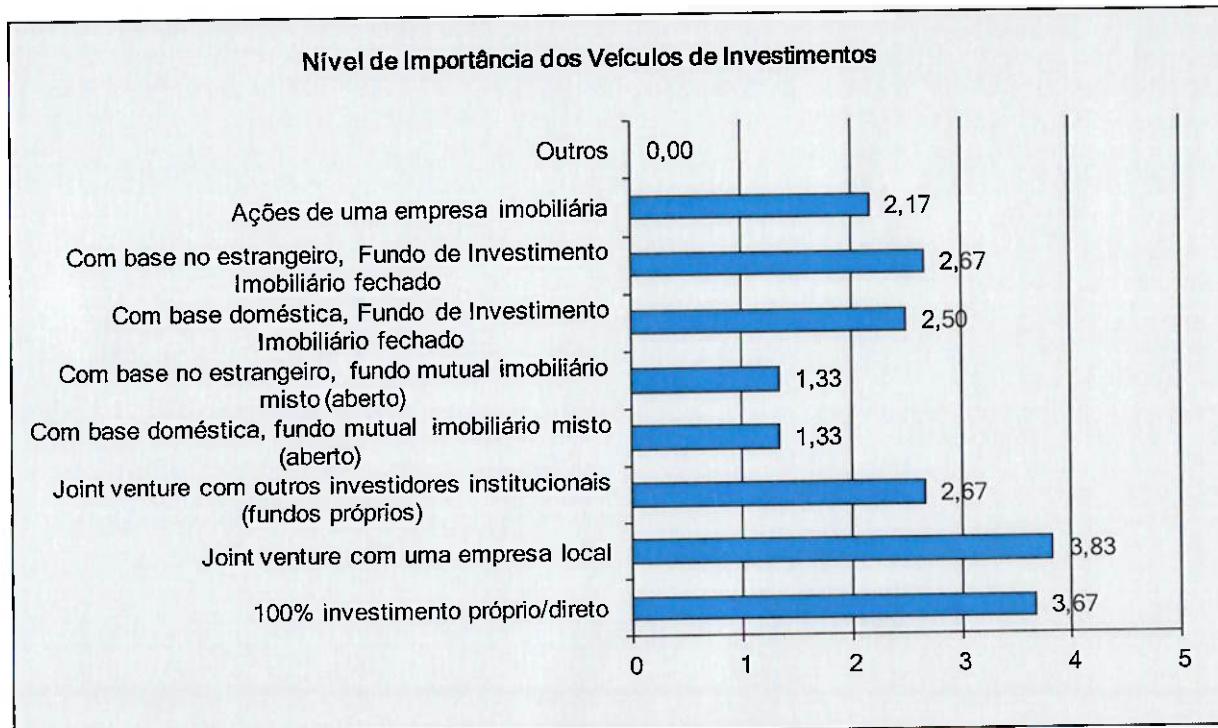


Figura 31– Veículos de investimentos

Indicate which of the following investment vehicles you feel would be appropriate ways to invest in overseas property. - use 1 for not appropriate and 5 for very appropriate.

Answer Options	1 - Less appropriate	2	3	4	5 - More appropriate	N/A
100 per cent wholly owned investment.	12,5%	25,0%	12,5%	37,5%	0,0%	12,5%
Joint venture with a local property company.	0,0%	0,0%	12,5%	37,5%	25,0%	25,0%
Joint venture with other institutional investors.	0,0%	12,5%	25,0%	25,0%	25,0%	12,5%
Domestic-based, open end commingled real estate fund.	37,5%	12,5%	12,5%	25,0%	0,0%	12,5%
Foreign-based, open end commingled real estate fund.	37,5%	0,0%	37,5%	12,5%	0,0%	12,5%
Domestic-based, closed end real estate investment fund	25,0%	12,5%	12,5%	37,5%	0,0%	12,5%
Foreign-based, closed end real estate investment fund.	25,0%	0,0%	50,0%	12,5%	0,0%	12,5%
Stock in publicly-traded real estate company	25,0%	25,0%	12,5%	0,0%	25,0%	12,5%
Other	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

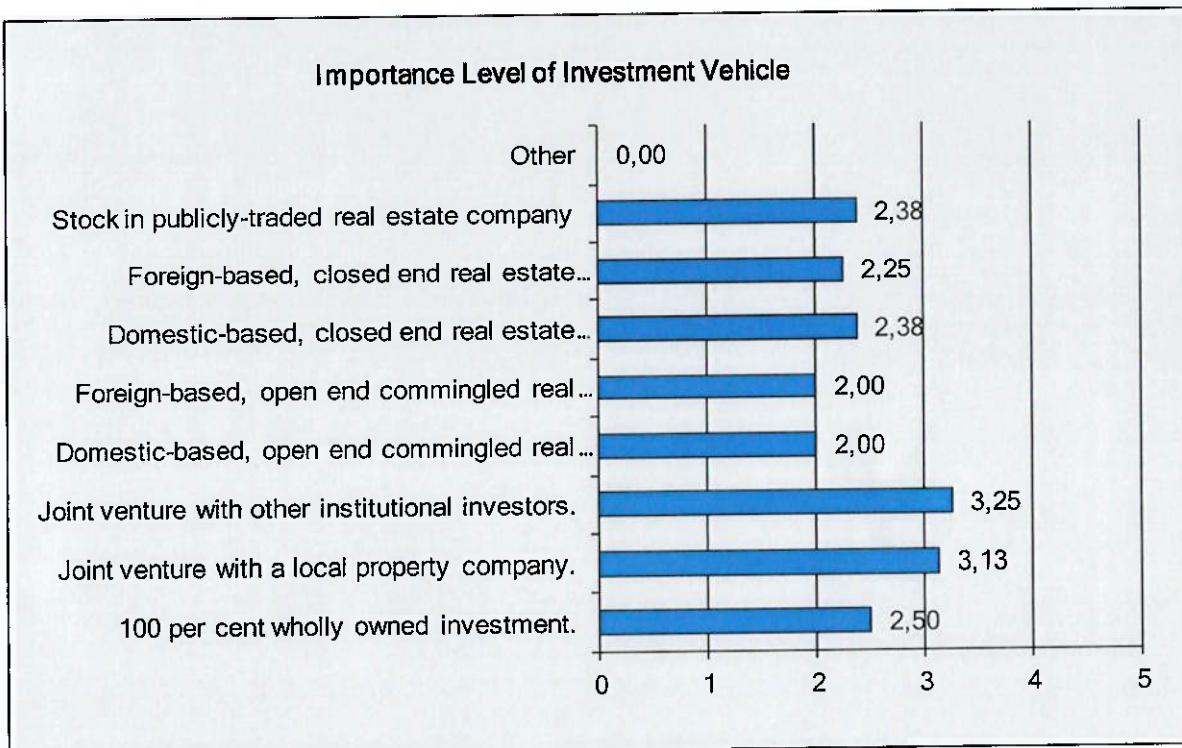


Figura 32 – Investment Vehicles

A tabela a seguir mostra comparativamente os valores da média de classificação, de cada veículo de investimento indicado na enquete, pelos respondentes dos grupos (GB) e (GE);

Questão 17	Veículos de Investimentos	
	Média de Classificação	
100% investimento próprio/direto	3,67	2,50
Joint venture com uma empresa local	3,83	3,13
Joint venture com outros investidores institucionais (fundos próprios)	2,67	3,25
Com base doméstica, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	1,33	2,00
Com base no estrangeiro, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	1,33	2,00
Com base doméstica, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	2,50	2,38
Com base no estrangeiro, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	2,67	2,25
Ações de uma empresa imobiliária	2,17	2,38
Outros	0,00	0,00

O Item “Joint venture com empresas locais” foi considerado mais adequado pelo (GB) e como o segundo mais importante para o (GE). Para o (GE), o item “Joint venture com outros investidores institucionais (fundos próprios)” foi considerado o item mais importante.

Dentre os itens considerados, em primeiro e segundo lugares, como os veículos mais importantes para os grupos (GB) e (GE) houve convergência, quanto ao item “Joint venture com empresas locais” e pequena divergência quanto aos itens “Joint venture com outros investidores institucionais (fundos próprios)” e “100% de investimento direto”.

Para o (GB) é interessante notar que um dos itens mais importantes na identificação dos problemas enfrentados na realização dos investimentos internacionais, questão 11, foi a “falta de conhecimento sobre os mercados locais” e desta forma a realização de *joint venture* com empresas locais minimizaria o problema apresentado anteriormente. O segundo item mais indicado pelo (GB) foi o investimento direto,

que pode estar diretamente relacionado com o problema indicado, também na questão 11, como um dos mais importantes, que foi o gerenciamento e operação do ativo, após o investimento realizado.

Isto mostra que o (GB) atua predominantemente com duas formas de investimentos, através de *joint venture* com empresas locais, por desconhecer o mercado e com investimentos próprios com a dificuldade de gerenciar seus ativos depois de concluídos.

O (GE) teve comportamento divergente com relação aos fatores técnicos enfrentados, pois considera a dificuldade na identificação de aquisições disponíveis no exterior, como um dos problemas mais importantes e desta forma a *joint venture* com empresas locais ou com outros investidores foram formas de minimizar este problema.

WORZALA, NEWELL, (1995) indicaram, em seu trabalho, as opções *joint venture* com uma companhia imobiliária local e *joint venture* com outro investidor, como as alternativas mais escolhidas. Esse resultado claramente reflete a necessidade por expertise no mercado local. Já BLASCHKA, (2003), na revisão bibliográfica, destaca que o veículo *joint venture* pode ser útil, mas pode não oferecer o mesmo grau de controle e pode inserir outros riscos.

Comentário de respondente do (GE) foi que;

“A empresa é uma ativa gerenciadora de fundos, focada em investir em empresas que operam no setor imobiliário de mercados emergentes”.

### 3.7 Tendências nos Investimentos Imobiliários

#### 3.7.1 Questão 18 – Impacto da Crise Financeira de 2008 / 2009

As (Figuras 33 e 34) abordam o impacto da crise financeira internacional, na estratégia de investir em imóveis no exterior.

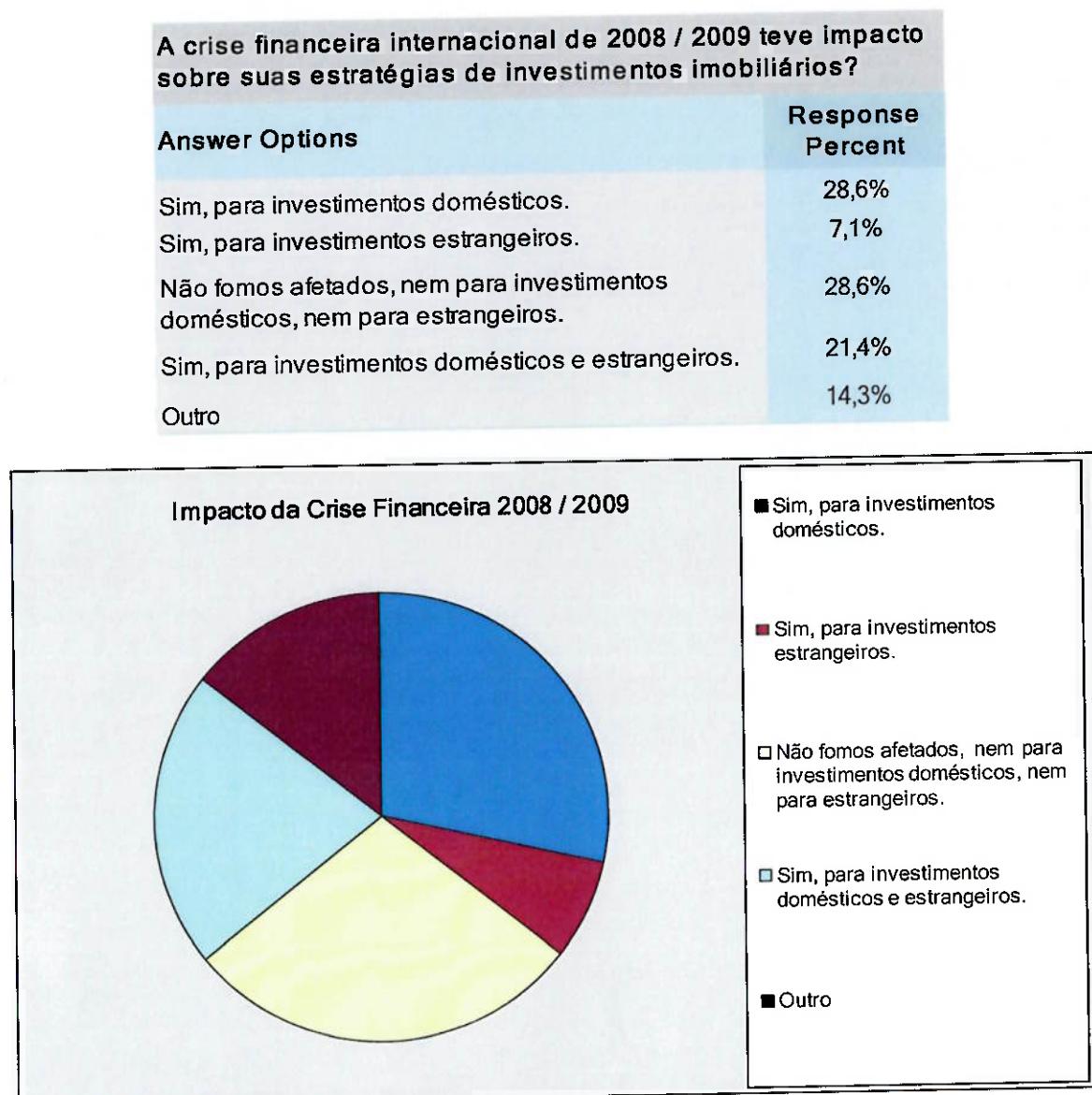


Figura 33– Impacto da crise financeira 2008/2009

<b>Has the 2008/2009 financial international crisis had an impact on your investment strategies for property investments?</b>	
<b>Answer Options</b>	<b>Response Percent</b>
yes, for domestic investments	33,3%
yes, for overseas investments	22,2%
no, we did not have impact for domestic or overseas investments	22,2%
yes, for domestic and overseas investments.	11,1%
Other	11,1%

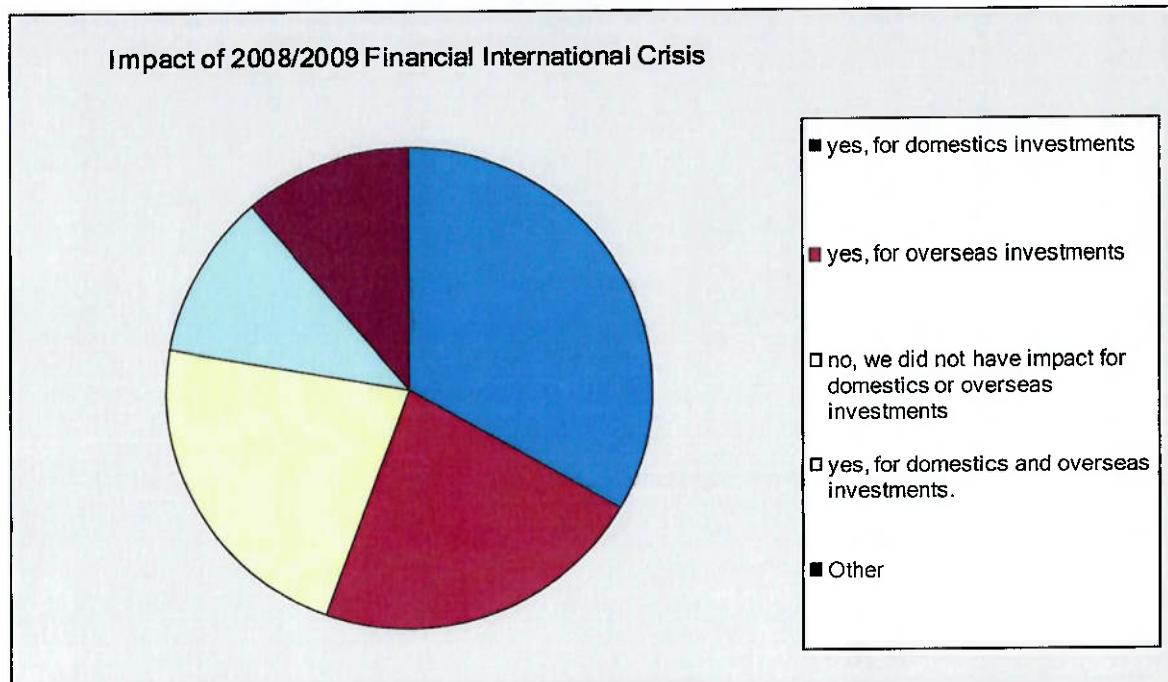


Figura 34– Impact of 2008/2009 financial international crisis

O impacto da crise financeira de 2008 / 2009 afetou empresas dos dois grupos em seus investimentos internos e externos.

A tabela a seguir indica, comparativamente, entre os grupos (GB) e (GE) os percentuais de afetação que cada item da enquete teve sobre as empresas;

**Impacto da Crise Financeira Internacional 2008/2009**

Questão 18	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Sim, para investimentos domésticos.	28,6%	33,3%
Sim, para investimentos estrangeiros.	7,1%	22,2%
Não fomos afetados, nem para investimentos domésticos , nem para estrangeiros.	28,6%	22,2%
Sim, para investimentos domésticos e estrangeiros.	21,4%	11,1%
Outro	14,3%	11,1%

As empresas que não foram afetadas em seus investimentos pela crise de 2008/2009, mostram um percentual pouco maior entre o (GB) do que as empresas do (GE), indicando, porém que mais de 70% das empresas, em ambos os grupos, foram afetadas de alguma maneira.

Para os investimentos internacionais os percentuais de afetação, indicaram que o (GE), por ter quantidade e volumes de investimentos maiores, conforme indicado nas respostas das questões 5 e 6, foram mais afetados do que o (GB).

Estes resultados puderam indicar fatores motivacionais para os investidores definirem suas estratégias futuras de investimentos no exterior. A possibilidade de no futuro novas crises internacionais afetarem os resultados dos retornos já é considerado parte da estratégia de investimentos internacionais de cada empresa.

Outro comentário foi que;

“A crise financeira internacional, teve impacto para todos os investidores e, também, oportunidades importantes associadas à sua capacidade de adaptação à nova configuração do mercado (inclusive geográfica)”.

Isto indica que quando a crise ocorre em determinado lugar, outras oportunidades são abertas em outro lugar, criando diversificação para o mercado.

### 3.7.2 Questão 19 – Justificativa para o Investimento Internacional em Real Estate

As (Figuras 35 e 36) indicam as justificativas das empresas quanto ao investimento imobiliário no exterior.

Para os países que você vem dando enfoque para as oportunidades de investimento, indique dentre as razões abaixo, as que justificam para sua empresa o investimento imobiliário? (use 1 para menos adequado e 5 para mais adequado).

Answer Options	1 - Menos adequado	2	3	4	5 - Mais adequado	N/A
Mercados estabilizados.	7,7%	23,1%	0,0%	15,4%	30,8%	23,1%
Crescimento econômico.	7,7%	0,0%	0,0%	30,8%	46,2%	15,4%
Expertise da empresa no mercado do país.	7,7%	0,0%	15,4%	46,2%	15,4%	15,4%
Veículos de investimento existentes.	8,3%	0,0%	33,3%	41,7%	0,0%	16,7%
Para uma melhor diversidade de investimentos.	0,0%	15,4%	15,4%	38,5%	15,4%	15,4%
Economia estável e crescimento das oportunidades.	0,0%	7,7%	7,7%	38,5%	23,1%	23,1%
Baixo índice de vacância e oportunidades de compra.	0,0%	15,4%	23,1%	15,4%	23,1%	23,1%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

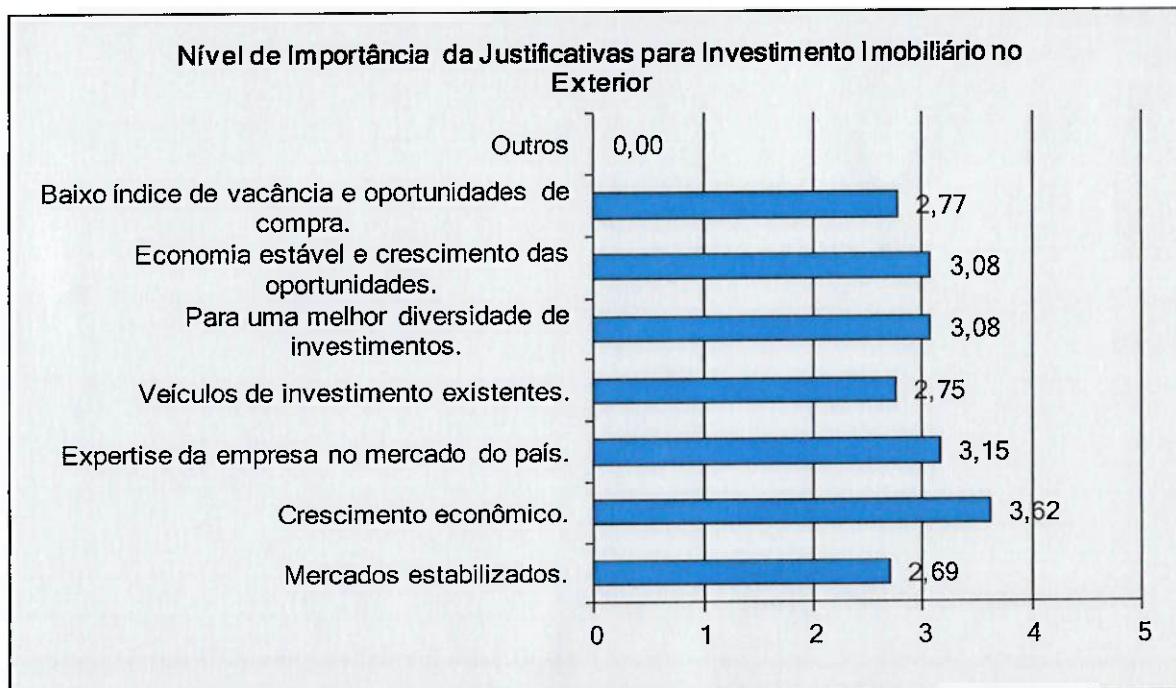


Figura 35– Justificativas para Investimento Imobiliário no Exterior

For countries that you are focusing on for investment opportunities, please indicate your reasons to validate the overseas real estate investments - use 1 for unimportant and 5 for very important.

Answer Options	1 - Less important	2	3	4	5 - More important	N/A
Established markets.	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	12,5%	12,5%
Economic growth.	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	55,6%	11,1%
Expertise already in the country market.	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%	22,2%	11,1%
Investment vehicles exist	22,2%	0,0%	33,3%	33,3%	11,1%	0,0%
For more spread-out portfolio.	44,4%	0,0%	22,2%	33,3%	0,0%	0,0%
Stable economies and growth opportunities.	0,0%	0,0%	22,2%	22,2%	44,4%	11,1%
Low vacancies and buying opportunities.	0,0%	22,2%	0,0%	44,4%	22,2%	11,1%
Other	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

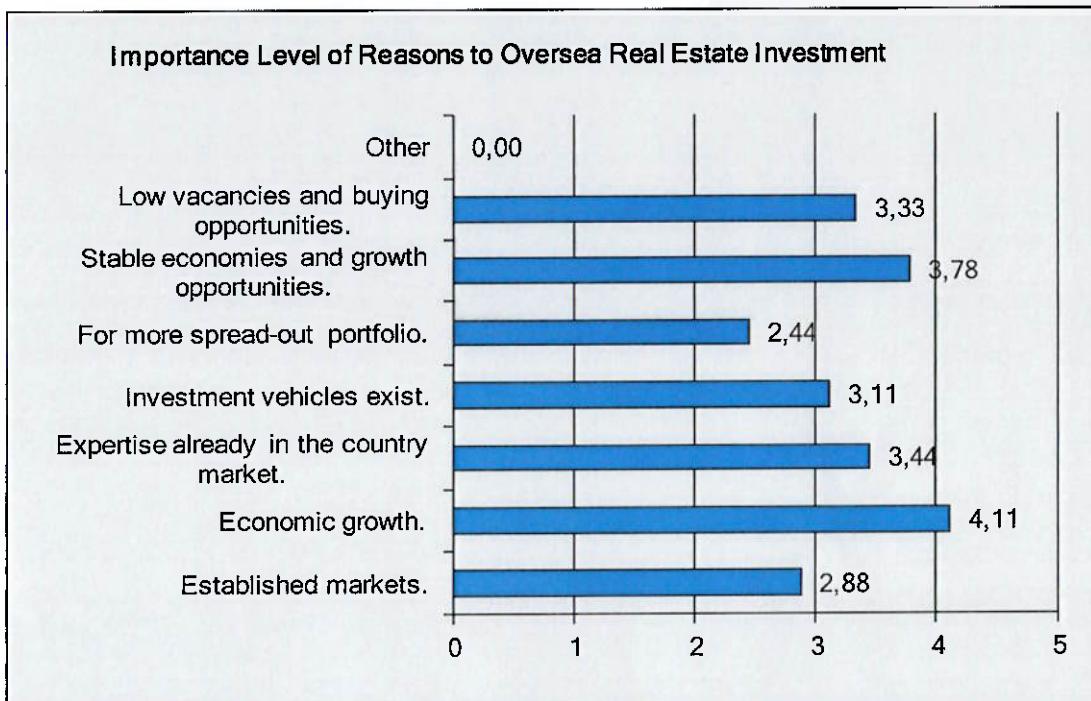


Figura 36– Reasons to overseas real estate investment

A planilha comparativa entre os grupos (GB) e (GE), demonstra os valores de (MC) obtidos nas respostas, para as razões descritas no questionário da enquete, que motivavam os investidores internacionais de Real Estate;

**Justificativas para Investimento Imobiliário no Exterior**

Questão 19	Média de Classificação	
G. Brasileiro	G. Estrangeiro	
Mercados estabilizados.	2,69	2,88
Crescimento econômico.	3,62	4,11
Expertise da empresa no mercado do país.	3,15	3,44
Veículos de investimento existentes.	2,75	3,11
Para uma melhor diversidade de investimentos.	3,08	2,44
Economia estável e crescimento das oportunidades.	3,08	3,78
Baixo índice de vacância e oportunidades de compra.	2,77	3,33
Outros	0,00	0,00

Entre as principais justificativas de ambos os grupos pesquisados, para a escolha de um determinado país, na consideração de investimentos imobiliários internacionais, foram apontados como o item mais importante para ambos os grupos o “Crescimento Econômico”, seguido da “expertise da empresa no mercado do país” para o (GB) e “economia estável e crescimento das oportunidades” para o (GE).

Na análise das alternativas escolhidas, para os dois grupos, pôde se identificar que o crescimento econômico do país é tradicional fator motivacional de investimentos no mercado imobiliário. A segunda escolha do (GB), expertise da empresa no mercado do país, indica como visto na questão 17, a opção de empresas do grupo em investirem diretamente, e desta forma é necessário o conhecimento do mercado local.

Conforme constatado na revisão bibliográfica, a diversificação pode funcionar bem para mercados de ações e debêntures, mas certamente não é válido para o mercado global de Real Estate, já que neste mercado o investidor enfrenta diferentes barreiras institucionais, tais como uma instabilidade política no país, um investidor que possui ações ou debêntures, pode vendê-las rapidamente, entretanto este não é o caso quando o investidor possui ativos imobiliários.

Para o (GE), que busca a criação de *joint ventures*, economia estável do país é um fator de maior segurança quanto às previsões de retorno dos investimentos realizados.

BLASCHKA, (2003), como já destacado na Questão 17, afirma que o veículo *joint venture* pode ser útil, mas pode não oferecer o mesmo grau de controle e pode inserir outros riscos. Na *joint venture*, a contabilidade separada ou veículos de investimento podem ser boas opções na perspectiva de controle.

### 3.7.3 Questão 20 - Identificação dos Interesses nos Investimentos em Real Estate

As (Figuras 37 e 38) mostram as tendências de crescimento, apontados pelas empresas para os investimentos em imóveis no exterior, nos próximos cinco anos.

Como você acredita que estarão seus interesses em investimentos imobiliários no exterior nos próximos cinco anos:	
Answer Options	Response Percent
aumentarão	28,6%
diminuirão	14,3%
permanecerão o mesmo	50,0%
Outro	7,1%

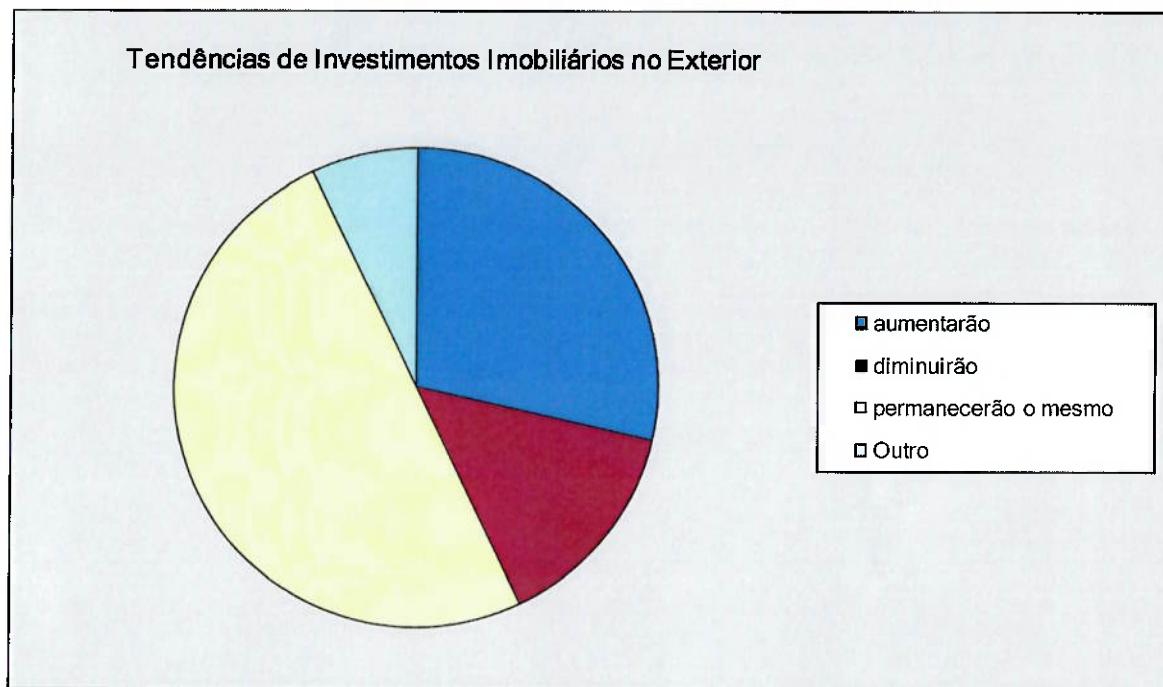


Figura 37– Tendência de investimentos imobiliários no exterior para os próximos cinco anos

Do you think your interest in overseas investments in the next five years will:		Response Percent
Answer Options		
increase		44,4%
decrease		0,0%
stay the same		44,4%
Other		11,1%

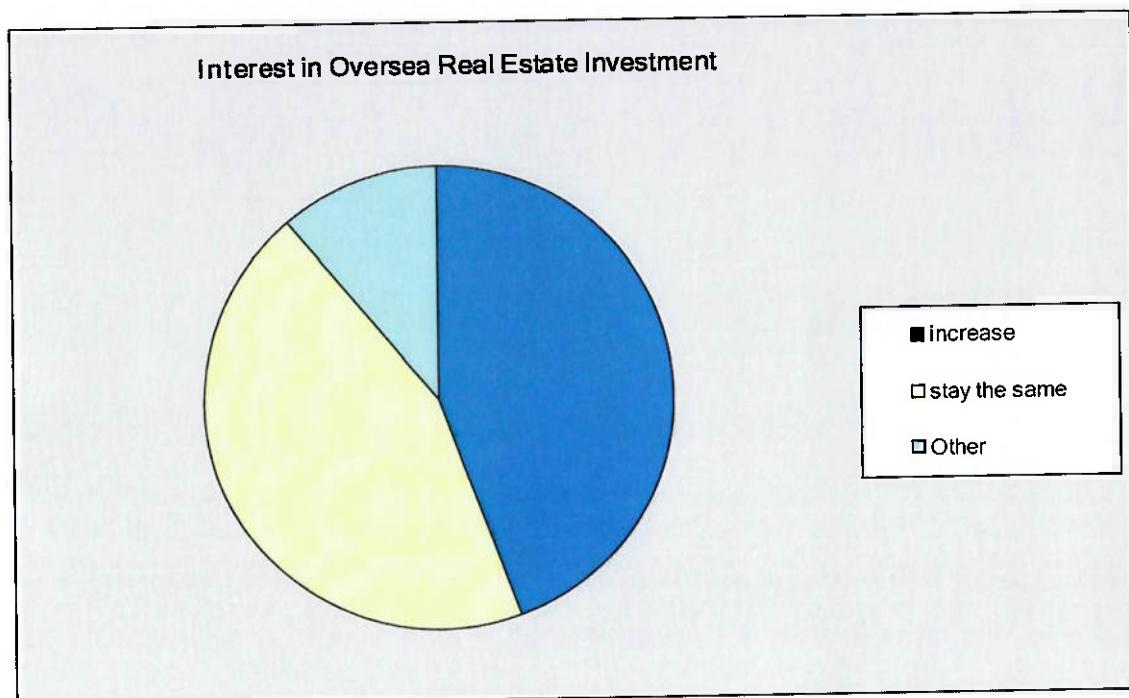


Figura 38 – Interest in oversea real estate investment in the next five years

A tabela a seguir indica, comparativamente, entre os grupos (GB) e (GE) as expectativas das empresas quanto ao fator motivacional de investir em Real Estate, nos próximos anos;

#### Tendências de Investimentos Imobiliários no Exterior

Questão 20	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Aumentarão	28,6%	44,4%
Diminuirão	14,3%	0,0%
Permanecerão o mesmo	50,0%	44,4%
Outro	7,1%	11,1%

Esta questão indica uma divergência nas expectativas de investimentos para os próximos anos. Enquanto 28,6% do (GB) indicava a tendência de que seus interesses aumentarão, o (GE) teve 44,4%.

A expectativa de permanecer o mesmo, ou mesmo diminuir sua participação nos investimentos internacionais em Real Estate, indicou um percentual de empresas maiores do (GB) frente ao (GE), caracterizando, desta forma, a continuidade ou redução da maioria das empresas do (GB) de não investirem internacionalmente no setor imobiliário.

Para o (GE) a maioria das empresas buscam aumentar seus investimentos internacionais, e desta forma encontra similaridade com comentários de respondentes como o indicado a seguir;

“O interesse deve crescer particularmente em mercados emergentes, que devem oferecer oportunidades para diversificação de riscos com retorno atrativo”.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A decisão de investir internacionalmente é formada por um complexo conjunto de fatores, que envolvem quesitos técnicos e subjetivos. Ao longo deste trabalho, abordaram-se diversos aspectos dos fatores motivacionais, incluindo-se as bases técnicas, estratégicas e de sensibilidade do investidor, para expressar e identificar as razões de se investir internacionalmente em Real Estate.

Entendeu-se que a elaboração, distribuição e compilação dos resultados da enquete, realizada para este trabalho, independente de sua abrangência e amostra de respondentes, permitiu a identificação e análise de diversos parâmetros e temas para contribuir com o avanço no conhecimento do setor imobiliário, principalmente na questão da decisão sobre investimentos internacionais.

A partir da análise dos dados resultantes da enquete desenvolvida para esta monografia, puderam-se identificar alguns dos fatores preponderantes, no entendimento dos investidores internacionais, para a realização de investimentos no exterior, salientando apenas que as conclusões e resultados apresentados ao longo deste estudo ficaram restritos à amostra e aos participantes da enquete.

A opção pela divisão do estudo em dois grupos, brasileiros e estrangeiros, procurou mostrar quais os fatores mais determinantes, para os dois grupos quanto aos procedimentos para a realização de investimentos imobiliários internacionais.

Como principais resultados, percebe-se que, apesar de algumas empresas Brasileiras buscarem a alternativa de investirem internacionalmente em Real Estate, a grande maioria respondeu que nunca teve e nunca terá investimentos imobiliários no exterior. De outra forma, a maioria das empresas estrangeiras possui investimentos imobiliários no exterior e permanece com a expectativa de mantê-los nos próximos anos.

Na análise das respostas, constatou-se que a maioria dos tópicos convergiu nas atitudes e soluções adotadas pelos dois grupos. A seguir, na tabela comparativa para cada um dos fatores analisados, podem ser verificados os principais pontos de convergência e divergência destes fatores;

## Fatores Estratégicos:

Fatores Estratégicos para a Decisão de Investir

	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Volume total de investimentos.	Até R\$ 500 milhões	<i>Above US\$1,5 billion</i>
Volume total de investimentos imobiliários *.	Até R\$ 500 milhões	<i>Up to US\$300 million</i>
Percentual de investimentos imobiliários no exterior**.	Até 10%	<i>From 10% to 25%</i>
Investimentos em ativos imobiliários no exterior.	Nós nunca tivemos e provavelmente nunca teremos investimentos imobiliários no exterior.	<i>Our fund presently has overseas investments and we are continuing to maintain an active overseas investment strategy.</i>
País com maior percentual de imóveis atualmente alocados.	EUA	<i>Brazil</i>
País com maior percentual de imóveis alvo a serem alocados.	EUA	<i>Brazil</i>
Estratégia de investimento para fazer os investimentos imobiliários.	Uma abordagem de cima para baixo (top down approach).	<i>Top down approach.</i>
Razão para a decisão estratégica de investir em imóveis no exterior**.	Surgimento de oportunidade de negócios no exterior. Busca de maior atratividade nas expectativas das taxas de retorno.	<i>Overseas business opportunities.</i>
		-

\* Considerado as empresas com investimentos imobiliários.

\*\* Considerado as empresas com investimentos imobiliários no exterior.

A convergência dos fatores estratégicos, para ambos os grupos, denotam as mesmas estratégias utilizadas na abordagem dos investimentos (*Top down*), e as mesmas razões para a decisão de investirem no exterior (surgimento de oportunidades de negócios).

As divergências deram-se principalmente com relação aos “Investimentos em ativos imobiliários no exterior”, onde o (GB) expressa que, a maioria das empresas não tem

interesse em investir internacionalmente em Real Estate, enquanto a maioria do (GE) têm investimentos imobiliários no exterior e manterá sua estratégia de investimentos, o que pode ser explicado, pois no momento da enquete as oportunidades de investimento estavam no Brasil.

## Fatores Técnicos:

**Fatores Técnicos para a Decisão de Investir**

	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Técnicas para suportar as decisões de investimento.	Pesquisa de mercado local.	<i>Direct and detailed market research</i>
Problemas associados à realização de investimentos imobiliários no exterior.	Gerenciar e operar o investimento realizado.  Falta de conhecimento sobre os mercados imobiliários locais e como eles funcionam.	<i>Identifying the specific overseas opportunities.</i>  <i>Uncertainty caused by high currency fluctuations.</i>
Período típico para investimento imobiliário no exterior.	4-8 anos	<i>4-8 years</i>
Política, mais utilizada, para mitigar os riscos causados por taxas de câmbio flutuantes.	Variação cambial é deixada sem proteção.	<i>Currency is left unhedged</i>
Forma de comunicação do desempenho dos investimentos internacionais aos investidores.	Os valores são informados na moeda local.  Os valores são ajustados pelas flutuações cambiais.	<i>Returns are reported in local currency.</i>  <i>Returns are adjusted for currency fluctuations.</i>
Frequência das avaliações de desempenho dos investimentos internacionais aos investidores.	Trimestralmente.	<i>Quarterly.</i>
Veículo de investimento mais adequado para investir internacionalmente.	<i>Joint venture com uma empresa local</i>	<i>Joint venture with other institutional investors.</i>

Nos fatores técnicos, determinantes para a decisão de investir, os grupos apresentaram os seguintes pontos convergentes nas suas estratégias;

- Técnicas para suportar a decisão de investir, por meio da pesquisa de mercado local.
- O período típico de investimento no exterior, de 4 a 8 anos.

- A política de mitigação do risco do câmbio, onde a variação cambial é deixada sem proteção.
- A forma e a frequência com que as informações são passadas aos seus investidores.

Como pontos divergentes nas estratégias encontraram-se;

- Os problemas associados à realização dos investimentos imobiliários no exterior, pois tradicionalmente o (GB) não investe internacionalmente e tem grande preocupação em como gerenciar o empreendimento.

e,

- Os veículos de investimento mais adequado para investir internacionalmente.

### Fatores Motivacionais:

Fatores Motivacionais para a Decisão de Investir

	G. Brasileiro	G. Estrangeiro
Impacto da crise financeira de 2008/2009 para os investimentos imobiliários.	Sim, para investimentos domésticos. Não fomos afetados, nem para investimentos domésticos, nem para estrangeiros.	<i>yes, for domestics investments</i>
Justificativa dos investimentos imobiliários nos países evidenciados.	Crescimento econômico.	<i>Economic growth.</i>
Interesse em investimentos imobiliários internacionais próximos 5 anos.	Permanecerão o mesmo.	<i>Stay the same.</i> <i>Increase.</i>

Na análise dos fatores motivacionais, os pontos convergentes deram-se nos três itens pesquisados;

- Afetação dos investimentos domésticos decorrentes da crise financeira internacional de 2008/2009.
- O crescimento econômico do país de destino, como justificativa para o investimento imobiliário internacional.
- O interesse dos investidores para os próximos 5 anos, que apesar de diferentes no enfoque (o (GB) não pretende fazer investimentos imobiliários internacionais e o (GE) investe internacionalmente em Real Estate), permanecerão o mesmo.

Desta forma, pôde-se verificar que as empresas do setor imobiliário Brasileiro, apesar da similaridade com algumas respostas das empresas estrangeiras, não têm, segundo a maioria das empresas participantes da enquete, a motivação de realizar investimentos internacionais em Real Estate.

Entretanto, as empresas estrangeiras, também em sua maioria, mantêm a motivação de continuarem a investir internacionalmente em Real Estate, por diversas razões, como a busca de maior atratividade nas taxas de retorno, a diversificação, novas oportunidades de negócios no exterior entre outras.

Assim, dentro das condições de um mercado financeiro altamente globalizado, o entendimento dos fatores que levaram empresas a investirem internacionalmente no setor de Real Estate, e que devido a condições intrínsecas, como alto custo inicial, longo tempo para maturação de resultados, imobilidade do ativo, liquidez mais difícil, tornam o processo mais complexo, porém mais dinâmico, com a busca dos investidores por novos mercados.

Ressalta-se que os parâmetros apontados nos resultados da enquete, referem-se a um momento específico do período em que ela foi realizada e que os grupos de abrangência bem como os interesses pesquisados, se alteram ao longo do tempo. Assim promover novos estudos, aprofundando-se em temas discutidos superficialmente neste trabalho, como a ampliação dos processos de mitigação dos riscos e as técnicas de análise dos investimentos para o setor internacional de Real Estate, são argumentos para exploração e discussão em futuras enquetes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMONACID G.A., Aplicabilidade da Teoria de Markowitz para Investimentos em Ativos do Real Estate: Estudo de Caso de uma Carteira Mista. 2010. 77 p. Monografia – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2010.

ANDERSON R. I. et al, International Real Estate Portfolio Construction: Conditional and Unconditional Methods, Journal of Real Estate Portfolio Management, 2010. Vol.16, 8p.

AMATO F. B., 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. 231 p. Tese (Doutorado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2009.

AMATO F .B., TAKAOKA M. V., ROCHA LIMA JR., J., SECURATO, J. R., Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: Uma Análise do Desempenho Recente e Seus Fatores de Influência, 2005.

BAKER M., WURGLER S., Investor Sentiment in the Stock Market. Journal of Economic Perspectives. 2007. v.21. p. 129-151.

BANCO MUNDIAL, <http://web.worldbank.org.html>, 2010.

BANDOPADHYAYA A., Measures of Investor Sentiment: Who Wins the Horse Race? Financial Services Forum- College of Management - University of Massachusetts Boston. 2006. 17p.

BAUM A., MURRAY C., Understanding the Barriers to Real Estate Investment in Developing Economies, School of Real Estate and Planning, Henley Business School, University of Reading, United Kingdom. 2011. 28p.

BAUMANN R., Foreign Investment in Brazil and International Financial Markets, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1998. 33 p.

BLASCHKA F. L., Practical Strategies for Managing Risk and Adding Value to Your Portfolio. IFE Real Estate Seminar. 2003. 6p.

BRAZIL COMPANY HANDBOOK, Brazilian Accounting Practices - A Comparison with IFRS and US-GAAP, 2010.

BRIC GROUP, A Guide to Investment in Brazil, 2010.

BUSINESS MONITOR INTERNATIONAL – Latin America Monitor - Brazil Real Estate Report, 2010 Vol.27 pag. 6 ([www.latinamericamonitor.com](http://www.latinamericamonitor.com)).

CAMARGO C., SISTI C., FERREIRA R., Built-to-Suit, Direito Real de Superfície e Sale and Lease Back, Uma Análise Comparativa, 2010

CHRISTIANSEN H., BERTRAND A., Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment, International investment Perspectives, 2006. p. 13-45.

CILLI F., Empreendimentos do Tipo Build-to-Suit: Arbitragem do Valor de Locação em Editais de Concorrência (2004).

CLAYTON J., The Case for U.S. Real Estate in Global Investment Portfolios: Strategic and Tactical Considerations, 2009.

CLAYTON J., LING D. C., NARANJO A., Commercial Real Estate Valuation: Fundamentals Versus Investor Sentiment, Journal of Real Estate Finance and Economics, v.38, p.5-37, 2009.

CLAYTON J., GLASS LISA D., Cap Rates & Real Estate Cycles: A historical perspective with a look to the future, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), <http://www.cvm.gov.br> - Instruções e Prospectos.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA (CEPAL), O investimento estrangeiro direto na América Latina e Caribe, 2010.

---

. Foreign Direct  
Investment in Latin America and the Caribbean, 2009.

CORRÊA A. C., SOUZA A. B., Fronteira Eficiente de Markowitz: aplicação com ativos brasileiros, (2001).

DEAL M., ROSSO C., Foreign Investment in Latin American Real Estate: A Comparison of Argentina, Brasil and Mexico. 2001. 94 p. Dissertação (Mestrado) - Massachusetts Institute of Technology, USA, 2001.

DICTIONARY OF FINANCE AND INVESTMENT TERMS – Barrow's – Seventh Edition.

DICTIONARY OF REAL ESTATE TERMS – Barrow's – Seventh Edition.

FROOT K. A., O'CONNELL P. G., SEASHOLES M. S., The Portfolio Flows of International Investors, *Journal of Financial Economics*, v. 59, p. 151-193, 2001.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, *Revista Conjuntura Econômica* (Vol. 64 nº11).

GARRIGAN R. T., PARSONS J. F. C., *Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis, and Strategy*, 1997.

GEURTS T. G., JAFFE A. J., Risk and Real Estate Investment: An International Perspective. *The Journal of Real Estate Research*. 1995. v.11. p.117-130.

HSBC Report, Brazil Unbound - How Investors See Brazil and Brazil Sees The World, 2010.

JHA, ABHAS K., Low-income Housing in Latin America and the Caribbean, 2007.

JONES LANG LaSALLE, *Panorama do Mercado Global*, 2010.

KAISER R. W, CLAYTON J., Assessing and Managing Risk in Institutional Real Estate Investing. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 2008. v.14. p.287-306.

LIESER K., GROH A. P., The Attractiveness of 66 Countries for Institutional Real Estate Investments; A Composite Index Approach.,  
<http://ssrn.com/abstract=1638286>, 2010. 63p.

LIM L. C., McGREAL S., WEBB J. R., Institutional Benchmarks for International Real Estate Investment. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 2008. v.14. p.93-104.

LING D. C., NARANJO A., Commercial Real Estate Return Performance: A Cross-Country Analysis. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, v.24, p.119-142, 2002.

LOUKO A., Corporate Real Estate Ownership and the Market for Sale and Leasebacks in Finland. *Nordic Journal of Surveying and Real Estate Research*. 2005. v.2. p.57-81.

MUELLER P., BALL A., International Investing: A Global Demographic Primer. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 2006. v.12. p.299-308.

- MYER F.C.N., HE L.T., WEBB J.R., Sell-offs of Real Estate: The Effect of Domestic versus Foreign Buyers on Shareholder Wealth. 1992. v.20. p.487-500.
- NEWELL G., WEBB J., Assessing Risk for International Real Estate Investments, The Journal of Real Estate Research. 1995. v.11. p.103-115.
- NEWELL G., WORZALA E., The role of international property in investment portfolios. Journal of Property Finance. v.6. p.55-63. 1995.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, Doing Business and Investing in Brazil, 2010  
\_\_\_\_\_. Highlights of Brazil, 2010.
- ROCHA LIMA JR. J, Foreign Investment in Brazilian Real Estate Market. 10<sup>th</sup> International Conference of Latin America Society. 2010. 12p.
- \_\_\_\_\_. Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária, 1994
- \_\_\_\_\_. Novos Produtos Financeiros e o Mercado Imobiliário / Investimentos Via Títulos de Securitização, 1999.
- \_\_\_\_\_. Investment Analysis and Valuation in the Buildings Market: Back to Basis. Construction in Developing Economies: New Issues and Challenges, 2006. 9p.
- SANTOS, J. O., COELHO P. A., Análise da relação risco retorno em carteiras compostas por índices de bolsa de valores de países desenvolvidos e de países emergentes integrantes do bloco econômico BRIC, 2010.
- 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. 147 p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2004.
- SATO, G. E., A Atratividade do Investimento no Mercado de Edifícios de Escritórios da Cidade de São Paulo por meio de Fundos de Investimento em Participações sob a Ótica do Investidor Estrangeiro. 2008. 137 p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2008.
- SOUZA G. L., Operação build to suit para o setor industrial: análise da qualidade e dos riscos associados a investimentos via títulos de securitização (2006).

SOUZA L. A., Modern Real Estate Portfolio Management: Real Estate in a Capital Market Context, Portfolio Diversification and Optimization – Applications to Western Regional Apartment Portfolios, 2001. 129p. Doctoral Candidate, Corporate Finance, Golden Gate University – San Francisco. CA.

UQBAR, Anuário de Finanças Estruturadas, 2011.

\_\_\_\_\_. Anuário de Securitização e Investimento Imobiliário, 2011.

TAIAR JR. A, Brazil – the future is now, 2010.

TAIAR JR. A, SANTOS J. M., LOURENÇO A. L. S., Brazil positions itself as a global financial markets competitor, 2010.

TAVARES R., Reflexos da Variação Cambial Sobre os Resultados das Empresas: Um estudo sobre o setor siderúrgico produtor de aço plano no Brasil. 2005. 14p.  
Universidade de São Paulo.

WIKIPÉDIA, Agências de notas de Crédito

([http://pt.wikipedia.org/wiki/Ag%C3%A3ncia\\_de\\_notas\\_de\\_cr%C3%A3dito](http://pt.wikipedia.org/wiki/Ag%C3%A3ncia_de_notas_de_cr%C3%A3dito)), 2011.

WANKE P., Previsão *top-down* ou *bottom-up*? Impacto nos níveis de erro e de estoques de segurança. 2008. Gest. Prod. São Carlos. v.15. p.231-245.

WORZALA E., Overseas Property Investments: How Are They Perceived by the Institutional Investor? Journal of Property Valuation & Investment. 1994. v.12. p.31-47.

WORZALA E., NEWELL G., International Real Estate: A Review of Strategic Investment Issues. Journal of Real Estate Portfolio Management. 1995. p.87-96.

**ANEXO I**

Neste anexo constam as cópias dos questionários, em português e inglês, enviados via correio eletrônico para os participantes da pesquisa.

## Monografia Real Estate 2011 - port

### 1. Introdução

Obrigado por participar desta pesquisa. Por favor, responda as questões utilizando sua experiência no setor, tanto profissional quanto acadêmica. Os resultados são compilados automaticamente pelo sistema, e nenhuma resposta individual será divulgada.

Para efeito desta pesquisa, consideramos o termo Investidores Estrangeiros em Real Estate como sendo empresas que possuem investimentos imobiliários para venda ou renda em qualquer país que não seja o seu país sede (por exemplo empresas brasileiras com investimentos imobiliários na América Latina, África, etc... e empresas estrangeiras com investimentos imobiliários fora de seu país de origem).

#### \* 1. Por favor, forneça seus dados para contato.

Nome:	<input type="text"/>
Nome da Empresa:	<input type="text"/>
País de origem da empresa:	<input type="text"/>
Cargo:	<input type="text"/>
Endereço do email:	<input type="text"/>
Nº telefone (opcional):	<input type="text"/>

#### \* 2. Qual categoria melhor descreve sua empresa? (Por favor, indique todas opções aplicáveis).

- Companhia de Seguros
- Fundo de Pensões
- Gestor de Fundo de Investimentos Imobiliários
- Instituição financeira / banco de investimento (assets)
- Desenvolvimento de produtos imobiliários (incorporadores)
- Gestão Imobiliária
- Consultoria Imobiliária
- Empresa de Investimento Imobiliário
- Outro (especifique) \_\_\_\_\_

## Monografia Real Estate 2011 - port

### 2. Sobre a Carteira de Investimentos

**\* 3. Qual é o volume total dos investimentos realizados pela sua empresa, nos seus diversos ativos (incluindo todas as categorias de investimento, como Renda Variável, Renda Fixa, Investimentos Imobiliários e outros)?**

- Até R\$ 500 milhões
- Entre R\$ 500 milhões e R\$ 1 bilhão
- Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2,5 bilhões
- Acima de R\$ 2,5 bilhões

**4. Qual o valor total do investimento IMOBILIÁRIO sob sua gestão, considerando seu portfólio de imóveis domésticos e estrangeiros? Para os fundos em processo de investimento, por favor, considerar o valor dos investimentos já realizados e o valor antecipado de todo o investimento.**

(Indique para cada ativo existente a faixa de valores correspondente).

	Não aplicável	Até R\$ 500 Milhões	De R\$ 500 Milhões a R\$ 1 Bilhão	De R\$ 1 Bilhão a 2,5 Bilhões	Acima de R\$ 2,5 Bilhões
Terrenos	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Em Construção	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Edificações	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Participações	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Direitos em Alienações de Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fundos de Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Outros Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**5. Do total dos investimentos IMOBILIÁRIOS, qual o percentual médio, aproximado, do investimento em carteira para imóveis estrangeiros?**

	Não Aplicável	Até 10%	De 10% a 25%	De 25% a 50%	De 50% a 75%	Acima de 75%
Terrenos	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Em Construção	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Edificações	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Participações	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Direitos em Alienações de Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Fundos de Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				
Outros Investimentos Imobiliários	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>				

**Monografia Real Estate 2011 - port****3. Investimentos em ativos imobiliários no exterior**

**\* 6. Em termos de investimentos imobiliários no estrangeiro, indique a frase que melhor descreve a sua estratégia de investimento. (Por favor, indique a opção mais apropriada).**

- A nossa empresa tem hoje investimentos imobiliários no exterior e continuamos a manter uma estratégia ativa de investimentos no exterior.
- Historicamente, nossa empresa tem investido em imóveis no exterior, mas no momento não estamos buscando novos investimentos no exterior.
- Historicamente, nossa empresa tem investido em imóveis no exterior, mas no momento, não detemos nenhum investimento no exterior ou estamos em processo de desinvestimento de nossos ativos no exterior e não há planos imediatos para complementar os investimentos internacionais.
- Nossa empresa nunca teve investimentos imobiliários no exterior, mas estamos avaliando isto como uma estratégia de investimento alternativo.
- Nós nunca tivemos e provavelmente nunca teremos investimentos imobiliários no exterior.
- Outro (especifique) \_\_\_\_\_

**Monografia Real Estate 2011 - port****4. Sobre investimentos em real estate no exterior**

**\* 7. Se sua empresa possui uma quantidade específica de imóveis para investimentos imobiliários no exterior, por favor, indicar na relação abaixo a quantidade ATUAL (em número de ativos), alocada para cada região geográfica.**

América do Norte	_____
- USA	_____
- Canadá	_____
Europa	_____
- Reino Unido	_____
- França	_____
- Alemanha	_____
- Espanha	_____
- Portugal	_____
- Outros	_____
Ásia / Oceania	_____
- Austrália	_____
- Japão	_____
- Outros	_____
América Latina	_____
- México	_____
- Argentina	_____
- Chile	_____
- Outros	_____
BRIC's	_____
- Brasil	_____
- Rússia	_____
- Índia	_____
- China	_____
África	_____
- África do Sul	_____
- Angola	_____
- Outros	_____

**Monografia Real Estate 2011 - port**

**\* 8. Se sua empresa possui uma quantidade específica de imóveis para investimentos imobiliários no exterior, por favor, indicar na relação abaixo a quantidade ALVO (em número de ativos), pretendida para cada região geográfica.**

América do Norte	_____
- USA	_____
- Canadá	_____
Europa	_____
- Reino Unido	_____
- França	_____
- Alemanha	_____
- Espanha	_____
- Portugal	_____
- Outros	_____
Ásia / Oceania	_____
- Austrália	_____
- Japão	_____
- Outros	_____
América Latina	_____
- México	_____
- Argentina	_____
- Chile	_____
- Outros	_____
BRAZIL	_____
- Brasil	_____
- Rússia	_____
- Índia	_____
- China	_____
Africa	_____
- África do Sul	_____
- Angola	_____
- Outros	_____

## Monografia Real Estate 2011 - port

### 5. Sobre o processo de tomada de decisão de investimento

**9. Listadas abaixo estão várias técnicas que podem ser usadas para suportar as decisões de investimento. Por favor, indique qual o nível de utilidade que sua empresa sente para utilização de cada modelo nas alocações de ativos – use 1 para menos útil e 5 para mais útil.**

	1 - Menos Importante	2	3	4	5 - Mais Importante	NA
Experiência geral / diversificação intuitiva	<input type="radio"/>					
Correlação simples dos retornos entre os mercados no exterior	<input type="radio"/>					
Moderna teoria de carteiras (média / quadro de variação e análises do tipo de Markowitz)	<input type="radio"/>					
Modelos de Índices (como o Capital Asset Pricing Model - CAPM)	<input type="radio"/>					
Pesquisa de mercado local	<input type="radio"/>					
Outros (Especifique abaixo)	<input type="radio"/>					
Especifique:	<input type="text"/>					

**10. Cada afirmação a seguir fornece uma razão potencial para a empresa tomar a decisão estratégica de investir em imóveis no exterior. Por favor, indique a sua opinião sobre a importância de cada afirmação (1 para menos importante e 5 para mais importante).**

	1 - Menos Importante	2	3	4	5 - Mais Importante	NA
Investir no exterior, devido à falta de oportunidades de investimento doméstico.	<input type="radio"/>					
Investir em outro país, pela expectativa de que sua moeda se mantenha forte ou estável (em outras palavras, as condições monetárias não percebidas como estáveis).	<input type="radio"/>					
Diversificar, porque os ambientes econômicos e políticos são diferentes do mercado doméstico.	<input type="radio"/>					
Diversificar para aproveitar dos diferentes recursos e características relativos à propriedade, tais como direito de posse, processo de desenvolvimento dos produtos, planejamento dos projetos, etc...	<input type="radio"/>					
Investir para equacionar os investimentos com os passivos no exterior (hedge cambial).	<input type="radio"/>					
Busca de menor risco nos investimentos.	<input type="radio"/>					
Busca de maior atratividade nas expectativas das taxas de retorno.	<input type="radio"/>					
Surgimento de oportunidade de negócios no exterior.	<input type="radio"/>					
Outros (Especifique abaixo)	<input type="radio"/>					
Especifique:	<input type="text"/>					

## Monografia Real Estate 2011 - port

**11. Cada afirmação a seguir aborda diferentes PROBLEMAS, associados à realização de investimentos no exterior. Por favor, indique a sua opinião sobre a importância de cada situação quando considerando fazer uma decisão de investimento imobiliário no exterior (use 1 para menos importante e 5 para mais importante).**

	1 - Menos importante	2	3	4	5 - Mais importante	NA
Identificação de aquisições disponíveis no exterior.	<input type="radio"/>					
O aumento da incerteza causada por flutuações cambiais.	<input type="radio"/>					
Gerenciar e operar o investimento realizado.	<input type="radio"/>					
Diferenças de tributação entre os países.	<input type="radio"/>					
Alto custo de transação de um investimento no exterior.	<input type="radio"/>					
Falta de conhecimento sobre os mercados imobiliários locais e como eles funcionam.	<input type="radio"/>					
Risco de mal-entendidos devido às diferenças culturais ou de idioma.	<input type="radio"/>					
Outros (por favor, especifique abaixo)	<input type="radio"/>					

Especifique:

**\* 12. Qual você acha o período típico para um investimento imobiliário no exterior (média em anos)?**

- (0-3)     (4-6)     (6-10)     (11-15)     (acima de 15)  
 Outro (especifique)

**\* 13. Como você descreveria estratégia de investimento mais utilizada para fazer os investimentos imobiliários? (Indique a resposta mais apropriada)**

- Uma abordagem de baixo para cima (bottom up approach) - onde as oportunidades de investimento são apresentadas a você e, só após o investimento satisfazer os objetivos iniciais e cumprir os critérios da empresa, os riscos adicionais e retornos característicos para um investimento internacional são considerados.
- Uma abordagem de cima para baixo (top down approach) - onde uma decisão de investimento foi estrategicamente feita para acrescentar um portfólio de imóveis estrangeiros, e as oportunidades de investimento são então requeridas em conformidade com a alocação entre os países alvo.
- Uma combinação de baixo para cima e de cima para baixo sem existir uma abordagem específica enfatizada pelos gestores da empresa.
- Outro (por favor, especifique abaixo)

Especifique:

## Monografia Real Estate 2011 - port

**14. Por favor, indique qual a política específica para mitigar os diferentes riscos e as expectativas de retorno causado por taxas de câmbio flutuantes que melhor atende as estratégias de sua empresa?**

	Sim, utilize	Não utilize, mas pretendo utilizar	Não utilize e não pretendo utilizar
Uso de empréstimos para financiar seus investimentos no exterior	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Empréstimos seguidos com proteção cambial	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Compra de cambio futuro, com cash flow conhecido	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sob circunstâncias extremas, nós negociamos um preço futuro	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financiamento por um banco local	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Variação cambial é debatida sem proteção.	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Uso de várias ferramentas financeiras – opções e operações a prazo.	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Outros (por favor, especifique abaixo)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Especifique:

**15. De que forma o desempenho dos investimentos imobiliários no exterior é comunicado aos seus investidores?**

- Os valores são informados na moeda local
- Os valores são ajustados pelas flutuações cambiais
- Ambas as formas.

**16. Com que freqüência as avaliações e o desempenho dos investimentos imobiliários são reportados aos seus investidores?**

- mensalmente
  - trimestralmente
  - anualmente
  - a cada 2-3 anos
  - nunca
  - Outro (especifique)
-

## Monografia Real Estate 2011 - port

**17. Indique qual dos veículos de investimento a seguir você considera mais adequados para se investir em imóveis no exterior (use 1 para menos adequado e 5 para mais adequado).**

	1 - Menos adequado	2	3	4	5 - Mais adequado	N/A
100% investimento proprietário	<input checked="" type="radio"/>					
Joint venture com uma empresa local	<input checked="" type="radio"/>					
Joint venture com outros investidores institucionais (fundos próprios)	<input checked="" type="radio"/>					
Com base doméstica, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	<input checked="" type="radio"/>					
Com base no estrangeiro, fundo mutual imobiliário misto (aberto)	<input checked="" type="radio"/>					
Com base doméstica, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	<input checked="" type="radio"/>					
Com base no estrangeiro, Fundo de Investimento Imobiliário fechado	<input checked="" type="radio"/>					
Ações de uma empresa imobiliária	<input checked="" type="radio"/>					
Outros (por favor, especifique abaixo)	<input checked="" type="radio"/>					

Especifique:

	<input type="button" value=""/>
	<input type="button" value=""/>

## Monografia Real Estate 2011 - port

### 6. Tendências em Investimentos Imobiliários

**18. A crise financeira internacional de 2008 / 2009 teve impacto sobre suas estratégias de investimentos imobiliários?**

- Sim, para investimentos domésticos.
  - Sim, para investimentos estrangeiros.
  - Não fomos afetados, nem para investimentos domésticos, nem para estrangeiros.
  - Sim, para investimentos domésticos e estrangeiros.
  - Outro (especifique)
- 

**19. Para os países que você vem dando enfoque para as oportunidades de investimento, indique dentre as razões abaixo, as que justificam para sua empresa o investimento imobiliário? (use 1 para menos adequado e 5 para mais adequado).**

	1 - Menos adequado	2	3	4	5 - Mais adequado	N/A
Mercados estabilizados.	<input type="radio"/>					
Crescimento econômico.	<input type="radio"/>					
Expertise da empresa no mercado do país.	<input type="radio"/>					
Veículos de investimento existentes.	<input type="radio"/>					
Para uma melhor diversidade de investimentos.	<input type="radio"/>					
Economia estável e crescimento das oportunidades.	<input type="radio"/>					
Baixo índice de vacância e oportunidades de compra.	<input type="radio"/>					
Outros (por favor, especifique abaixo)	<input type="radio"/>					

Especifique:

**20. Como você acredita que estarão seus interesses em investimentos imobiliários no exterior nos próximos cinco anos:**

- aumentarão
  - diminuirão
  - permanecerão o mesmo
  - Outro (especifique)
-

**Monografia Real Estate 2011 - port**

**21. Por favor, forneça comentários adicionais ou sua percepção sobre qual o comportamento que o mercado imobiliário internacional, poderia ter no seu contexto de portfólio.**



## Monografia Real Estate 2011- english

### 1. Background Information

Thank you for participating in this research. Please answer the questions using your industry experience, both professional and academic. The result are compiled automatically by the system, and no individual response will be disclosed.

For purposes of this research, we consider the term Foreign Investors in Real Estate as companies that own real estate investments for sale or rent in any country other than their host country (eg Brazilian companies with real estate investments in Latin America, Africa, etc... ... and foreign companies with real estate investments outside their country of origin).

#### \* 1. Please provide your contact information.

Name:	
Company:	
Country of origin of the company:	
Position:	
Contact email:	
Nº telephone (optional):	

#### \* 2. Which category best describes your company? (Please indicate all that apply).

- Insurance Company
- Pension fund
- Real Estate Investment Trust (REIT)
- Real Estate mutual fund
- Financial institution
- Development or Real Estate Management Company
- Property Unit Trusts (PUTs)
- Real estate advisory or consulting firm
- Real estate limited partnership
- Other (specify)

## Monografia Real Estate 2011- english

### 2. About the Investment Portfolio

\* 3. What is the total volume of investments made by your company, in its various assets (including all investment categories, such as Equities, Fixed Income, Investment Property, etc.)?

- Up to US\$ 300 million
- Between US\$ 300 million and US\$ 600 million
- Between US\$ 600 million and US\$ 1,5 billion
- Above US\$ 1,5 billion

4. What is the total value of real estate investment under your management, considering your real estate portfolio, both domestic and foreign? For funds in the investment process, please consider the value of existing investments and the anticipated value of any investment. (Please indicate for each existing asset, the range values).

	Not applicable	Up to US\$ 300 million	Between US\$ 300 million and US\$ 600 million	Between US\$ 600 million and US\$ 1,5 billion	Above US\$ 1,5 billion
Land	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Under Construction	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Buildings	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Holdings	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rights in Sale of Real Estate Investments	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Real Estate Investment Funds	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other Real Estate Investments	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

5. Of the total real estate investments, which is the average percentage, in approximate terms, of the portfolio investment for foreign real estate?

	Not applicable	up to 10%	from 10% to 25%	from 25% to 50%	from 50% to 75%	more than 75%
Terrenos	<input type="radio"/>					
Land	<input type="radio"/>					
Under Construction	<input type="radio"/>					
Buildings	<input type="radio"/>					
Holdings	<input type="radio"/>					
Rights in Sale of Real Estate Investments	<input type="radio"/>					
Real Estate Investment Funds	<input type="radio"/>					
Other Real Estate Investments	<input type="radio"/>					

**Monografia Real Estate 2011- english****3. Investments in real estate assets abroad****\* 6. In terms of overseas real estate investments, please indicate the phrase that best describes your investment strategy.**

- Our fund presently has overseas investments and we are continuing to maintain an active overseas investment strategy.
- Historically the fund has been invested in overseas real estate, but at present we are not actively seeking new overseas investments.
- Historically the fund has been invested in overseas real estate, but at present we either hold no overseas investments or are actually in the process of divesting our overseas investments with no immediate plans for additional international investments.
- The fund has never had overseas investments but we are presently considering this as an alternative investment strategy.
- We never have and probably never will have overseas investments.
- Other (please specify) \_\_\_\_\_

**Monografia Real Estate 2011- english****4. On real estate investments abroad**

**\* 7. If your company has a specific amount of property for property investments abroad, please indicate below the CURRENT amount (in terms of assets) allocated to each geographical region.**

North America	_____
- USA	_____
- Canada	_____
Europe	_____
- UK	_____
- France	_____
- Germany	_____
- Spain	_____
- Portugal	_____
- Other	_____
Asia / Oceania	_____
- Australia	_____
- Japan	_____
- Other	_____
Latin America	_____
- Mexico	_____
- Argentina	_____
- Chile	_____
- Other	_____
BRIC's	_____
- Brazil	_____
- Russia	_____
- India	_____
- China	_____
Africa	_____
- South Africa	_____
- Angola	_____
Other	_____

**Monografia Real Estate 2011- english**

\* 8. If your company has a specific amount of property for property investments abroad, please indicate below the TARGET amount (in terms of assets) allocated to each geographical region.

North America	_____
- USA	_____
- Canada	_____
Europe	_____
- UK	_____
- France	_____
- Germany	_____
- Spain	_____
- Portugal	_____
- Other	_____
Asia / Oceania	_____
- Australia	_____
- Japan	_____
- Other	_____
Latin America	_____
- Mexico	_____
- Argentina	_____
- Chile	_____
- Other	_____
BRECs	_____
- Brazil	_____
- Russia	_____
- India	_____
- China	_____
Africa	_____
- South Africa	_____
- Angola	_____
Other	_____

## Monografia Real Estate 2011- english

### 5. On the process of making an investment decision

**9. Listed below are several investment techniques that can be used to make portfolio investment decisions. Please indicate how useful your organization feels each model is in devising target asset allocations – use 1 for not useful and 5 for very useful.**

	1 - Less useful	2	3	4	5 - More useful	N/A
General experience/intuitive diversification	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Simple correlation of returns between overseas markets	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Modern portfolio theory (mean/variance framework and Markowitz type analysis)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Index models (such as Capital Asset Pricing Model - CAPM)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Direct and detailed market research	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other (Please specify)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Specify	<input type="text"/>	<input type="button" value=""/>				

**10. Each statement below provides a potential rationale for a fund to make the strategic decision to invest in overseas real estate. Please indicate your opinion of the importance of each reason – use 1 for unimportant and 5 for very important.**

	1 - Less Important	2	3	4	5 - More Important	N/A
Invest overseas because of a lack of domestic investment opportunities.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Invest in another country because its currency is expected to remain strong or stable (in other words, monetary conditions are perceived to be stable).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Diversify because economic and political environments are different from the domestic market.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Diversify to take advantage of different property specific features, such as different tenure, development process/planning restrictions, etc.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Invest to match overseas investments to overseas liabilities.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Diversify because the historical performance indicates different real estate markets are behaving differently, that is correlation coefficients between markets are low or even negative.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
More attractive return expectations.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Overseas business opportunities	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other (please specify)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Specify	<input type="text"/>	<input type="button" value=""/>				

## Monografia Real Estate 2011- english

**11. Each statement below addresses the different problems often associated with overseas real estate investments. Please indicate your opinion of the importance of each problem when considering making an overseas property investment decision – use 1 for unimportant and 5 for very important.**

	1- Unimportant	2	3	4	5 - Very Important	N/A
Identifying the specific overseas opportunities.	<input type="radio"/>					
Uncertainty caused by high currency fluctuations.	<input type="radio"/>					
Management of the investment once it is made	<input type="radio"/>					
Taxation differences between countries.	<input type="radio"/>					
High transaction costs of an overseas investment.	<input type="radio"/>					
Lack of local expertise on property markets and how they operate	<input type="radio"/>					
Potential misunderstandings due to cultural or language differences.	<input type="radio"/>					
Other (Please specify).	<input type="radio"/>					

Specify:

**\* 12. What do you feel the typical holding period for an overseas investment should be (in years)?**

- (0-3)       (4-8)       (9-10)       (11-15)       (more than 15)  
 Other (specify) \_\_\_\_\_

**\* 13. Would you classify the decision-making framework used to make the property investments as: (Indicate the most appropriate response).**

- A bottom up approach – where investment opportunities are brought to you and then only after the investment meets the initial objectives and criteria of the fund are additional risk and return characteristics of an international investment considered.  
 A top down approach – where an investment decision has been strategically made to add overseas real estate to the portfolio and investment opportunities are then solicited to conform to target allocations between countries.  
 A combination of the bottom up and top down approach with no specific approach emphasized by fund managers.  
 Other(please specify)

Specify

## Monografia Real Estate 2011- english

**14. Each statement below indicates a policy towards dealing with additional risk and return characteristics caused by fluctuating exchange rates. Please identify each statement with your particular policy.**

	Yes, we use it	Don't use it, but we're considering	Don't use it, and have no intention to use it
Use loans to fund overseas investment	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Back-to-back loans, hedge some currency	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Forward purchasing of currency for known cash flows; consideration of hedging techniques.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Under extreme circumstances, we hedge financing by local banks	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Currency is left unhedged	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Use of various financial tools – options and futures.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other (please specify)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Specify:

**15. How is the performance of overseas real estate reported to investors?**

- Returns are reported in local currency
- Returns are adjusted for currency fluctuations
- Both.

**16. How often are the appraisals and the performance reported to your investors?**

- monthly
- quarterly
- annually
- 2-3 years
- more than every 3 years
- never reported
- Other (specify) \_\_\_\_\_

**Monografie Real Estate 2011- english**

**17. Indicate which of the following investment vehicles you feel would be appropriate ways to invest in overseas property. – use 1 for not appropriate and 5 for very appropriate.**

	1 - Less appropriate	2	3	4	5 - More appropriate	NA
100 per cent wholly owned investment.	<input type="radio"/>					
Joint venture with a local property company.	<input type="radio"/>					
Joint venture with other institutional investors.	<input type="radio"/>					
Domestic-based, open end commingled real estate fund.	<input type="radio"/>					
Foreign-based, open end commingled real estate fund.	<input type="radio"/>					
Domestic-based, closed end real estate investment fund	<input type="radio"/>					
Foreign-based, closed end real estate investment fund.	<input type="radio"/>					
Stock in publicly-traded real estate company	<input type="radio"/>					
Other (please specify below)	<input type="radio"/>					

Specify:



## Monografia Real Estate 2011- english

### 6. Trends in Real Estate Investments

**18. Has the 2008/2009 financial international crisis had an impact on your investment strategies for property investments?**

- yes, for domestic investments
  - yes, for overseas investments
  - no, we did not have impact for domestic or overseas investments
  - yes, for domestic and overseas investments.
  - Other (please specify)
- 

**19. For countries that you are focusing on for investment opportunities, please indicate your reasons to validate the overseas real estate investments - use 1 for unimportant and 5 for very important.**

	1 - Less Important	2	3	4	5 - More Important	N/A
Established markets.	<input type="radio"/>					
Economic growth.	<input type="radio"/>					
Expertise already in the country market.	<input type="radio"/>					
Investment vehicles exist.	<input type="radio"/>					
For more spread-out portfolio.	<input type="radio"/>					
Stable economies and growth opportunities.	<input type="radio"/>					
Low vacancies and buying opportunities.	<input type="radio"/>					
Other (please specify)	<input type="radio"/>					

Specify:

**20. Do you think your interest in overseas investments in the next five years will:**

- increase
  - decrease
  - stay the same
  - Outro (especificar)
- 

**21. Please provide any additional comments or insights you might have on the role international real estate might play in a portfolio context.**

## MBA/USP - REAL ESTATE ECONOMIA DE NEGÓCIOS MERCADOS

### DEFESA DE MONOGRAFIA

#### Ata da Sessão de Julgamento

Na presente data, para a Defesa de Monografia do(a) candidato(a) **Carlos Eduardo Poli Sisti**, com início às 19h30, reuniu-se em sessão pública a banca composta pelos membros: Professor M.Eng. Rogério Fonseca Santovito(Orientador); Professor Doutor Sergio Alfredo Rosa da Silva e Professora Doutora Paola Torneri Porto.

**Título da monografia:** *Investimentos internacionais em Real Estate – Identificação de fatores motivacionais, estratégicos e técnicos para suportar a decisão de investir no exterior.*

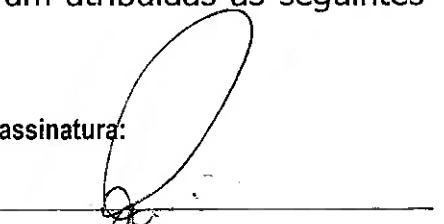
Após breve apresentação do trabalho e arguição do candidato, tendo em vista o conteúdo do trabalho escrito, qualidade da apresentação e desempenho do candidato frente às questões colocadas pela banca, foram atribuídas as seguintes notas:

Prof. M. Eng. Rogério Fonseca Santovito

nota:

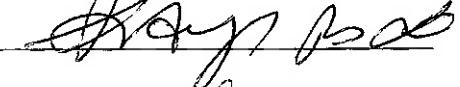
7,0

assinatura:



Prof. Doutor Sergio Alfredo Rosa da Silva

7,0



Profa. Doutora Paola Torneri Porto

7,0



Tendo em vista os resultados do julgamento efetuado nesta Sessão de Defesa de Monografia, o candidato fez jus à menção aprovado pela banca.

São Paulo, 28 de julho de 2011