MARCELO LA MOTTA CARVALHAES

ANÁLISE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES COM APLICAÇÕES EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos de Construção Civil, com ênfase em Real Estate.

SÃO PAULO

2006

MARCELO LA MOTTA CARVALHAES

ANÁLISE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES COM APLICAÇÕES EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos de Construção Civil, com ênfase em Real Estate.

Área de Concentração: Engenharia de Construção Civil e Urbana

Orientador: Prof. Fernando Bontorim Amato

SÃO PAULO

2006

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.

Carvalhaes, Marcelo La Motta

Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários / M.L.M. Carvalhaes -- São Paulo, 2006.
89 p.

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

1.Empreendimentos imobiliários 2.Investimentos 3.Fundo de investimento (Aplicações) I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Programa de Educação Continuada em Engenharia II.t.

A minha esposa, amiga e companheira pelo apoio incondicional aos meus objetivos.

Aos meus pais, que nunca mediram esforços para minha formação e educação.

Agradecimentos especiais ao Prof. Fernando Bontorim Amato, pela orientação nos momentos cruciais deste trabalho.

“A sabedoria consiste em compreender que o tempo dedicado ao trabalho nunca é perdido.”

Ralph Emerson

RESUMO

O mercado imobiliário vem procurando se ajustar a uma nova realidade. As novas restrições de planos diretores, a escassez de bons terrenos, a diminuição das obras públicas levando grandes empreiteiras a entrar no mercado imobiliário, o surgimento de grupos estrangeiros no Brasil por meio de fundos de investimento, entre outros fatores, têm elevado significativamente a competitividade no setor. As aberturas de capitais de tradicionais incorporadores e construtores vêm trazendo uma importante liquidez ao mercado, aumentando o nível de investimento e consequentemente oferta de produtos. Por outro lado, a economia nacional acena com a perspectiva de queda da taxa básica de juros e a expectativa de crescimento do mercado em 2006 com uma inflação baixa e controlada, que está expandindo a concessão de créditos, inclusive imobiliários. São destacados instrumentos importantes como a Lei do Sistema Financeiro Imobiliário, dentre eles o patrimônio de afetação, a alienação fiduciária e os certificados de recebíveis imobiliários, além da Sociedade de Propósito Específico. Nos últimos dois anos, o mercado de capitais brasileiro assistiu a um importante aumento na sua atividade, com preços atingindo novos recordes e grandes empresas de *private equity* dando saída a muitos investimentos via ofertas públicas. O Real Estate foi identificado como um dos setores em que se esperam a maioria das oportunidades, tanto para investimentos públicos como privados. A Comissão de Valores Mobiliários publicou em 2003 instrução dispondo sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações (FIP). A publicação introduziu no mercado de capitais brasileiro novas regras a respeito de investimentos em private equity. Os FIPs têm se mostrado como uma alternativa para o mercado imobiliário, utilizados como um veículo para as equações de funding. Sob a luz da legislação pertinente e baseado no caso específico de um FIP direcionado ao mercado imobiliário, pretende-se elaborar uma análise crítica do comportamento de FIPs junto ao mercado imobiliário, estudando vantagens dos fundos, alguns fatores de risco, bem como a nova relação criada pelos FIPs entre os investidores do mercado de capitais e o mercado imobiliário residencial.

ABSTRACT

The real estate market has been fiting itself into a new reality. New urban plan restrictions, few existences of good real estate areas, few public infra-structure construction services driving the big contractors to enter the real estate market, the rising of forigner groups in Brazil through investments trusts, among other factors, have significantly risen the competition in the real estate sector. The public offer of traditional real estate and construction companies brought an important cash flow to the market, rising the investment level and consequently the products offer. On the other hand, the brazilian economy presents a perspective of lower interest rates and the expectation of market growth in 2006, with a low and controled inflation, which will expand the private and public credits concession, including the real estate ones. Important instruments are highlighted as the laws of real estate financial system. In the last two years, the brazilian capital market watched an important growth in its activity, with prices achieving new records and major private equity companies exiting investments via public offers. The real estate has been identified as one of the sectors which oportunities are most expected, both in public and private sectors. The Brazilian agency similar to the U.S. Securities and Exchanges Commission, *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*, has published in 2003 an instruction regulating the constituition, functioning and administration of the Paticipation Investment Trusts, or *Fundos de Investimento em Participação (FIP)*. The publication intruduced in the brazilian capital market new rules concerning private equity investments. The FIP has been demonstrated to be an alternative to the real estate market, used as a funding equation vehicle. Under the pertinent law and based on a specific FIP case directed to the real estate market, it is intended to analise its behaviour, studying the advantages of theses funds, risk factors, as well as the new relation created by the FIP between the capital market investors and the residential real estate market.

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1: FIPs com registro na CVM 24.06.06 40
Tabela 3.1: Descrição dos empreendimentos participantes no HG REALTY BC FIP 57
Tabela 3.2: Situação dos empreendimentos em setembro de 2006 58
Tabela 3.3: Fluxo de aporte, redução de capital e distribuição de dividendos do projeto Chácara Santa Cruz 59
Tabela 3.4: Fluxo de aporte, redução de capital e distribuição de dividendos do empreendimento projeto Bella Carolina 61
Tabela 3.5: Capital aportado e retornado, taxas de retorno aprovadas e projetadas 68
Tabela 3.6: Investimentos realizados nos projetos e aquisição de cotas no HG Premium provadas e projetadas 68
Tabela 3.7: Pagamentos realizados dos projetos 69
Tabela 3.8: Indicadores de rentabilidade 69

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1: Lançamentos de empreendimentos residenciais em São Paulo 12
Gráfico 1.2: Média histórica e expectativa futura da Taxa Selic 14
Gráfico 1.3: Evolução da contratação de financiamento bancário para comercialização de imóveis 15
Gráfico 2.1: Evolução do mercado de capitais brasileiro 26
Gráfico 2.2: Evolução de empresas de *private equity* operando no Brasil 27
Gráfico 2.3: Capital anual total investido no Brasil em fundos de *private equity* 27
Gráfico 2.4: Expectativa de oportunidades por setores (% de respostas em pesquisa) ... 28
Gráfico 3.1: Evoluções da taxa de retorno do projeto Chácara Santa Cruz 59
Gráfico 3.2: Evoluções da taxa de retorno do projeto Bella Carolina 61

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1: Veículos de investimento de longo prazo e estágios de desenvolvimento corporativo. 31
Figura 3.1: Fluxo de investimento e desinvestimento do HG Realty BC FIP 55
Figura 3.2: Fotos do empreendimento Chácara Santa Cruz 60
Figura 3.3: Fotos do empreendimento Bella Carolina 62
Figura 3.4: Fotos do empreendimento Canto da Natureza 64
Figura 3.5: Fotos do empreendimento Saint Claire 65
Figura 3.6: Fotos do empreendimento Window 66

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
Bovespa	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CAPM	*Capital Asset Pricing Model* - Modelo de Precificação de Ativos de Capital
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEI	Centro de Estatísticas e Informação
COFINS	Contribuição para Fins Sociais
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CSSL	Contribuição Social Sobre Lucro Líquido
EMPEA	Associação Americana de Mercados Emergentes de *Private Equity*
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Trabalho
FIEE	Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
FIEX	Fundo de Investimento no Exterior
FII	Fundo de Investimentos Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
FITVM	Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários
HG	Hedging Griffo
HGR-FIP	Fundo de Investimento em Participações – Hedging Griffo Realty
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
INCC	Índice Nacional da Construção Civil
IPO	*Initial Public Offering*- Oferta Pública Inicial
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IUHF	*International Union for Housing Finance* – União Internacional de Financiamento Habitacional
LBO	L*everaged buy-out*
MBO	*Management buy-out*
PE	*Private Equity*
PECE	Programa de Educação Continuada em Engenharia
PEVC	*Private Equity* e *Venture Capital*
PIB	Produto Interno Bruto
PIPE	*Private Investment in Public Equity*
PIS	Programa de Integração Social
REIT	*Real Estate Investment Trust*
RMSP	Região Municipal de São Paulo
SEADE	(Fundação) Sistema Estadual da Análise de Dados
SPE	Sociedade de Propósitos Específicos
TIR	Taxa Interna de Retorno
VC	*Venture Capital*
VGV	Valor Geral de Vendas

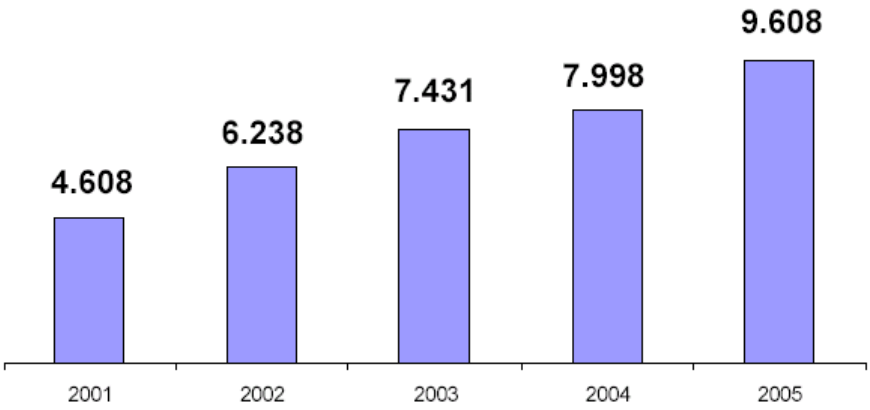
SUMÁRIO

1. **INTRODUÇÃO**.....12
2. INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO.....20
2.1 Decisão de Investimentos em Real Estate.....20
2.2 Mecanismos Auxiliares aos Investimentos.....22
2.3 Mercado Financeiro de Capitais – *Private Equity*.....25
2.4 Fundos de Investimentos em Participação.....35
2.5 Fundos de Investimentos em Participação do Mercado Imobiliário.....41
2.5.1 CR2 Realty FIP.....41
2.5.2 Banif Primus Real Estate.....42
2.5.3 GP Desenvolvimento FIP.....43
2.5.4 HG Realty BC I, HG Realty BC II.....44
2.5.5 Klabin Segall FIP.....45
2.5.6 Pátria Real Estate FIP.....46
2.5.7 Prosperitas I - FIP.....47
3. CASO - HG REALTY BC – FIP.....49
3.1 Agentes.....49
3.2 Taxas.....50
3.3 Carteira e Decisão de Investimentos.....51
3.4 Aprovação dos Investimentos.....51
3.5 Estrutura do Fundo.....54
3.6 Informações aos Cotistas.....55
3.7 Portifólio de Investimentos.....56
Chácara Santa Cruz.....57
3.7.1 Chácara Santa Cruz.....58
3.7.2 Bella Carolina.....61
3.7.3 Canto da Natureza.....63
3.7.4 Saint Claire Residences.....63
3.7.5 Window.....63
3.8 Situação do Fundo em Setembro de 2006.....67
4. ANÁLISE CRÍTICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES.....70
4.1 Fatores de Risco.....70
4.2 Condicionantes para os Incorporadores.....75
4.3 Relação Investidor – FIP.....76
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....81

1 INTRODUÇÃO

Em 2003 a região metropolitana de São Paulo concentrava 10,5% da população brasileira e representando 18% do Produto Interno Bruto (PIB), com um desemprego da ordem de 17% e um déficit habitacional de quase 12%, segundo a Fundação Seade [2003]. Em levantamento elaborado pelo Ministério das Cidades, com base em dados da Fundação João Pinheiro, o Brasil possui hoje um déficit habitacional de 7,9 milhões de moradias, apontando um crescimento de 23,4% desde 2004. O fenômeno está relacionado a uma forte tendência de crescimento populacional e urbanização acelerada. Em particular, a cidade de São Paulo apesar de possuir um importante mercado imobiliário, vem atravessando um período de grande expectativa para o setor habitacional nos primeiros meses de 2006 em função dos ajustes às novas oportunidades provocadas pelo novo Plano Diretor, em vigor a partir de 2004. O crescente ritmo de lançamentos pode indicar o aumento consistente da demanda por novos imóveis, exceto por um leve acúmulo de estoques no segundo semestre de 2004, conforme demonstra o gráfico 1.1 abaixo.

Gráfico 1.1: Lançamentos de Empreendimentos Residenciais em São Paulo (milhões de R$)



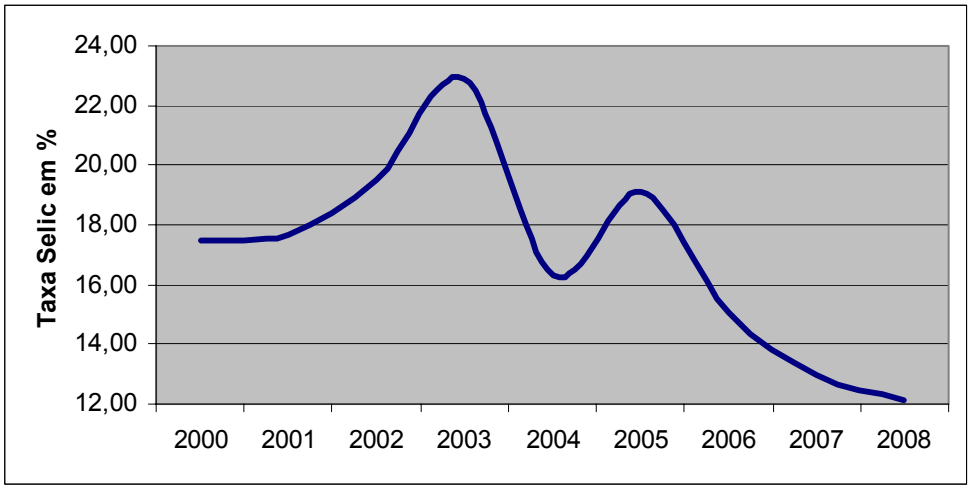
Fonte: CITRON [2006]

A escassez de bons terrenos para empreendimentos residenciais a preços acessíveis, as restrições ambientais e legislativas, a falta de segurança pública adequada e outros quesitos que afligem a sociedade numa grande metrópole são fatores importantes no mercado imobiliário atual. Ainda, a falta de obras públicas, a falta de agilidade dos governos na aprovação de projetos de infra-estrutura, o ajuste à lei de responsabilidade fiscal e a redução de gastos públicos para atender às metas de superávit primário trouxeram uma diminuição das obras públicas no Brasil. Desta forma, em 2004 e 2005, grandes construtoras e empreiteiras, ora dedicadas quase que exclusivamente a estas obras, entraram no mercado imobiliário, empreendendo grandes lançamentos residenciais e destinando quantias vultuosas de investimento para os próximos anos neste segmento.

Empreendimentos residenciais com grande número de unidades e amplas áreas de lazer em torres altas começam a ser percebidos como um diferencial de mercado. Estes grandes empreendimentos residenciais bem como esta nova realidade de agentes do mercado têm elevado significativamente o nível de investimento no setor, intensificando a competitividade.

Por outro lado, a economia nacional acena com a perspectiva de queda da taxa básica de juros (vide gráfico 1.2) e a expectativa de crescimento do mercado nos próximos anos com uma inflação baixa e controlada. A influência destas tendências tem promovido alterações no cenário da construção civil, com expansão de créditos concedidos, aumento da oferta de financiamento com maior prazo de pagamento e juros menores, e abundância de recursos para o crédito imobiliário pela Caixa Econômica Federal, oriundos, por exemplo, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

Gráfico 1.2: Média histórica e expectativa futura da Taxa Selic



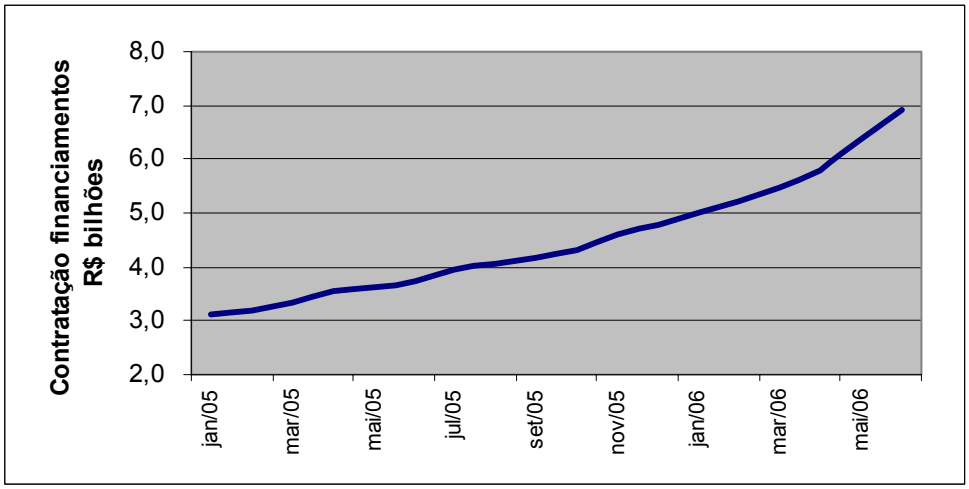
Fonte: Banco Central do Brasil [2006]

No Brasil, o custo de capital é atualmente alto, sendo, muitas vezes, prejudicial ao desenvolvimento de atividades empresariais. A taxa de juros reais brasileira é uma das maiores do mundo e diminui a atratividade dos investimentos produtivos, principalmente daqueles com horizonte de longo prazo. A tendência de juros menores a médio prazo também contribui para a expectativa de que o Brasil venha a ser classificado como grau de investimento (*investment grade*), selo de investimento não especulativo.

O volume de crédito destinado ao mercado imobiliário tem aumentado consistentemente. Os bancos destinaram somente no primeiro semestre de 2006 R$ 2 bilhões para operações de crédito imobiliário, 54,88% a mais em relação ao igual período de 2005, segundo a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP). O Conselho Monetário Nacional (CMN) havia determinado aos bancos um aumento compulsório do volume de recursos

destinados ao financiamento imobiliário de 30% para o primeiro semestre de 2006, aumentando recentemente em 45% para o segundo semestre, devendo atingir R$ 4,46 bilhões neste ano, segundo a ABECIP, contra R$3,06 bilhões de 2005. Acredita-se que o crédito imobiliário deva crescer pelo menos 30% em 2006. Este avanço, no entanto, ainda significa pouco em termos internacionais. Dados da agência de classificação de risco Fitch, segundo Valor Econômico [2006], indicam que apenas 4,8% da carteira de crédito bancário no país são direcionados ao setor imobiliário, contra 28% na Alemanha, 38% nos Estados Unidos e 50% na Inglaterra. O gráfico abaixo demonstra a evolução da contratação de financiamentos imobiliários de janeiro de 2005 até maio de 2006.

Gráfico 1.3: Evolução da contratação de financiamento bancário para comercialização de imóveis



Fonte: ABECIP [2006]

Outro fato importante se dá à entrada de grupos estrangeiros no Brasil, por meio de fundos de investimento lastreados em grandes volumes de capital ou pelas operações chamadas de *Private Equity* (ativos privados). *Private Equity* (PE) é uma atividade de intermediação financeira surgida

nos EUA em 1946 em que organizações são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais agentes para investimentos de longo prazo em empresas de elevado potencial de crescimento, cuja administração é acompanhada ativamente. Após alguns anos, essas participações são liquidadas (saída) e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores. Um dos tipos de operação trata-se dos *Initial Public Offering* (IPO), ou Oferta Pública Inicial, em que as empresas passam a negociar suas ações em Bolsa de Valores. Recentemente, grandes construtoras e incorporadoras têm se utilizado de IPO para se capitalizar, adicionando mais liquidez ao já competitivo mercado imobiliário.

Os PE utilizam alguns tipos de veículos de investimento para se estruturarem legalmente, entre eles os *limited partnership* (LP), as empresas de participação (*holdings*) e os fundos de investimento. Os fundos são estruturas mais freqüentes e foram constituídos sob instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro, buscando implementar uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE no Brasil. A CVM publicou em 16 de julho de 2003 a instrução n° 391, posteriormente complementada pela instrução n° 406, dispondo sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações (FIP). Outros fundos como os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Imobiliários (FITVI) também são utilizados para *private equity*.

Apesar de não terem sido criados exclusivamente para esta finalidade, os FIPs têm se mostrado como uma importante alternativa para os investimentos em real estate. Os FIPs têm sido utilizados como um ambiente de investimento para as equações de *funding* imobiliário, criando

uma ponte efetiva entre o investidor do mercado financeiro e o mercado imobiliário de novas edificações destinadas à venda. Trata-se de um instrumento que possibilita o investimento em sociedades anônimas abertas ou fechadas, como as Sociedades de Propósito Específico (SPE).

Colocado este breve entendimento do contexto do mercado imobiliário atual, este trabalho está direcionado para a análise da utilização dos FIPs voltados ao *real estate*. São discutidos os mecanismos auxiliares de investimentos, como as recentes leis do Sistema Financeiro Imobiliário e seus efeitos na decisão de investir no mercado imobiliário. Através de um panorama do *private equity* no Brasil, pretende-se posicionar os FIPs perante os demais ambientes de investimento de longo prazo, seus estágios de desenvolvimento corporativo e respectivos mecanismos de saída de investimentos. São apresentadas as regras de estruturação dos FIPs, regidos pelas instruções da CVM n° 391 e n° 406, apresentando suas principais características. Os FIPs voltados ao mercado imobiliário e atualmente registrados na CVM são descritos, bem como suas informações mais importantes. O caso abordado nesta monografia está baseado no Fundo de Investimento em Participações HG Realty BC. Fundamentado nos prospectos e relatórios emitidos pelo administrador do fundo e em demais bibliografias, são apresentadas as principais características do regulamento do fundo, regido pela instrução específica da CVM, bem como dados do desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários residenciais que compõem o fundo. Através do estudo de caso, somado às demais informações apresentadas sobre o tema, pretende-se elaborar uma análise crítica da utilização deste novo instrumento de funding em *real estate*, bem como discutir a crescente interação entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário.

Como os FIPs são instrumentos relativamente novos, há muito pouca informação acadêmica disponível. O próprio mercado financeiro ainda não dispõe de ciclos históricos de resultados de FIPs, principalmente para os voltados para o mercado imobiliário. A importância do trabalho reside no fato de que existe um número de investidores interessados em participar de incorporações imobiliárias com objetivo de auferir uma rentabilidade superior à simples exploração dos imóveis prontos. Os FIPs são uma alternativa para esses investidores porque permitem o acesso do mercado imobiliário a estes investimentos, através de estruturas regulamentadas, com determinada transparência e relativa segurança.

A metodologia consiste em estudar a legislação pertinente aos Fundos de Investimento de Participação e seu regulamento, bem como o desempenho do fundo através de seus empreendimentos imobiliários. Atendidas as limitações descritas abaixo, são apresentados, por meio do caso em análise, resumidamente as performance de vendas e rentabilidade dos empreendimentos, com resultados previstos e realizados e/ou projetados até o encerramento do fundo, previsto para 2007. Através de uma análise crítica, pretende-se avaliar não só o desempenho do HG REALTY BC como também a importância da utilização deste instrumento para equação de *funding* do mercado imobiliário residencial como um todo.

Este trabalho trata de dados de mercado e de empreendimentos imobiliários. Foi analisado o desempenho de um FIP que já investiu em cinco empreendimentos de quatro diferentes incorporadores. Os dados disponibilizados pelas companhias se tratam de informação aberta ao mercado, que possibilitaram um determinado horizonte de conclusões. Por motivos de confidencialidade e estratégia empresarial, as informações disponíveis são consolidadas, com um

detalhamento restrito, idem quanto às informações concernentes aos investidores do fundo, que protege suas identidades.

2 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

2.1 Decisão de Investimentos em Real Estate

A Moderna Teoria de Finanças teve seu início nos anos 50, quando MARKOWITZ (1952) apresentou a Teoria do Portifólio. Segundo CASTRO JR e FAMÁ (2002), Markowitz partiu da simples idéia de que todo investidor lida com duas incertezas no processo de decisão do investimento: o retorno esperado (antecipado ou descontado) e o risco, que seria a variância deste retorno. A partir dos históricos de retornos de diferentes ativos, Markowitz desenvolveu um método que quantifica o risco de cada ativo da carteira a partir da variância do retorno entre eles, de acordo com o peso de cada um, afirmando que deve haver uma composição de ativos em uma carteira que maximiza o retorno esperado e minimiza a variância (risco). A chamada fronteira eficiente representa graficamente a relação risco-retorno.

ARAGON (1989), afirmou que a diversificação simples de uma carteira não reduz o seu risco diversificável. Além da parte diversificável do risco, o administrador financeiro tem que lidar também com o risco conjuntural ou risco de mercado. Enquanto Markowitz define risco como a variância em relação a uma média de um conjunto de retornos, SHARPE (1964) concebe o risco de um ativo como o risco que esse ativo acrescenta a essa carteira de mercado.

O portifólio eficiente, então, é aquele que proporciona o maior retorno para certo risco percebido. Diversos estudos demonstram também a necessidade de diversificação em *real estate*, bem como várias teorias foram conduzidas com o propósito de incluir o *real estate* na fronteira eficiente do

risco-retorno, até porque a alocação de investimentos em *real estate* tende a promover maior estabilidade nas carteiras. Apesar de demonstrada a oportunidade do uso da Teoria de Portifólio em carteiras diversificadas (*mix*) e no próprio *real estate*, a aplicação desta técnica não é fácil. Retornos históricos não estão disponíveis num mercado onde os dados não existem, não estão organizados ou simplesmente são mantidos em sigilo.

A decisão de investimentos em *real estate* tem se aproximado da teoria das finanças, buscando adaptar seus pressupostos originais aos desequilíbrios estruturais de mercado, tão comuns em países em desenvolvimento. Segundo ASSAF NETO (1997), taxas de juros subsidiadas, taxas de curto prazo mais elevadas que as de longo prazo, elevado grau de concentração industrial, freqüentes intervenções do estado, entre outros, constituem a realidade destas economias, direcionando o conjunto das decisões financeiras para um contexto de variáveis diferenciadas e de forte influência sobre os resultados.

ASSAF NETO (1997) complementa que "as decisões financeiras ligadas aos investimentos do mercado não são bem definidas a partir dos pressupostos de uma ciência exata, em que se permite a comprovação absoluta dos resultados. Os fatores relacionados na tomada das decisões procuram retratar a realidade do ambiente econômico, calcadas em certas premissas e hipóteses comportamentais. Todo modelo decisorial desenvolve expectativas para a fixação dos resultados esperados, do período de previsão e da definição da taxa de atratividade econômica do empreendimento".

Os instrumentos de investimento ligados ao real estate têm um papel importante na redução dos riscos inerentes ao mercado imobiliário. Os parâmetros decisórios básicos são definidos pelas

expectativas dos investidores com relação ao desempenho esperado e de seu grau de aversão ao risco, determinando o valor de mercado de um empreendimento imobiliário perante as demais oportunidades de investimento.

2.2 Mecanismos Auxiliares aos Investimentos

Segundo ROCHA LIMA JR (2004), as estruturas de *funding* para empreendimentos imobiliários residenciais em economias evoluídas se apóiam em altas doses de financiamento para a produção e encerram seu ciclo de produção com o encaixe integral do preço, apoiado por um sistema de financiamento para a aquisição da habitação. No Brasil, o baixo volume de oferta de financiamentos tanto para produção quanto para aquisição causa um descasamento entre a capacidade de produzir dos empreendedores e a demanda do mercado.

Para suprir suas deficiências de *funding*, o mercado imobiliário se utiliza muitas vezes de recursos de capital de giro e das receitas de vendas, antecipadamente ao início da produção, e de recursos de investidores parceiros, caracterizados pelo alto custo de oportunidade, que somados à reconhecida forma amadora de suas análises, aumenta significativamente a idéia do risco do investimento. Não somente é latente a necessidade de suporte de financiamento para a produção, como também se conclui que a margem competitiva praticada não suporta os riscos de mercado, validando-se somente mediante financiamentos para a aquisição dos imóveis.

Pelos exemplos já citados na introdução deste trabalho, certamente há evidências de que o mercado financeiro está contribuindo para o aumento de oferta de financiamento para a comercialização. Assim sendo, uma vez que parte da equação de *funding* esteja resolvida, cabe

aos empreendedores procurar por alternativas de suporte à produção. Os instrumentos de investimento que venham suprir este desequilíbrio encontram espaço no mercado de capitais.

Estes instrumentos de investimento se consolidaram através de uma série de medidas nos últimos anos, criando as bases para que produtos financeiros beneficiem o mercado imobiliário. A Lei nº 8.668 criada em junho de 1993, que dispõe sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII), possibilitou o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários, ou de base imobiliária. Outros instrumentos importantes foram introduzidos através da Lei nº 9.514 que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário em novembro de 1997, o regime de alienação fiduciária, os certificados de recebíveis imobiliários e a securitização de créditos imobiliários. Posteriormente, a Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, dispôs sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias.

O patrimônio de afetação separa os ativos da construtora/incorporadora do patrimônio de cada empreendimento, que passou a ter a sua própria contabilidade, o que confere maior segurança aos adquirentes quanto à destinação dos recursos aplicados na obra. Esta medida, segundo BUSTANI (2005), evita antigas situações, quando empresas em situação de dificuldade econômica desviavam recursos de um novo empreendimento para um anterior, e assim sucessivamente, formando um ciclo vicioso. BUSTANI (2005) coloca que “com a nova regra, todas as dívidas, de natureza tributária, trabalhista e junto a instituições financeiras, ficam restritas ao empreendimento em construção, não tendo qualquer relação com outros compromissos e dívidas assumidas pela empresa. Desta forma, na hipótese de ocorrer falência da empresa construtora/incorporadora, os compradores poderão dar continuidade à obra, contratando outra

empresa no lugar da falida, configurando o objetivo de garantir a entrega do imóvel comprado na planta. Estas mudanças trouxeram maior segurança aos contratos de financiamento nas vendas de unidades a serem implantadas ou em construção, resultando na diminuição dos juros, diretamente ligados ao risco da transação".

A alienação fiduciária consiste na transferência da propriedade e da posse do bem financiado, feita pelo devedor ao credor, como garantia do débito, até que o pagamento da dívida seja integralmente efetuado. Este mecanismo, que trouxe mais segurança ao financiador, permite retomar o bem em caso de inadimplência em menor espaço de tempo.

Outro importante passo foi a criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que estabeleceu os parâmetros para a securitização de recebíveis de créditos imobiliários, ou seja, a antecipação da dívida assumida pelo comprador do imóvel. De acordo com a Lei nº 9.514, os Certificados de Recebíveis Imobiliários são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários, fluxo de pagamentos de prestações de aquisição de bens imóveis, ou de aluguéis, emitidos por empresas securitizadoras. Podem ser emitidos nas formas simples ou com regime fiduciário, sendo que esta implica em constituição de patrimônio separado, administrado pela companhia securitizadora. Esta medida possibilita antecipação de fluxos de recebíveis dos empreendimentos imobiliários, proporcionando maior liquidez e flexibilidade aos empreendedores. Há, portanto, segundo ROCHA LIMA JR (2004) uma maior eficiência no processo de recebimento do preço, embora não haja alteração dos riscos, pois o empreendedor continua com a administração do risco de inadimplência.

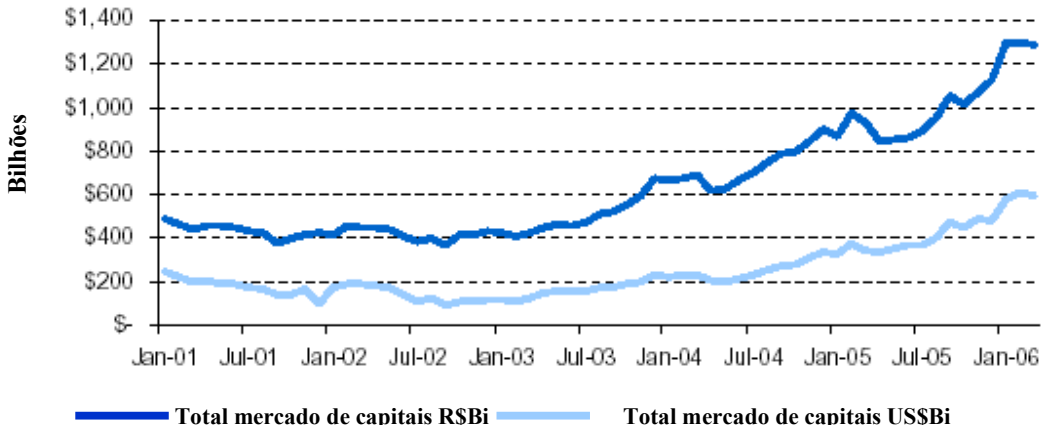
A utilização da Sociedade de Propósito Específico (SPE) também tem se mostrado uma ferramenta importante na configuração de empreendimentos imobiliários. Segundo a Bovespa (2006), trata-se de uma sociedade auxiliar, mero instrumento de sua controladora, constituída para prestar um serviço específico, cumprir a etapa de um projeto, ou desenvolver um projeto para a controladora. Cumprido seu propósito, seu destino é a liquidação. Também pode ser uma empresa formada com o objetivo único de transformar os recebíveis em títulos securitizados. A SPE segrega quaisquer outras contas do ativo e passivo em favor deste propósito exclusivo. Seus objetivos são, entre outros: (i) dar liquidez aos recebíveis imobiliários; (ii) viabilizar novas incorporações; (iii) diluir riscos; (iv) padronizar os créditos e recebíveis imobiliários; (v) estruturar lançamentos de títulos; e (vi) apurar a classificação de risco dos lastros (*rating*).

2.3 Investimentos de Longo Prazo no Mercado de Capitais

Nos últimos dois anos, o mercado de capitais brasileiro assistiu a um importante aumento na sua atividade, com preços atingindo novos recordes e grandes empresas de *private equity* dando saída a muitos investimentos via ofertas públicas. O novo capital ofertado (oferta primária) por empresas brasileiras aumentou cerca de 293% de 2003 até abril de 2006.

A expansão do mercado se deu, em parte, por um interesse maior de investidores estrangeiros que visualizaram em economias emergentes a possibilidade de adquirirem ativos a preços atraentes e com grande potencial de crescimento e valorização, sem que houvesse a necessidade de incorrer com riscos elevados. Nesse sentido, houve um aumento da entrada de investimentos na Bolsa de Valores que, conjuntamente com outros fatores, potencializou a valorização das ações de empresas brasileiras de capital aberto, conforme demonstra o gráfico abaixo.

Gráfico 2.1: Evolução do mercado de capitais brasileiro

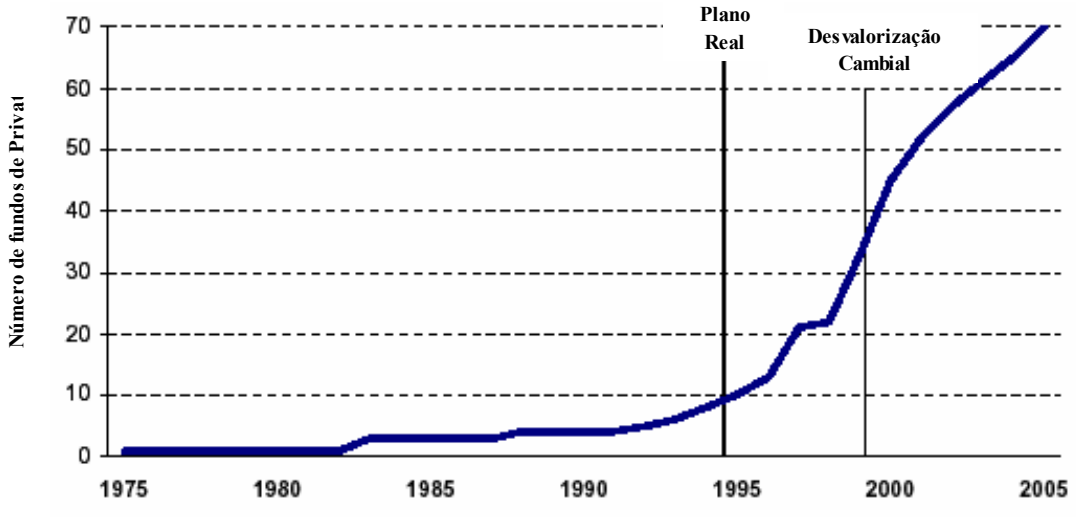


Fonte: FREITAS; PASSONI (2006).

Esse cenário permitiu que médias e grandes empresas com gestão profissional e atuantes em setores da economia com elevada capacidade de expansão e reorganização por meio de fusões e aquisições fossem impelidas a abrir o seu capital por meio de oferta de ações (primárias e/ou secundárias), denominadas de IPOs. É neste contexto que os fundos de *private equity* encontraram uma oportunidade de realizar a liquidação, mesmo que parcial, de seus investimentos em empresas dos mais diferentes setores.

O primeiro fundo brasileiro de *private equity* foi criado em 1975. Vinte anos mais tarde, somente 10 fundos operavam no país. Após a estabilização econômica precedida da implementação do plano Real em 1994, novos agentes entraram no mercado.

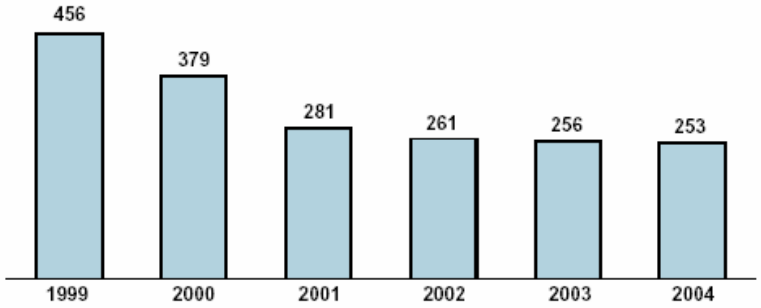
Gráfico 2.2: Evolução de empresas de *private equity* operando no Brasil



Fonte: FREITAS; PASSONI apud RIBEIRO 2006

De acordo com a Associação Americana de Mercados Emergentes de *Private Equity* (EMPEA), existem atualmente 70 fundos, demonstrado no gráfico acima, sendo a grande maioria de pequeno porte, cujo capital combinado soma apenas US$ 5 bilhões. Nos países com elevada disponibilidade de fundos de *private equity* (FPE), o montante anualmente equivale a 1% do PIB. Muito embora o total de investimentos registrados em 2004 tenha representado cerca de 0,4% do PIB, a penetração de PE brasileiros ainda é muito baixa perante países desenvolvidos.

Gráfico 2.3: Capital anual total investido no Brasil em fundos de *private equity*

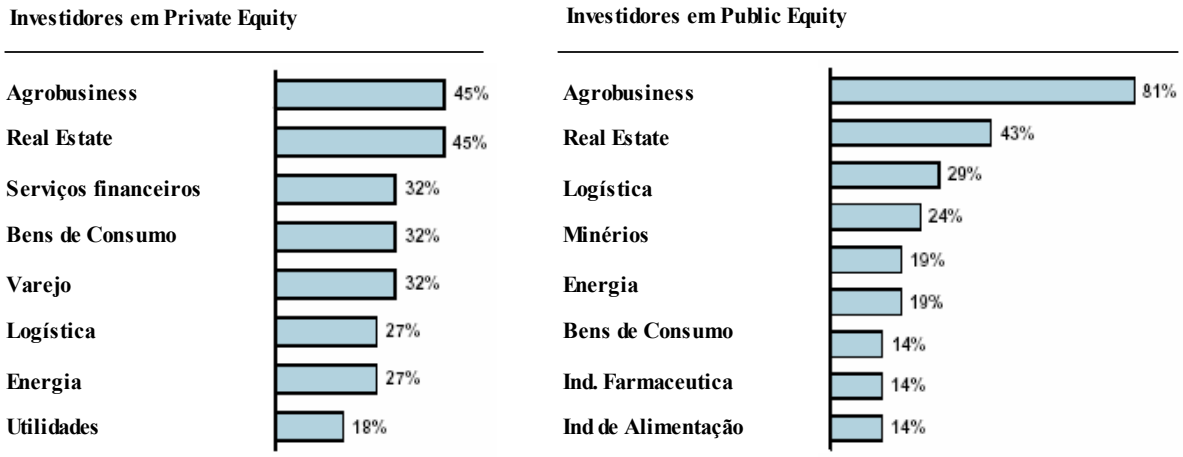


Fonte: RIBEIRO, 2006

Das 265 empresas analisadas por RIBEIRO (2005) em dezembro de 2004, o setor de construção civil e imóveis atraiu somente 3% dos investimentos em PE, dos quais apenas duas empresas estavam relacionadas a empreendimentos imobiliários. Uma delas é a Gafisa S.A., tradicional empresa com 50 anos no mercado imobiliário brasileiro, com participação de aproximadamente 82% pelas empresas GP Investimentos S.A. e pela Equity International, no final do ano de 2005.

No entanto, de acordo com a pesquisa realizada por FREITAS e PASSONI (2006), o *Agrobusiness* e o *Real Estate* foram identificados como os setores em que se esperam a maioria das oportunidades de PE, tanto para investimentos públicos como privados, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 2.4: Expectativa de oportunidades por setores (% de respostas em pesquisa)



Fonte: FREITAS; PASSONI, 2006.

O mercado de capital apresenta uma grande diversidade de investimentos. Os seus diversos mecanismos tendem a se estruturar de acordo com as diferentes necessidades das empresas, à medida que estas percorrem os estágios de desenvolvimento da cadeia de inovação. Essa

estrutura reflete, por um lado, o ciclo de vida da empresa – da fundação à maturidade – e, por outro, as necessidades de capital, de acordo com o seu estágio de desenvolvimento.

As novas empresas normalmente apresentam baixos volumes de investimento para suas operações, mas na maioria dos casos apresentam riscos maiores em função do grau de incertezas e pelo fato do mercado ainda ter testado seus produtos ou serviços. Por estes motivos, estes investimentos possuem uma liquidez menor, já que necessitam um longo período de aplicação até que a empresa desenvolva seu potencial a ponto de retornar o lucro do capital, que, caso realizado, tende a ocorrer em excelentes patamares. Este tipo de investimento é denominado *Venture Capital* ou capital de risco, e consiste no investimento temporário em empresas com grande potencial de crescimento, por meio de participação direta no seu capital social, sendo muito comuns nas empresas de tecnologia e internet.

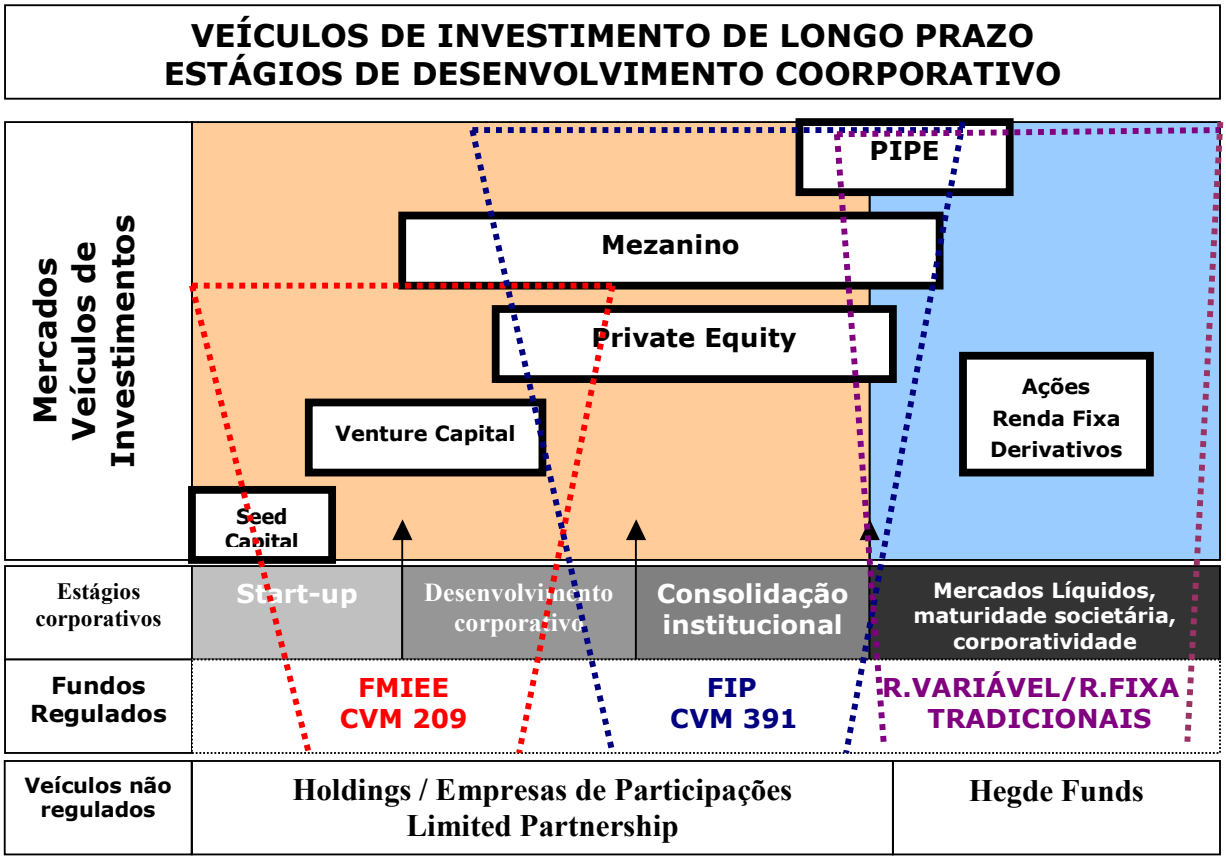
Quando mais desenvolvidas, as empresas requerem um nível de investimento mais elevado, possuindo um histórico de operações e experiência no mercado, suficientes para garantir operações de menor risco para os investidores, com retornos menores, porém em prazos mais curtos, caracterizando mais liquidez aos investimentos. O *private equity* caracteriza um veículo de investimento para empresas que já se encontram em um estágio mais avançado, estabelecidas ou em estágio de desenvolvimento.

Segundo TITERICTZ (2003), os termos *venture capital* e *private equity* são comumente utilizados como conceitos genéricos, referindo-se a investimentos em participações acionárias em empresas fechadas, independentemente do estágio de desenvolvimento em que se encontre a empresa. No entanto, é consenso na utilização da terminologia para investimentos em empresas:

venture capital para empresas em fase embrionária e *private equity* para empresas estabelecidas ou em expansão.

A figura abaixo demonstra as diversas fases de desenvolvimento de uma empresa, ou seus estágios corporativos, assim como os veículos de investimentos correspondentes. A empresa, a partir do *start-up*, passa por um processo de desenvolvimento, um período de consolidação, para então, atingir uma maturidade corporativa e societária. São caracterizados como instrumentos de investimentos: *seed capital*, *venture capital*, *private equity*, mezanino, *private investments in public equity* (PIPE) e o mercado de ações, renda fixa e derivativos.

Figura 2.1: Veículos de investimento de longo prazo e estágios de desenvolvimento corporativo.



Fonte: GONÇALVES, 2006

Os investimentos de *Seed Capital* destinam-se às empresas em processo de organização, geralmente em pesquisa ou desenvolvimento de plano de negócio. Após minimamente estruturadas e com os objetivos estabelecidos, o investimento assume o formato de *Venture Capital*.

Como exemplo de fundos regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), instrução CVM n° 209, correspondem aos veículos *Seed capital*, *venture capital* e parte da etapa de formação dos *private*

equities. Os Fundos de Investimentos em Participação (FIP), através da instrução CVM n° 391, caso específico deste trabalho, abrange os veículos de investimentos private equity, mezanino e PIPE, demonstrados na figura acima.

O mezanino, segundo GONÇALVES (2006), consiste de valores mobiliários estruturados especificamente para uma situação transitória de uso intensivo de capital, com características combinando elementos de financiamento e elementos de capital (ações, participações, conversíveis e direitos relacionados). Respeitadas suas particularidades, os investimentos em *real estate* estão normalmente representados neste tipo de veículo.

Os PIPE são operações constituídas para administrar a questão crônica da ausência de liquidez de ações de uma empresa em estágio maduro, que requerem desenvolvimento de modelos profissionais de governança. Entende-se por governança corporativa, segunda a Bovespa [2006], "a prática e relacionamento entre acionista e direção de empresa em gestão estratégica e monitoração efetiva da administração com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital".

São veículos não regulados que atuam em todos os estágios de desenvolvimento de empresas, as *holdings* e as *limited partnership* (LP). As holdings, segundo a Bovespa, são empresas que possuem, como atividade principal, participação acionária majoritária em uma ou mais empresas. As LP configuram a participação do investidor na empresa somente como capitalista, visando participação no lucro, mas sem responsabilidade sobre a gestão da mesma.

Os investidores de empresas por meio dos veículos expostos, independente do estágio em que se iniciou o negócio, têm por objetivo principal a realização dos lucros através da revenda de suas participações, ou mecanismos chamado de saída de capital. A habilidade de realizar saídas lucrativas é parte central do planejamento do investimento, cobrindo no mínimo o custo de oportunidade dos recursos empregados. Os tipos e prazos de mecanismos de saída variam de acordo com as características do empreendimento e as especificidades dos mercados em que se atuam. São exemplos de mecanismos de saída a venda estratégica (*trade-sale*), *Initial Public Offering* (IPO), venda secundária para outro investidor, recompra pelo investidor (*buyback*) e liquidação (*write-off*), descritos individualmente abaixo, segundo RIBEIRO (2002), RIBEIRO et al (2005) e RIBEIRO e ALMEIDA (2004).

A venda estratégica ou *trade-sale* caracteriza-se pela compra da totalidade das ações da empresa por um comprador de maior porte, que geralmente atua no mesmo mercado ou em atividade complementar, buscando uma expansão vertical ou horizontal. É comumente utilizada em períodos de maior volatilidade do mercado em questão, em função das vantagens econômicas da transação geradas em uma eventual crise.

Na emissão primária de ações em bolsa de valores ou *Initial Public Offering* (IPO), o investidor capitalista não pode vender suas ações imediatamente após a oferta, até o fim de um período chamado *lock-up period*. Este período visa proteger os interesses dos novos investidores, de forma que o fundo de investimentos terá de manter a administração sobre os ativos da empresa, prezando pelo seu bom desempenho e cotação dos papéis para que possa atingir bom preço de suas ações ao final do período *lock-up*. Geralmente, existe um tamanho mínimo de empresa para IPO, devido aos elevados custos de introdução e manutenção na bolsa de valores. Este

mecanismo, no entanto, gera altos retornos ao investidor. Há casos também em que o investidor mantém estrategicamente o controle sobre a empresa, mesmo após o período *lock-up*, buscando capitalização para diversificação de sua atuação.

A venda para um segundo investidor, ou *secondary sale*, se caracteriza pela venda do fundo para um outro fundo de investimentos ou investidor com as mesmas características. Esta venda diferencia-se do *trade-sale* ocorre quando o prazo legal de determinado fundo está vencendo ou quando uma estrutura de *venture capital* já não agrega mais ao negócio, comprado então por um fundo de *private equity*.

O *buyback* consiste na recompra pelo empreendedor, empresa ou gestores da empresa da participação detida (*management buy-out* - MBO). Essas transações são raras no Brasil, pois altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida (l*everaged buy-out* - LBO). Esse mecanismo permanece como uma alternativa à liquidação total dos ativos. Mecanismos de opção de compra são normalmente contemplados nos contratos entre o empreendedor e o investidor.

A liquidação ou *write-off* consiste na desconstituição da empresa por razão de insucesso, liquidando-se os ativos e dividindo-os entre credores e acionistas. Existem casos de empresas que, apesar de ainda economicamente viáveis, não são mais interessantes do ponto de vista do *venture capital*, pois não apresentam um alto potencial de crescimento.

Os fundos de investimento em participações apresentam características singulares se comparados aos fundos de ações. Os fundos de ações apresentam relação risco-retorno na média do mercado (índice de Bolsa) enquanto que alguns FIPs posicionam-se acima da média. Os investimentos dos

FIPs oferecem baixa liquidez com investimento a longo prazo, com controle ou participação significativas e uma gestão ativa na gestão investida. Já os fundos de ações oferecem liquidez diária, participações minoritárias e um papel passivo na gestão da empresa investida.

O caso dos Fundos de Investimentos em Participação, no entanto, especificamente em Real Estate, traz um entendimento diferente para o *private equity*, principalmente no que tange os mecanismos de saída. Os investimentos na estruturação dos FIPs não são efetuados na companhia propriamente dita, mas nos empreendimentos imobiliários por ela arquitetados, constituídos por SPE. O empreendedor possui experiência e *know-how* adequados e desenvolvidos, mas buscam capitalização para sustentar seus investimentos em novos empreendimentos imobiliários. Esta alavancagem se dá no ambiente do empreendimento, que assume uma figura jurídica com início, meio e fim. Ou seja, a liquidação do empreendimento imobiliário e conseqüente realização dos lucros dos investimentos se dá pela venda das unidades imobiliárias, execução das obras, entrega das unidades e recebimento integral das parcelas do preço.

2.4 Fundos de Investimentos em Participação

O FIP apresenta uma estruturação bastante flexível, uma vez que permite que grande parte das regras para seu funcionamento seja estipulada no próprio regulamento do fundo, tais como patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização, prazo do fundo, etc.

Conforme instrução CVM nº 302/99 o FIP pode adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários. Porém, não é permitido operar com derivativos ou investir

seus recursos no exterior, nem tampouco em imóveis. O investimento mínimo por cotista é estabelecido no regulamento, cujas cotas poderão ser adquiridas por pessoas físicas ou jurídicas definidas pela CVM como INVESTIDORES QUALIFICADOS: (i) instituições financeiras; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência privada; (iv) pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R$ 5.000.000; (v) investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R$ 250.000; (vi) fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a INVESTIDORES QUALIFICADOS; ou (vii) pessoas físicas com patrimônio superior a R$ 5.000.000 comprovados através da declaração de bens apresentada por ocasião da última declaração de imposto de renda.

A criação da legislação que regulamentou o FIP abriu um canal para alocação no segmento de *private equity* de parte da poupança popular acumulada nas entidades abertas e fechadas de previdência privada (fundos de pensão), que já previam por antecipação sua aplicação em FIPs, quando viessem a ser regulamentados pela CVM.

Os aportes de capital no FIP pelos cotistas podem ser efetivados por meio de um compromisso, pelo qual os investidores ficam obrigados a integralizar determinado valor no fundo, na medida em que o administrador do FIP faça chamadas, de acordo com os prazos e procedimentos pré-estabelecidos no regulamento. Como distinção dos demais fundos existentes, a instrução exige que o FIP participe na definição da política de estratégia e na gestão das companhias investidas, através da indicação de membros do conselho de administração. Para tanto, o fundo pode deter ações que integrem o respectivo bloco de controle, celebrar acordo entre os acionistas ou ajuste

diverso que assegure sua influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia investida.

O registro é concedido automaticamente mediante a apresentação à CVM da documentação pertinente, tais como: ato de constituição, regulamento, compromisso de investimento, materiais de divulgação, entre outros. O FIP adota a forma de um condomínio fechado, com prazo de duração definido.

O administrador do fundo deve ser pessoa jurídica autorizada pela CVM e pode acumular a função de gestor. Pode contratar terceiro igualmente habilitado para tal fim, além de contar com comitês e conselhos de forma a aprimorar o processo decisório. O administrador possui responsabilidade por todas as atividades do FIP, tais como receber dividendos das companhias investidas, elaborar demonstrações contábeis e relatórios, firmar acordo de acionistas das sociedades de que o fundo participe, fornecer informações aos cotistas, entre outras, cumprindo as disposições do regulamento e as deliberações da assembléia geral de cotistas. O administrador pode estipular no regulamento taxas de ingresso, de saída, de administração e/ou de performance, além de que parte da administração ou performance seja repassada pelo FIP a prestadores de serviços do fundo.

Dentre as responsabilidades do administrador, estão as informações semestrais e anuais das demonstrações contábeis, parecer a respeito das operações e resultados do fundo. Também deve fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou

pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembléia geral ou pelo comitê de investimentos, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões, bem como as atualizações periódicas dos estudos e análises, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento.

A assembléia geral de cotistas tem poderes privativos para deliberar sobre as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador do fundo, alteração do regulamento, destituição do administrador e escolha de substituto, alteração do regulamento, fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo, emissão e distribuição de novas cotas, prorrogação do prazo de duração do fundo, etc.

De acordo com a instrução CVM n° 391, a integralização das cotas do FIP pode ser em moeda corrente ou, caso o FIP esteja investindo em companhias que estejam em processo de recuperação ou estruturação, em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que vinculados à sociedade investida e respaldados em laudo de avaliação. A amortização de cotas, importante ferramenta do FIP, consiste no pagamento aos cotistas de parcela do valor de suas cotas, sem redução de seu número. Ao efetivar um desinvestimento (desmobilização ou liquidação do investimento) de uma das companhias de sua carteira, a amortização permite ao FIP distribuir imediatamente aos cotistas os recursos oriundos da venda, sem a necessidade de esperar até a liquidação do fundo, ou ser obrigado a reinvesti-los em outras companhias da carteira. A instrução proíbe os cotistas de resgatarem suas cotas. No entanto, os cotistas podem a qualquer momento deliberar a liquidação do fundo, desde que aprovada por maioria em assembléia geral.

Em 27 de abril de 2004, a CVM emitiu a instrução n° 406, dispondo sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento. Segundo a CVM, são considerados como organismos de fomento os organismos multilaterais, agências de fomento ou bancos de desenvolvimento que possuam recursos provenientes de contribuições e cotas integralizadas majoritariamente com recursos orçamentários de um único ou diversos governos, e cujo controle seja governamental ou multi-governamental. Tais empréstimos são limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos do fundo. Por esta Instrução, os fundos de investimento em participação regulados pela Instrução CVM n° 391/2003, que obtenham apoio financeiro direto destes organismos estão autorizados a emitir cotas de diferentes classes, atribuindo direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, a serem estabelecidos no regulamento do fundo.

O FIP é isento de pagamento de imposto de renda sobre ganhos auferidos na alienação dos valores mobiliários de sua carteira. Portanto, em todo o ciclo do investimento, somente haverá tributação quando o cotista tiver suas cotas amortizadas, ou quando forem liquidadas pelo encerramento do fundo, à atual alíquota de 20% sobre o ganho de capital auferido pelo cotista. Caso o cotista seja pessoa jurídica, os ganhos relativos às cotas do FIP estarão sujeitos à tributação de IRPJ, CSLL, PIS e COFINS.

A grande maioria dos FIPs tem o objetivo de obter ganhos de capital através da valorização dos ativos que compõem a sua carteira e pelo recebimento de rendimento de suas aplicações, investindo em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários de

companhias abertas e/ou fechadas, preferencialmente com ações negociadas em bolsa. Alguns deles impõem restrições como atividade da(s) companhia(s) investida(s) ou regiões geográficas. Dentre os FIP que não estão focados no mercado imobiliário, destacam-se outros ramos de investimento como: energia, infra-estrutura, aviação e outras atividades industriais. Os patrimônios dos fundos variam de acordo com o tipo e prazo de investimento, desde 4 milhões até 1 bilhão de reais, com prazos máximos de 4 a 40 anos. A tabela abaixo apresenta os fundos de investimento em participação com registro na CVM em 24 de junho de 2006, nos diversos ramos de atuação, inclusive no mercado imobiliário.

Tabela 2.1: FIPs com registro na CVM em 24.06.2006

- AG ANGRA INFRA-ESTRUTURA FIP
- BRASIL PRIVATE EQUITY FIP
- CR2 REALTY FIP
- CRT FIP
- DIBRA – FIP
- DYNAMO PUMA II FIP
- ENERGIA PCH FIP
- ENERGIA SAO PAULO FIP
- FIP ASAS
- FIP BANIF PRIMUS INFRA-ESTRUTURA
- FIP BANIF PRIMUS REAL ESTATE
- FIP BCSUL VERAX 5 PLATINUM
- FIP BCSUL VERAX EQUITY 1
- FIP BRASIL ENERGIA
- FIP BRB – CORUMBÁ
- FIP GOVERNANCA E GESTAO
- FIP PACTUAL DESENVOLVIMENTO E GESTAO I (PDG)
- FIP TOPHILL
- FUNDO BRASCAN DE PETROLEO, GAS E ENERGIA – FIP
- FUNDO DE EDUCAÇÃO PARA O BRASIL – FIP
- GP DESENVOLVIMENTO FIP
- HG REALTY BC FIP
- HG REALTY BC II FIP
- HSBC FIP REAL ESTATE
- INFRABRASIL FIP
- KLABIN SEGALL FIP
- MERCATTO INVEX FIP
- METODO FIP
- NOVARUM FIP
- PÁTRIA REAL ESTATE FIP
- PROSPERITAS I - FIP
- RB SERVIÇOS FINANCEIROS FIP
- TRAVESSIA FIP
- VARIG FIP - CONTROLE

Fonte: CVM [2006]

2.5 Fundos de Investimento em Participações do Mercado Imobiliário

Segundo a CVM [2006], são FIPs que atuam especificamente no mercado imobiliário: CR2 Realty, Banif Primus Real Estate, GP Desenvolvimento, HG REALTY BC I, HG REALTY BC II, Klabin Segall FIP, Pátria Real Estate e Prosperitas I.

2.5.1 CR2 Realty FIP

O CR2 Realty foi emitido em 19/12/2005. Seu administrador é o Banco CR2, que já conta com uma série de Fundos de Investimentos Imobiliários desenvolvidos. O fundo visa o desenvolvimento e/ou a incorporação e/ou o investimento e/ou o financiamento de empreendimentos imobiliários de qualquer natureza, bem como a aquisição de imóveis de qualquer natureza destinados à venda.

O patrimônio mínimo inicial é de R$ 50 milhões, sendo que poderá aplicar até 100% de seus recursos em uma única Companhia. O Fundo terá prazo de duração sete anos, sendo quatro anos destinados a investimentos e três anos para desinvestimentos. O valor mínimo de aplicação inicial de recursos no Fundo, por investidor, será de R$ 1 milhão.

O fundo cobra uma Taxa de Administração de 2% ao ano, incidente sobre o patrimônio líquido do Fundo apurado e provisionado diariamente, por dia útil, devendo ser paga mensalmente. Existe ainda a Taxa de Performance, correspondente a 20% do valor efetivamente distribuído aos

Cotistas, que excederem o capital total integralizado, antes da dedução dos valores devidos a título de Imposto de Renda e da própria Taxa de Performance.

O valor efetivamente distribuído aos Cotistas, bem como o capital total integralizado serão corrigidos pela variação do Índice Geral de Preço de Mercado (IGP-M), apurado e divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, acrescido de um custo de oportunidade de 8,5% ao ano até a data da cobrança da Taxa de Performance. De acordo com VALOR ECONÔMICO [2006], o fundo captou, até fevereiro de 2006, R$ 61 milhões e estuda investimentos em projetos de São Paulo, Rio de Janeiro e Salvador.

2.5.2 Banif Primus Real Estate

O FIP Banif Primus visa investimentos em incorporadores com histórico de sucesso, em grandes centros urbanos, marca forte no mercado e potencial IPO via aumento de Volume Geral de Vendas (VGV). Participa nas SPEs de empreendimentos de incorporação residencial com rentabilidade esperada de pelo menos 25% ao ano acima do IGP-M, prazo de maturação médio de 30 meses e VGV a partir de R$ 18 milhões.

O fundo foi constituído em 26/09/2005 patrimônio líquido de R$ 50 milhões, com um prazo de 7 anos, sendo 2 anos para o investimento. O investimento mínimo é de R$ 100 mil. A Taxa de Administração foi fixada em 2% ao ano sobre o patrimônio líquido do Fundo e a Taxa de Performance é de 20% sobre o retorno que exceder IGP-M mais 10%.

O fundo investiu, até dezembro de 2005, 99,99% da participação na SPE Panorama Vila Nova S.A., que tem por objetivo promover e administrar o empreendimento imobiliário de retrofit do imóvel localizado na Rua Jacques Félix, 66 – Vila Nova Conceição, para posterior alienação e utilização para fins residenciais tipo multi-familiar.

2.5.3 GP Desenvolvimento FIP

O GP Desenvolvimento FIP foi constituído pela então GP Investimentos Imobiliários, atual Prosperitas Investimentos S.A. O fundo tem por objetivo investir em companhias, que exerçam atividades relacionadas ao setor imobiliário em geral, tais como, atividades de incorporação imobiliária, administração imobiliária, corretagem imobiliária, securitização de créditos imobiliários e construção residencial, e que desenvolvam, direta ou indiretamente, empreendimentos imobiliários residenciais destinados à venda, preferencialmente, em parceria com outras sociedades incorporadoras, construtoras e agentes que atuem no mercado imobiliário. O fundo deve investir entre 3 e 5 empreendimentos de incorporação residencial, com rentabilidade mínima de 25% ao ano acima do IGP-M, com maturação média de 30 meses, VGV acima de R$ 10 milhões e limite de dois projetos por incorporador.

O patrimônio líquido do fundo é de até R$ 50 milhões, com prazo de 5 anos, sendo 2 anos para os investimentos. O investimento mínimo é de R$ 260 mil. A Taxa de Administração é de 2% ao ano sobre o patrimônio líquido do fundo e a Taxa de Performance de 20% sobre o retorno que exceder IGP-M mais 10%.

No período compreendido entre 31/12/2004 e 30/12/2005, o fundo realizou investimentos em empreendimentos de São Paulo, Edge no bairro de Vila Olímpia e Boulevard nos Jardins. Em 2006, o fundo realizará investimentos nas empresas Las Brisas Incorporação SPE S.A. e Prudente Incorporadora SPE S.A, as quais desenvolverão respectivamente os empreendimentos Las Brisas (localizado no bairro de Alto de Pinheiros) e Presidente Prudente (localizado nos Jardins).

2.5.4 HG REALTY BC I, HG REALTY BC II

O HG Realty BC I, como caso deste trabalho, será detalhado no capítulo seguinte.

O HG Realty BC II foi constituído em 6 de julho de 2005 pela Hedging Griffo Corretora de Valores S.A., por quem também é administrado. O fundo aplica seus recursos em uma carteira de valores mobiliários de emissão das companhias que atuem, direta ou indiretamente, no desenvolvimento de incorporações imobiliárias residenciais.

O valor de emissão do fundo é de R$ 36 milhões, sendo um mínimo de R$ 18 milhões para seu funcionamento, investimento mínimo por cotista de R$ 100 mil. O prazo de duração é de cinco anos, prorrogáveis por mais um ano, dos quais dois anos para a realização dos investimentos. O fundo não pode investir mais de 50% dos seus recursos numa só companhia.

A Taxa de Admnistração é de 2% ao ano sobre o capital aprovado total do fundo. A Taxa de Performance é de 20% sobre a rentabilidade do capital investido que exceder IGP-M mais 6% ao ano. Há também a taxa de performance adicional de 13,33% sobre a rentabilidade do capital investido que exceder IGP-M mais 20% ao ano, que é somada à primeira Taxa de Performance.

2.5.5 Klabin Segall FIP

O Klabin Segall FIP foi constituído em 26 de janeiro de 2006, administrado pela Rio Bravo Investimentos, e no papel de gerenciadora de projetos a Klabin Segall S.A. A emissão foi de R$ 60 milhões, com investimentos mínimos por cotista de R$ 100 mil. O prazo do fundo é de sete anos, dois quais quatro anos dedicados aos investimentos.

O objetivo do fundo é investir em companhias que atuem no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais originados pelo gerenciador de projetos. Segundo o regulamento, as companhias investidas (por meio de SPE) deverão contratar o gerenciador de projetos para administração e gerenciamento da companhia e desenvolvimento de seus empreendimentos imobiliários.

Além dos fatores de risco inerentes a este instrumento de investimento, demonstrados em capítulo posterior, há neste caso em particular, segundo o prospecto, um conflito de interesses. O gerenciador de projetos é ao mesmo tempo responsável pela originação de projetos, pela administração e gerenciamento das companhias investidas, além de ser investidor do fundo. Segundo o regulamento, sua participação mínima como investidor, em função da importância das atribuições, deve ser de 25% das cotas subscritas e integralizadas.

A taxa de administração corresponde a 1% ao ano, calculada sobre o patrimônio líquido do fundo do mês anterior ao de sua apuração. A taxa de performance é de 25% da rentabilidade sobre o capital investido que exceder IGP-M mais 9% ao ano.

2.5.6 Pátria Real Estate FIP

O Pátria Real Estate FIP, ao contrário dos demais FIP, atua em projetos de base imobiliária voltados para o segmento corporativo, propiciando soluções imobiliárias como *built-to-suit*, s*ale lease-back e acquisition/lease. Built-to-suit* se trata da operação onde o empreendedor adquire um imóvel no qual implementa o empreendimento imobiliário, no interesse de outra empresa, que loca o imóvel por um período determinado por meio de contrato de aluguel.

Um caso de investimento deste FIP foi a construção da fábrica de papéis impregnados para a empresa Akzo Nobel no Paraná, no valor de R$ 10 milhões, alugando-a em seguida para a própria Akzo por um período de 10 anos. As operações de *acquisition/lease* consistem na compra de um imóvel visando locação do mesmo, a exemplo da antiga sede do BankBoston, localizado no centro da cidade de São Paulo, firmando em seguida um contrato de ocupação do imóvel com uma empresa do grupo Telefônica por um período de 10 anos. Analogamente, as operações *sale lease-back* consistem na compra de um imóvel de determinada empresa e alugando-o para a mesma, por um período determinado. O fundo adquiriu o imóvel da sede administrativa da empresa Basf, localizado em São Paulo, na Rodovia dos Imigrantes, por R$ 60 milhões, alugando-o em seguida para a própria Basf por um período de 10 anos.

O Pátria Real Estate FIP foi instituído em 28/05/2005, encerrando emissões de cotas totalizando aproximadamente R$ 59 milhões, sendo o valor mínimo de aplicação no fundo de R$ 2,5

milhões. A duração do fundo é de seis anos, sendo três anos o prazo da realização dos investimentos.

A Taxa de Administração é de 0,70% ao ano incidente sobre o patrimônio líquido do Fundo apurado e provisionado diariamente, por dia útil, devendo ser paga mensalmente. Existe uma Taxa de Estruturação de 1%, por evento, sobre os ativos imobiliários da companhia investida (ou desta adquiridas), acrescidos a esta todos os custos incorridos na adequação do imóvel à operação. A Taxa de Performance, devida na amortização total ou parcial das cotas, é calculada conforme tabela progressiva no valor de 10% a 25% sobre o retorno que exceder IGP-M mais 6% ao ano, correspondentes às taxas internas de retorno (TIR) correspondentes de 6% a 20% ao ano, acima do IGP-M.

2.5.7 Prosperitas I - FIP

O fundo, administrado pela Prosperitas Investimentos S.A., foi constituído em 3 de julho de 2006. Assim como o GP Desenvolvimento FIP, deverá realizar em companhias, abertas ou fechadas, que exerçam atividades relacionadas ao setor imobiliário em geral, tais como, atividades de incorporação imobiliária, administração imobiliária, corretagem imobiliária, securitização de créditos imobiliários e construção residencial e que desenvolvam, direta ou indiretamente, empreendimentos imobiliários residenciais destinados à comercialização.

O patrimônio máximo fundo do fundo é de R$600 milhões, devendo alcançar R$ 100 milhões para seu funcionamento. O prazo de funcionamento do fundo é de 8 anos, prorrogáveis por mais um ano, sendo o período de investimento de três anos e seis meses O investimento por cotista é

de R$100 mil. As cotas poderão ser negociadas no mercado secundário como título privado de renda fixa na Bovespa. A Taxa de Administração do fundo é de 1% ao ano sobre o patrimônio líquido do fundo, provisionada diariamente e paga mensalmente. Não há Taxa de Performance.

3 CASO - HG REALTY BC – FIP

3.1 Agentes

O HG REALTY BC Fundo de Investimento em Participações (HGR-FIP) foi estabelecido pela HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A., por quem é administrado. Segundo informações do prospecto de captação de recursos, a gestão da carteira, por delegação de poderes, é administrada pela HEDGING-GRIFFO ASSET MANAGEMENT LTDA. O fundo conta com a consultoria da BRAZILIAN CAPITAL CIA. DE GESTÃO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS, com a função de avaliar e indicar investimentos, acompanhando as atividades das companhias emissoras dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo e avaliando também suas atividades. A instituição custodiante dos ativos da carteira é o BANCO ITAÚ S.A., que também é responsável pela liquidação financeira. O auditor independente atribuído à operação é a ERNST YOUNG AUDITORES INDEPENDENTES. A administradora conta ainda com uma estrutura de assessoria de investimentos, gestão de recursos, corretora de valores (ações e commodities) e assessoria corporate.

O HGR-FIP foi constituído em agosto de 2003 por meio da captação de recursos que totalizaram aproximadamente R$ 30 milhões. Segundo o seu prospecto de emissão, o volume total de recursos financeiros captado foi de R$ 36 milhões, sendo o mínimo exigido para seu funcionamento R$ 18 milhões. O valor das cotas individuais foi de R$ 10.000, de forma que o investimento mínimo fosse de R$ 100.000.

O prazo de duração do HGR-FIP é de cinco anos, prorrogáveis por mais um ano, dos quais o período de aprovação dos investimentos nas companhias é de dois anos a partir da concessão da autorização pela CVM. O período de liquidação dos investimentos é de três anos. O total investido em uma única companhia (SPE) não pode representar mais do que 50% do total de recursos captados pelo FIP.

Dentre uma das disposições da instrução dos FIPs, o regulamento deverá dispor sobre a existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver. Segundo o prospecto, fundo possui um comitê de investimentos composto por cinco membros, sendo dois indicados pela consultoria, um pela gestora e dois pelos cotistas, estes últimos eleitos em assembléia geral. A concentração de investimentos não poderá exceder 50% dos recursos do fundo em uma mesma companhia.

3.2 Taxas

A administração do fundo é remunerada por uma taxa de 2% ao ano, incidente sobre o capital aprovado do fundo, calculado e provisionado diariamente e pagos mensalmente. A taxa de performance remunera a administração em 20% da rentabilidade do capital investido que exceder IGPM + 6% ao ano. Além disso, há também a taxa de performance adicional, que paga 13,3% da rentabilidade do capital investido que exceder IGP-M + 20% ao ano, sendo esta somada à taxa de performance. As taxas de performance são calculadas sobre o fluxo consolidado dos projetos do fundo. Os recursos são provisionados quando atingidas as rentabilidades-alvo descritas. Na prática, a taxa é paga efetivamente somente nos retornos do último projeto investido, após garantia de que não haverá alterações negativas na rentabilidade do fluxo consolidado.

3.3 Carteira e Decisão de Investimentos

O fundo aplica seus recursos em uma carteira de valores mobiliários de emissão de companhias que atuem, direta ou indiretamente, no desenvolvimento de incorporações imobiliárias residenciais (VM-DIIR). O fundo pode adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Todos os investimentos do fundo são aprovados e deliberados pelo comitê de investimentos, cujas decisões são tomadas por maioria simples. Os representantes dos investidores são os primeiros a votar, porém os membros representantes do gestor e da consultoria possuem poder do veto. Todos os recursos que não estiverem alocados no portifólio são investidos na aquisição de títulos de renda fixa escolhidos livremente pela gestora, os quais podem ser administrados ou geridos pelo administrador. As saídas dos recursos da aplicação da renda fixa só são permitidas para pagamento de taxas de administração, ou de performance, de custos administrativos do fundo ou investimentos nos valores imobiliários citados (VM-DIIR).

3.4 Aprovação dos investimentos

A aprovação de novos negócios atende determinados critérios, como informações gerais dos projetos, análise da adequação às premissas preferenciais do HGR-FIP, análise da confiabilidade

do incorporador a ser contratado, estrutura do capital do investimento proposto, análise financeira e de retorno do investimento proposto.

Segundo o prospecto, os projetos devem esclarecer sua descrição comercial, localização, características e valor do terreno, valor geral de vendas, preço médio e condições de vendas, projeto de incorporação, períodos de lançamento e construção, valor de construção e despesas comerciais. A análise quantitativa e qualitativa destas informações são validadas por pesquisa de mercado. É analisado o histórico do empreendimento imobiliário do incorporador/construtor, bem como sua situação financeira do momento. É determinada também a expectativa de vendas mínimas para cada projeto, bem como fixado capital mínimo do incorporador, capital máximo do fundo e desembolso previsto em função dos cenários de venda. A análise financeira e econômica do empreendimento determina e valida os indicadores de qualidade do mesmo, como exposição máxima, *payback*, taxas de retorno, entre outros, bem como as projeções de fluxo de caixa.

A análise e aprovação ainda seguem etapas de triagem, aprovação preliminar, aprovação final e *closing* (formalização da aprovação). A triagem utiliza basicamente as informações do empreendedor e a experiência do analista, verificando se o empreendimento atende aos requisitos básicos do fundo. O empreendedor deve fornecer as seguintes informações preliminares:

- Dados genéricos – descrição e localização do empreendimento, Valor Geral de Vendas (VGV), número de torres e pavimentos por torre, número de unidades e tipos de unidades, faixa de renda do público-alvo, data de lançamento e material publicitário;
- Vendas – período de lançamentos, valores médios de venda à vista e a prazo, cronograma e tabela de vendas, juros sobre vendas (durante as obras e pós-chaves);

- Despesas comerciais – gastos com publicidade, corretagem, lançamento e vendas;
- Incorporação – descrição do estágio atual de incorporação do empreendimento e status do registro de incorporação, valores e cronograma dos custos de incorporação e projetos do empreendimento;
- Outras despesas de desenvolvimento – cronograma de desembolso de comissões de desenvolvimento do projeto e demais custos de desenvolvimento;
- Construção – área total construída, custo e data-base do orçamento, cronograma físico-financeiro, status da aprovação do projeto e pendências para aprovação final;
- Terreno – área, valor e cronograma de aquisição, permutas em área construída ou financeira;
- Outras informações – demonstração do resultado do empreendimento, fluxo de caixa, regime tributário, resumo das despesas incorridas, taxa interna de retorno e exposição máxima de capital.

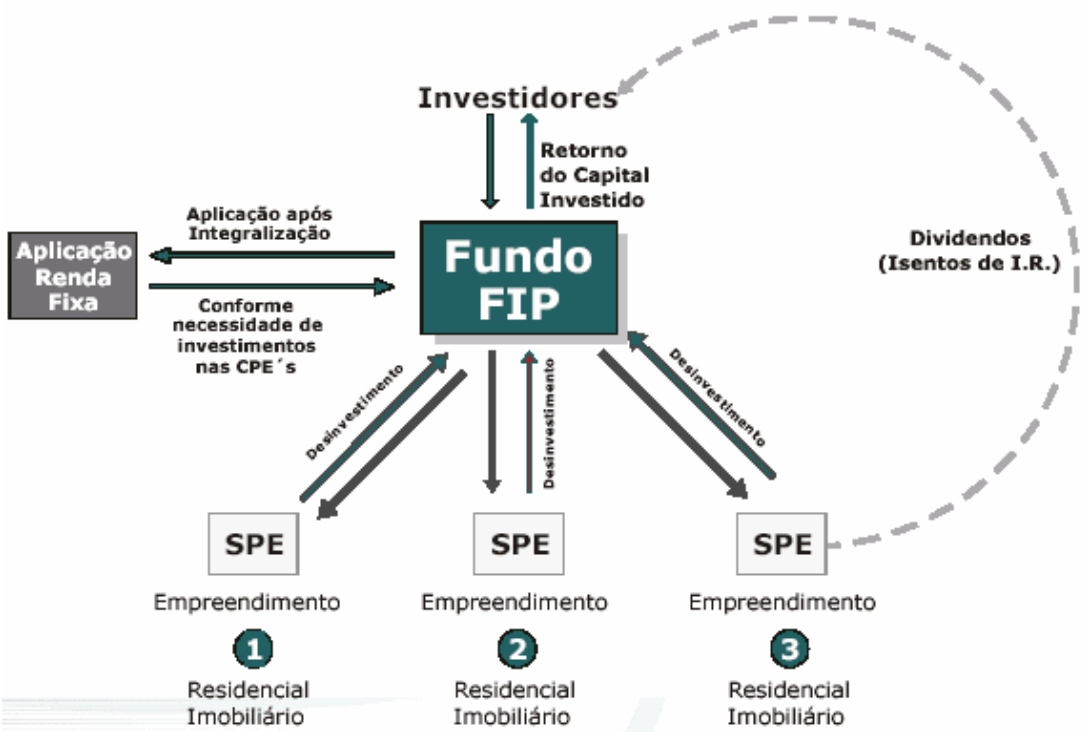
A aprovação preliminar por analista de Real Estate verifica mais a fundo as informações fornecidas pelo incorporador, ajustando ou negociando qualquer inconformidade, comprova as premissas para investimentos do fundo, verifica a análise da qualidade dos investimentos elaborada pelo incorporador e finaliza a estrutura de capital, inclusive a análise financeira e econômica. A aprovação final pelo comitê de investimentos verifica os resultados da aprovação preliminar através de pesquisas de mercado. O *closing* se dá através de *due diligence,* ou seja, última análise que verifica a consistência jurídica, imobiliária e econômica, bem como faz auditoria ambiental e laudo de avaliação do terreno e da obra.

3.5 Estrutura do Fundo

De acordo com o regulamento, o fundo investe preferencialmente em companhias que desenvolvam projetos residenciais localizados nas regiões metropolitanas de São Paulo e Rio de Janeiro, de valor geral de vendas de até R$ 50 milhões. A expectativa da taxa de retorno sobre o capital investido é de aproximadamente 20% acima da inflação (IGP-M) apurada no prazo de aprovação de investimentos, sem qualquer garantia da gestora ou administradora que estas projeções serão alcançadas. Tais premissas para escolha dos projetos são preferenciais, podendo ser modificadas para determinado projeto, se o comitê de investimentos assim entender .

Os empreendimentos são estruturados juridicamente por meio de Sociedade de Propósito Específico (SPE), na qual são efetuados todos os investimentos do fundo. Segundo o regulamento, o fundo deve ser sócio majoritário da SPE, que deve contar como únicos sócios os próprios incorporadores do empreendimento. O fundo é controlador da SPE, tendo direito a voto nas decisões mais importantes da SPE, ou através de acordo de acionistas usualmente celebrado. Ou seja, os investimentos se dão pela aquisição de participações acionárias em empresas que desenvolvem os projetos (SPEs), onde o fundo participa compartilhando a gestão do negócio junto com incorporadores, especificamente no que diz respeito à gestão financeira. O fundo passa a possuir os direitos sobre o terreno do empreendimento. A figura abaixo demonstra o fluxo de capital no FIP.

Figura 3.1: fluxo de investimento e desinvestimento do HG REALTY BC FIP



Fonte: HEDGING GRIFFO, 2004

Os recursos não alocados nas incorporações são aplicados em renda fixa (HG Premium DI) até que haja necessidade de aporte nos projetos. Os dividendos das incorporações e retorno de capital, após período de investimento, são entregues diretamente aos cotistas. Qualquer investimento está condicionado ao mínimo de 30% das vendas do projeto, em um prazo máximo de 6 meses a partir do lançamento no mercado. Até que estas premissas sejam atingidas, o incorporador arcará com todos os custos e despesas do empreendimento.

3.6 Informações aos Cotistas

A consultoria é responsável por elaborar e encaminhar semestralmente aos cotistas relatórios detalhados dos investimentos do fundo, contemplando: a composição da carteira, demonstrações

contábeis do fundo, encargos debitados ao fundo, movimentação da carteira, balanços e demonstrações financeiras anuais das empresas emissoras dos valores mobiliários constantes da carteira do fundo e a relação das instituições encarregadas da prestação de serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira. Anualmente serão informados: as demonstrações contábeis do fundo, valor patrimonial da cota, encargos debitados ao fundo, movimentações no período, balanços e demonstrações financeiras das empresas emissoras dos valores mobiliários, com parecer do auditor independente, saldo do cotista, número de cotas e valor.

3.7 Portifólio de Investimentos

Os empreendimentos podem ser incluídos no fundo a qualquer momento do período de aprovação de investimentos, seja durante a captação do mesmo ou posteriormente esta etapa. No caso específico do HGR-FIP, foram iniciadas as operações com dois empreendimentos: Bella Carolina e Canto da Natureza.

Os empreendimentos aprovados somavam um volume geral de vendas de R$ 165,5 milhões, sendo que a participação do fundo varia de acordo com cada projeto. A data prevista de entrega do último empreendimento deverá ser em novembro de 2007. A tabela abaixo apresenta um resumo dos empreendimentos e empreendedores, bem como a participação do fundo e volume aprovado.

Tabela 3.1: Descrição dos empreendimentos participantes no HG REALTY BC FIP

Nome Empreendimento	Chácara Santa Cruz	Bella Carolina	Canto da Natureza	Saint Claire Residences	Window
Incorporador	Rossi Residencial	Rossi Residencial	Concima	W3 Engenharia	Even
Localização	Saúde - São Paulo	Rio de Janeiro - Méier	Jundiaí	Bairro Peixoto - RJ	Pinheiros - São Paulo
Tipo de Empreendimento	3 torres - 312 unidades	2 torres - 116 aptos	Residencial - 144 casas	1 torre - 32 unidades	1 torre - 125 unidades
Tamanho da Unidades	3 e 4 dorms com 93 e 120 m2	2 e 3 dorms com 60, 72 e 149 m2	3 e 4 dorms com 82 e 164 m2	2 dorms com 90, 100 e 140 m2	3 dorms com 85 e 163 m2
Volume Geral de Vendas	R$ 74,5 milhões	R$ 22,5 milhões	R$ 19 milhões	R$ 14 milhões	R$ 35,5 milhões
Terreno	7.625 m2	3.785 m2	33.000 m2	1.080 m2	3.480 m2
Participação do Fundo	15,77% receita bruta	65%	69%	70%	50%
Volume Aprovado	R$ 6,5 milhões	R$ 6,2 milhões	R$ 7,5 milhões	R$ 4,3 milhões	R$ 3,8 milhões
Previsão de Entrega	abr/06	abr/06	nov/07	mar/06	jul/07

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Os dados a respeito do fundo fazem parte de material publicado pela administradora, divulgado em sua página na internet www.griffo.com.br.

A tabela abaixo apresenta algumas informações consolidadas dos empreendimentos, como vendas, obras, VGV, exposição e retorno. Até o terceiro trimestre de 2006 houve a finalização e saída do fundo de dois projetos da carteira: Chácara Santa Cruz e Bella Carolina.

Tabela 3.2: Situação dos empreendimentos em setembro de 2006.

SITUAÇÃO ATUAL		Chácara Santa Cruz	Bella Carolina	Canto da Natureza	Saint Claire	Window
Vendas	previsto	100%	100%	55,8%	100,0%	75,0%
	realizado	100%	100%	76,4%	78,0%	95,0%
Condições das vendas	À vista	8%	1%	2%	20%	4%
	Tab direta/curta	31%	11%	32%	36%	21%
	Tab direta/longa	-	79%	-	40%	33%
	Tab financiada	61%	9%	66%	-	42%
VGV recebido	previsto	100%	100%	12,7%	49,2%	20,4%
	realizado	100%	100%	20,1%	54,8%	32,7%
Obras	previsto	100%	100%	75,7%	100%	56,6%
	realizado	100%	100%	76,6%	100%	56,0%
Exposição de capital (R$milhões)	previsto	6,6	6,3	7,63	4,73	4,37
	ajustado	6,6	4,8	6,39	4,33	3,75
Rentabilidade anual acima do IGPM	aprovado	20,0%	20,0%	22,8%	29,0%	21,2%
	previsto	20,9%	28,0%	22,1%	14,7%	21,8%

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006; compilação do autor.

3.7.1 Chácara Santa Cruz

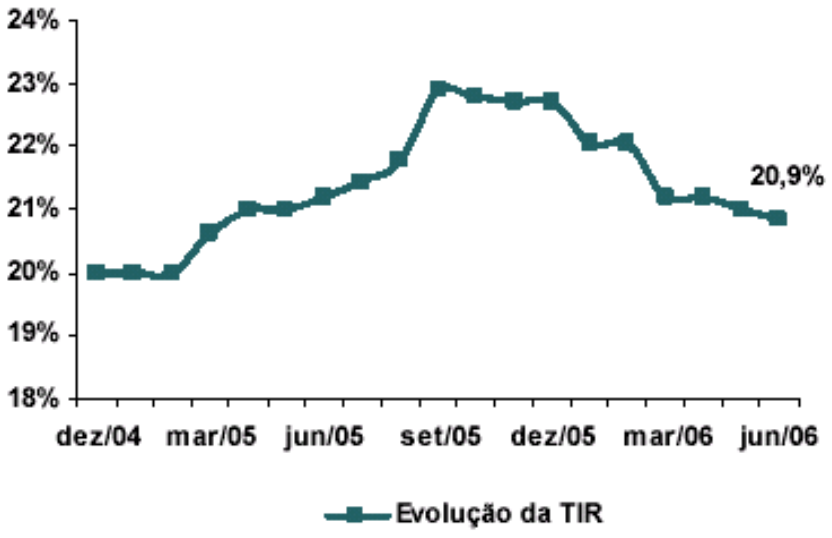
A saída do Fundo se efetivou após o exercício da opção de venda das ações da SPE pertencentes ao fundo. A tabela abaixo mostra o valor pago pelo Fundo no momento da entrada no projeto, as reduções de capital e a distribuição de dividendos de maio de 2006, corrigidos pelo IGP-M. Em seguida, o gráfico apresenta a evolução da taxa interna de retorno, mês-a-mês.

Tabela 3.3: Fluxo de aporte, redução de capital e distribuição de dividendos do projeto Chácara Santa Cruz

MÊS	V
dez/04	(6.59
jan/05	499
fev/05	251
mar/05	207
abr/05	151
mai/05	124
jun/05	
jul/05	
ago/05	595
set/05	200
out/05	534
nov/05	321
dez/05	117
jan/06	
fev/06	
mar/06	1.34

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Gráfico 3.1 Evoluções da taxa interna de retorno do projeto Chácara Santa Cruz



Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Figura 3.2: Fotos do empreendimento Chácara Santa Cruz

Fotos: Projeto Chácara Sta. Cruz

VISTA GERAL DAS TORRES

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

3.7.2 Bela Carolina

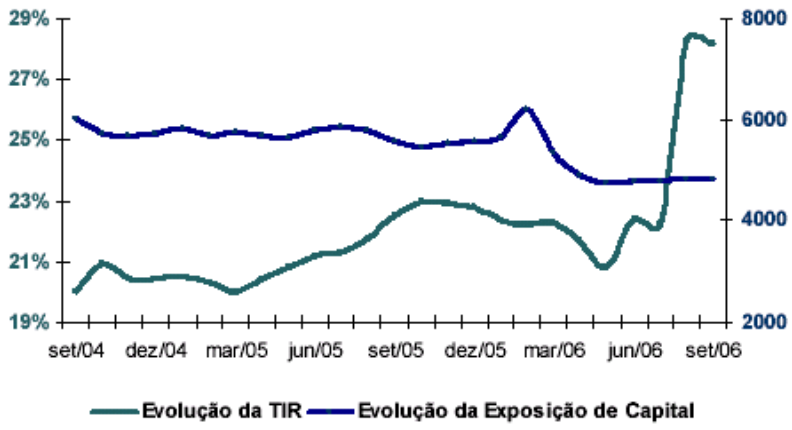
A saída do Fundo foi efetivada através do exercício da opção de venda das ações da SPE pertencentes ao HG Realty BC no mês de setembro, período no qual foram distribuídos os dividendos referentes a este projeto. Em razão da não ocorrência de algumas despesas orçadas que estavam sendo contempladas pelo modelo, como despesas de marketing, por exemplo, a rentabilidade final do projeto ficou superior às expectativas: IGP-M + 28,2% a.a., acima do target do Fundo, da rentabilidade aprovada em Comitê de Investimentos em setembro de 2004, e da expectativa apresentada no relatório do segundo trimestre de 2006.

Tabela 3.4: Fluxo de aporte, redução de capital e distribuição de dividendos do projeto Bella Carolina

MÊS	VALOR
set/04	(1.133.249,29)
out/04	(211.259,53)
nov/04	-
dez/04	-
jan/05	-
fev/05	-
mar/05	-
abr/05	(399.113,93)
mai/05	-
jun/05	-
jul/05	(270.445,85)
ago/05	(734.483,39)
set/05	(788.007,00)
out/05	-
nov/05	(215.741,05)
dez/05	(102.255,18)
jan/06	(643.410,75)
fev/06	-
mar/06	(345.263,19)
abr/06	-
mai/06	-
jun/06	-
jul/06	-
ago/06	3.791.469,57
set/06	

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Gráfico 3.2 Evoluções da taxa do projeto Bella Carolina



Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Figura 3.3: Fotos do empreendimento Bella Carolina

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

3.7.3 Canto da Natureza

A queda no retorno observada foi devida ao atraso no pagamento da parcela de chaves das unidades da primeira etapa, decorrente dos entraves burocráticos cartoriais e de prefeitura no que diz respeito à documentação necessária para financiamento bancário das unidades vendidas.

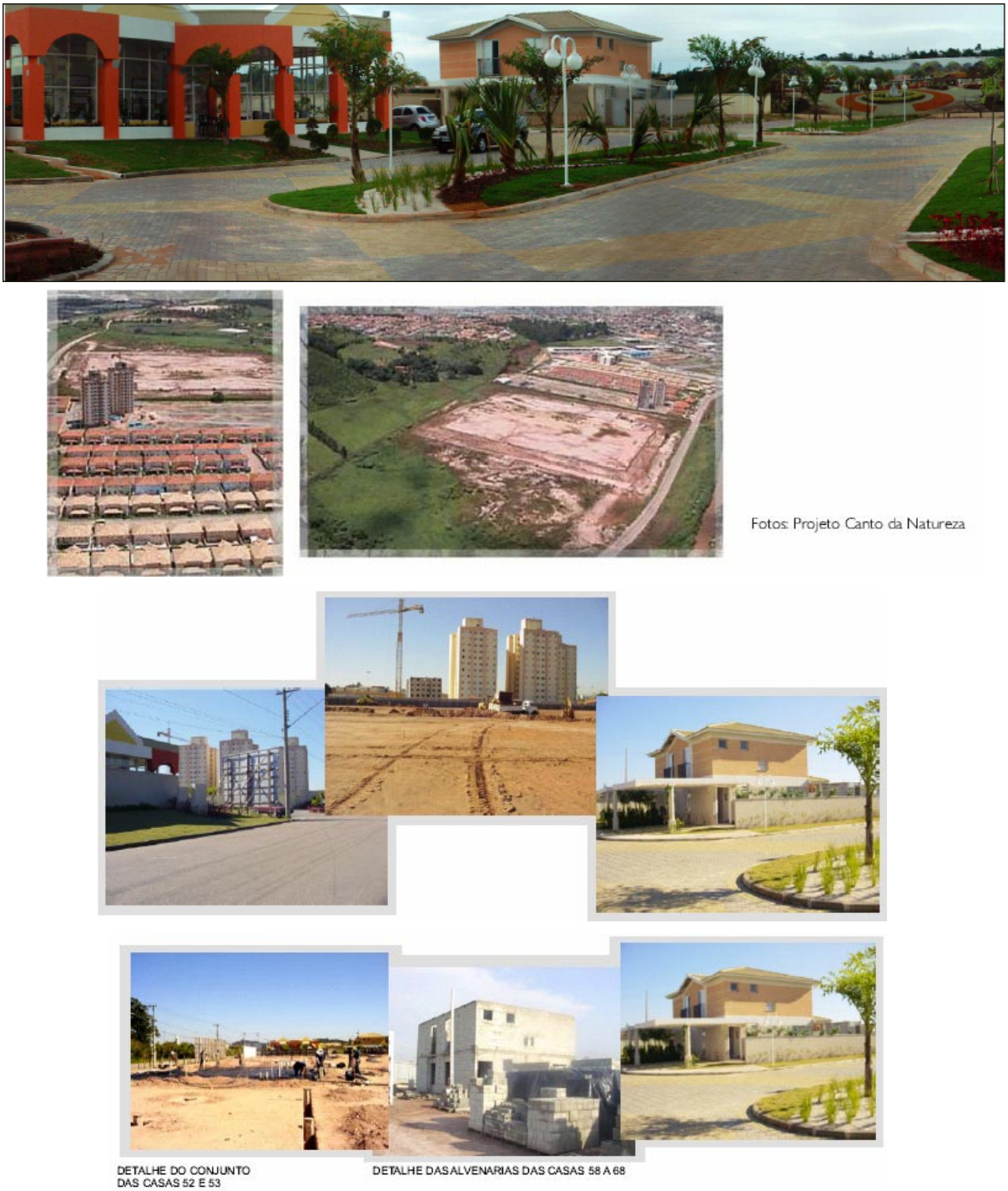
3.7.4 Saint Claire Residences

O projeto Saint Claire Residences é o de mais baixa performance em relação aos demais. Tal deficiência tem impacto reduzido na carteira por ser este o menor projeto do Fundo. Além do impacto negativo na TIR devido à baixa velocidade de vendas e concessão de condições especiais, o fato de o projeto já ter tido seu habite-se concedido impõe custos adicionais a estas unidades, como o de condomínio, por exemplo. A condição de venda forçada, a que o Fundo tem direito, passará a valer em dezembro.

3.7.5 Window Jardins

O habite-se está previsto para maio de 2007, e a rentabilidade apurada, para o Fundo, é de IGPM + 21,8% aa, alinhada à expectativa e ainda acima do target aprovado.

Figura 3.4: Fotos do empreendimento Canto da Natureza



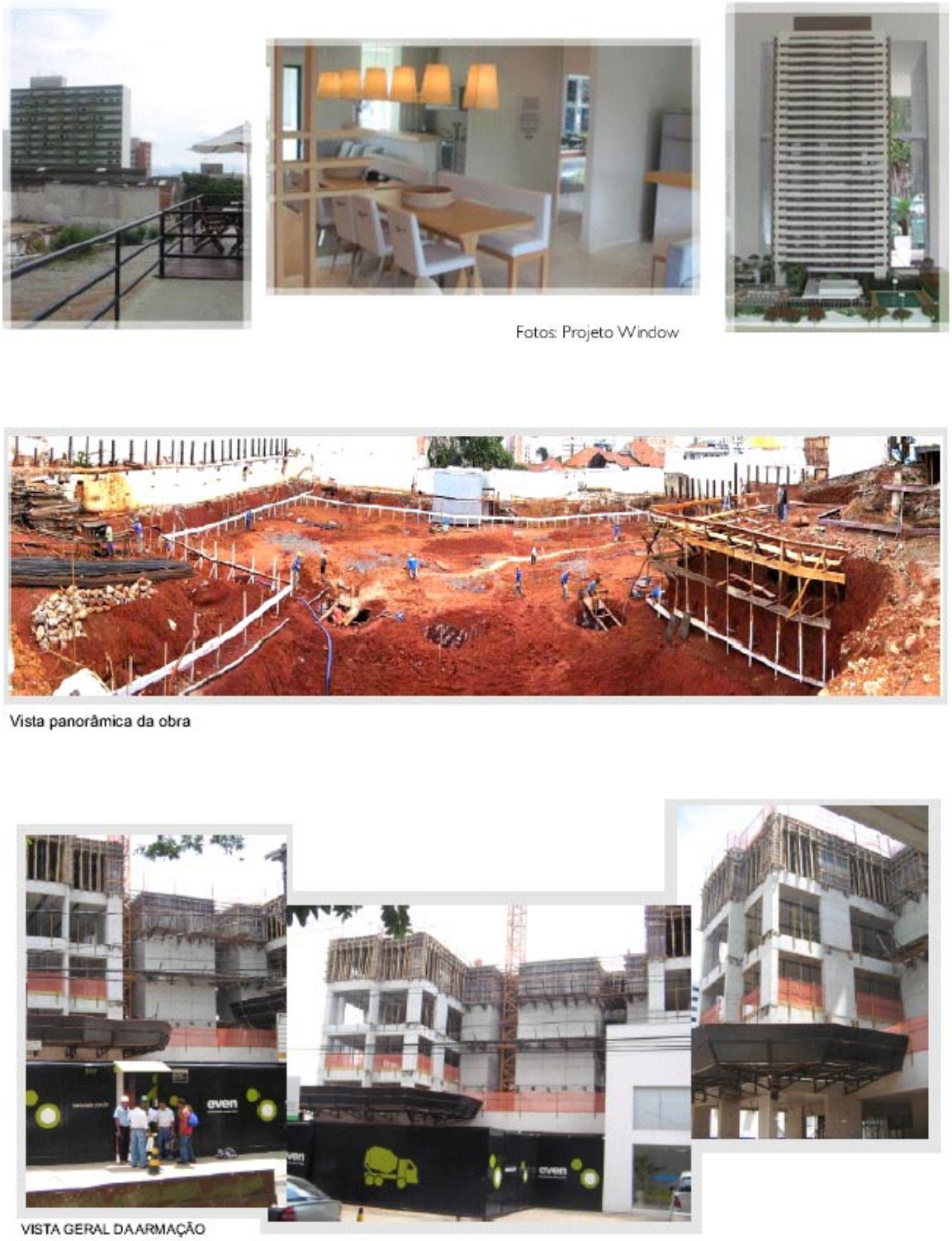
Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Figura 3.5: Fotos do empreendimento Saint Claire

Fotos: Projeto Saint Claire Residences

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

Figura 3.6: Fotos do empreendimento Window



Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

3.8 Situação do Fundo em Setembro de 2006

Segundo os relatórios gerenciais da Hedging Griffo, até o terceiro trimestre de 2006, em setembro, foram realizadas a quarta liquidação parcial de cotas e a segunda distribuição de dividendos (isenta de tributação) aos investidores, no valor líquido equivalente a 25,9% do capital investido, com recursos provenientes dos projetos Bella Carolina e Saint Claire Residences. No total já retornou aos cotistas o equivalente líquido a 85,4% do capital nominal investido. O resultado consolidado da carteira dos projetos indica uma rentabilidade para o Fundo de IGPM + 21,63% a.a., levemente inferior à rentabilidade indicada no trimestre anterior. Parte dos recursos amortizados dos projetos permanece em renda fixa até que seja realizada uma nova liquidação parcial de cotas.

Em 30/09/2006 o Patrimônio do Fundo era de R$ 13.048.990,62, sendo que foi realizada uma liquidação parcial de cotas em 25/09/2006 no montante de R$ 5.000.000, além de outras três liquidações anteriores, que, juntas, haviam retornado R$ 14.350.000,00 em valores nominais (ver Quadro II em 8. Rentabilidade Global do Fundo). Os recursos em renda fixa permanecem no HG Premium, Fundo que acumula uma rentabilidade de 11,65% em 2006, representando 100,84% do CDI. A rentabilidade global dos fluxos dos projetos para o Fundo, em setembro, continuou acima do target e foi projetada em IGPM + 21,63% a.a.. A tabela abaixo demonstra os investimentos realizados nos empreendimentos, o retorno de capital, distribuição de dividendos dos projetos finalizados e as taxas de retorno no momento da aprovação e projetadas para os projetos não concluídos, por empreendimento e global do fundo.

Tabela 3.5: Capital aportado e retornado, taxas de retorno aprovadas e projetadas

RECURSOS APORTADOS	Capital Aportado	Retorno de Capital	Dividendos	TIR aprovada IGPM + (a.a.)	TIR prevista IGPM + (a.a.)
Canto da Natureza	5.844.746	0	0	22,8%	22,1%
Bella Carolina	4.699.000	4.647.193	1.905.656	20,0%	28,2%
Chácara Santa Cruz	6.428.343	6.423.444	1.538.604	20,0%	20,9%
Saint Claire	4.259.700	2.135.700	0	20,0%	14,7%
Window	3.696.867	0	0	21,2%	21,8%
TOTAL	**24.928.656**	**13.206.337**	**3.444.260**	**22,3%**	**21,6%**

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

A avaliação da expectativa de rentabilidade global do Fundo utiliza a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para calcular o Valor Presente Líquido dos fluxos previstos em cada projeto, utilizando-se uma taxa de desconto que decresce linearmente na medida em que o projeto aproxima-se do seu final, momento em que os riscos de não verificação das premissas são menores. A tabela seguinte apresenta os investimentos realizados do fundo pela aquisição de participações acionárias nas empresas que desenvolvem projetos de incorporação residencial (SPE's) ou pela aquisição de cotas do Fundo HG Premium (referenciado DI).

Tabela 3.6: Investimentos realizados nos projetos e aquisição de cotas no HG Premium

INVESTIMENTOS REALIZADOS (set/06)	
INVESTIMENTOS	R$
HG PREMIUM	1.491.300
CANTO DA NATUREZA	7.867.721
BELLA CAROLINA	0
CHACARA SANTA CRUZ	0
WINDOW JARDINS	5.551.925
SAINT CLAIRE	2.975.885
HG REALTY BC	**17.886.831**

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

A tabela abaixo demonstra os pagamentos já realizados por liquidação parcial de cotas ou por distribuição de dividendos dos projetos.

Tabela 3.7: Pagamentos realizados dos projetos

PAGAMENTOS REALIZADOS	
INVESTIMENTOS	FUNDO
Liquidação Parcial jul-05	3.800.000
Liquidação Parcial mai-06	8.000.000
Dividendos mai-06	1.538.604
Liquidação Parcial jul-06	2.550.000
Liquidação Parcial set-06	5.000.000
Dividendos set-06	1.905.656
Total	**22.794.260**

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

O relatório do terceiro trimestre da Hedging Griffo apresenta tabela abaixo com alguns indicadores, bem como a rentabilidade que o Fundo teria na hipótese de alienação de tais investimentos na mesma data e pelos mesmos valores calculados a partir do fluxo de investimento / pagamentos e utilização da metodologia de fluxo descontado.

Tabela 3.8: Indicadores de rentabilidade

INDICES	% ACUMULADO
DOLAR	**-26%**
IGP-M	**17%**
INCC	**25%**
IGP-M + 6%	**38%**
CDI	**56%**
CDI LÍQ	**48%**
HG REALTY BC	**58%**
HG REALTY BC LIQ	**56%**

Fonte: HEDGING GRIFFO, 2006.

4 ANÁLISE CRÍTICA DOS FIPs E FATORES DE RISCO

4.1 Fatores de Risco

Neste capítulo são discutidos alguns fatores de risco, sejam provenientes dos prospectos dos diversos FIPs voltados ao *real estate*, ou de identificação do autor.

Os FIPs possuem baixos custos de estruturação se comparados a outros instrumentos de investimentos da CVM, sendo os registros concedidos automaticamente. A captação dos recursos pode se dar antes mesmo da escolha dos projetos, permitindo a posterior seleção dos projetos a serem investidos. Os investimentos podem ser realizados com nenhum ou mesmo poucos projetos no portifólio do fundo. No período em que a gestora analisa novas oportunidades de investimento após o registro na CVM, dois anos no caso do HGR-FIP, os recursos ociosos permanecem aplicados em fundos de renda fixa, diminuindo a rentabilidade global do fundo.

Há a nova possibilidade de alocação de recursos nos FIPs por fundos de pensão e de previdência. Com a tendência de diminuição da taxa real de juros, os recursos aplicados em títulos públicos de curto prazo serão menos atrativos, gerando necessidade de diversificação de carteira e migrando-os para os FIPs.

A CVM impôs menor rigidez no processo de concessão do registro do FIP ante os demais instrumentos de investimento, já que o registro é efetivado automaticamente, perante apresentação da documentação permanente. A presunção de que INVESTIDORES QUALIFICADOS

possuem maior consciência para avaliar esse tipo de fundo e os riscos associados a seus investimentos nem sempre pode ser verificada.

No entanto, segundo prospecto do FIP CR2, "a concessão do registro não implica por parte da CVM garantia da veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento / prospecto do fundo à legislação vigente, ou mesmo julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços". Como as regras do fundo são elaboradas em seu próprio ambiente, o investidor absorve grande parte da responsabilidade da CVM de fiscalizar o FIP.

Para os investidores, um dos principais riscos atrelados ao fundo é o risco de liquidez. O fundo é um condomínio fechado e não permite o resgate das cotas. Caso o investidor deseje alienar suas cotas, ele deverá encontrar um comprador, sob sua inteira responsabilidade, desde que o comprador seja um INVESTIDOR QUALIFICADO. Ou seja, o investidor corre o risco de não conseguir alienar sua participação no momento e nas condições que desejar. O estabelecimento de mecanismos de saída (alienação de cotas), como por exemplo, os fundos de reserva, negociações em bolsa ou em balcão organizado, podem contribuir com a minimização destes riscos, muito embora ainda não exista tal mercado secundário e provavelmente não existirá por um tempo razoável em função da reduzida base de potenciais investidores.

Uma vez que a captação do fundo pode se dar de maneira antecipada, ou seja, antes mesmo que haja algum projeto disponível para investimento pelo fundo, pode ocorrer o risco de carteira, segundo os diversos regulamentos de FIPs, ou seja, de falta de companhias com projetos objetos de investimentos, ou simplesmente de não serem encontradas companhias no mercado

imobiliário residencial dispostas a atender os requisitos necessários para a participação do fundo. O capital aportado, disponível e ocioso no fundo deverá ser alocado em renda fixa, o que diminui a rentabilidade global final do fundo, caso os rendimentos dos fundos de renda fixa sejam menores que os dos projetos. Quanto maior o período de tempo em que o capital permanecer aportado em outra aplicação que não nas SPEs dos projetos, menor será a rentabilidade do FIP.

Os fundos não contam com garantias do administrador do fundo, do gestor da carteira, do incorporador ou de qualquer mecanismo de seguro, exceto seguro de performance de obra. Não obstante todos os estudos de análise de mercado e modelagem financeira, as vendas dos projetos podem não atingir o esperado. Isto pode ser causado por inúmeros fatores, como: conceito inadequado do produto, precificação incorreta, concorrência de produtos semelhantes na mesma região, ausência de demanda para o produto, baixa capacidade de auto-financiamento do projeto (vendas na planta). As vendas na planta diminuem a exposição de caixa dos empreendimentos imobiliários, pois antecipam as receitas provenientes das vendas. Nestes casos, a rentabilidade dos investimentos nos projetos poderá ser comprometida, com eventuais prejuízos, fazendo com que a companhia venda as unidades em estoque a preços e/ou condições piores frente aos planejados, sem qualquer responsabilidade da administradora, da gestora ou mesmo da incorporadora.

No que diz respeito à securitização ao final do empreendimento, não há garantias que haverá instituições financeiras interessadas na aquisição dos recebíveis imobiliários, forçando as companhias a ceder os recebíveis mediante desconto maior que o projetado ou mesmo mantê-los, reduzindo ganhos ou até causando prejuízo ao fundo. No caso de descumprimento das obrigações

da gestora / administradora ou do incorporador, segundo a maioria dos regulamentos, existe a preferência de compra (com deságio) dos direitos sobre o projeto investido pela outra parte.

Apesar de todo o rigor que possa ser adotado na escolha do projeto, o incorporador/construtor das companhias investidas pelo fundo pode passar por dificuldades financeiras decorrentes de problemas extra-fundo, problemas de gestão ou quaisquer outros problemas que gerem endividamento. Na estrutura do fundo, a SPE segrega o empreendimento do patrimônio e de eventual déficit do empreendedor. No entanto, tais dificuldades podem causar problemas no porcentual dos aportes no projeto de responsabilidade do empreendedor. Isto pode acarretar num atraso no prazo do empreendimento e aumento dos custos do projeto. Apesar da contratação do seguro de performance, não há garantias de cumprimento de prazos, podendo acarretar na diminuição dos resultados do fundo. Este risco é mitigado pela participação ativa por parte da administradora nas decisões estratégicas do empreendimento, bem como na fiscalização que esta impõe ao incorporador e à construtora do projeto.

O método de seleção dos projetos que compõem o FIP é de fundamental importância para o desenvolvimento do fundo, através de votação no comitê de investimentos. A estrutura lógica da análise é dirigida para o estudo econômico do empreendimento, avaliando a área de influência de cada empreendimento e seu público-alvo. Novas técnicas de mitigação de riscos de mercado são ferramentas de geo-monitoramento e dos dados históricos dos empreendimentos executados na área de influência. São estudados os índices de absorção do produto em questão, bem como estudo do perfil do comprador. A análise do mercado imobiliário deve ser na verdade uma técnica de controle de risco. Ela deve, portanto, identificar as fontes de riscos de mercado para

cada empreendimento, adotando mecanismos que melhorem a inserção através da análise de sensibilidade dos pressupostos-chave. Uma vez que o investimento imobiliário é fundamentalmente rígido, após a tomada de decisão, haverá muito poucas alternativas de correção de rumo perante problemas no decorrer do desenvolvimento que não comprometam a rentabilidade dos investimentos.

Um risco que pode existir e deve ser analisado é da participação de dois ou mais empreendimentos de um mesmo incorporador ou construtor. Quando tais empreendimentos são elegíveis ao fundo, há de se fazer uma análise mais apurada da empresa, estudando sua capacidade técnica, econômica e financeira. Como ilustração, o HG REALTY BC apresenta dois empreendimentos do mesmo incorporador, a Rossi Residencial, os projetos Bella Carolina e Chácara Santa Cruz. As características dos projetos são distintas e se localizam em localidades diferentes, cuja relação entre eles se dá somente, a princípio, a nível macroeconômico.

Segundo o prospecto do HGR-FIP, os riscos macroeconômicos têm influência sobre o mercado imobiliário, principalmente o residencial, que tem demonstrado sua volatilidade quanto a mudanças político-econômicas, nacionais e internacionais, e especulação financeira. Há também o reflexo na carteira de recebíveis, que podem apresentar índices de inadimplências ou de rescisões contratuais significativos. Estas alterações macroeconômicas podem gerar prejuízos e reduzir o ganho dos cotistas. O risco macroeconômico interfere nos projetos por meio das premissas adotadas e que estão sujeitas a alteração.

Não obstante todos os riscos apresentados anteriormente, não podem deixar de ser citados os riscos de construção, engenharia e de força maior, inerentes à execução das obras dos

empreendimentos que venham a ser desenvolvidos pelos empreendedores. Nesta categoria estão inclusos uma variedade de ocorrências, como: problemas ou convulsões da natureza, eventuais demandas judiciais que exijam a paralisação das obras, problemas relacionados às concessionárias de serviços públicos ou exigências feitas pelo competente órgão público decorrentes de normas administrativas ou legais, falta no mercado de insumos ou mão-de-obra especializada necessários à construção, enfim, quaisquer problemas independentes do desejo ou da gestão do empreendedor que remetam a paralisação ou interrupção das atividades até definição das soluções aplicáveis.

4.2 Condicionantes para os Incorporadores

Ao incorporador não são exigidas garantias adicionais para entrada do fundo, sendo ao mesmo tempo sócio da SPE e contratado como prestador de serviços. O incorporador, enquanto investidor do *equity* que lhe cabe, participa do acordo de acionistas. O fundo, por outro lado, contrata o incorporador como prestador de serviços de gestão imobiliária e/ou construção do empreendimento. O empreendedor, no entanto, ao atender aos requisitos do regulamento do fundo, assume uma posição de contratado da SPE, cuja autonomia passa a ser limitada perante os direitos majoritários do fundo sobre o processo decisório e a estratégia do empreendimento. Enquanto prestador de serviços, no caso de não cumprimento contratual da gestão imobiliária ou mesmo da construção, o fundo pode decidir pela substituição por outra empresa prestadora deste serviços, decisão que somente pode ser tomada em assembléia geral de cotistas.

Como condição fundamental à associação do fundo, pode ser exigido ao incorporador a comprovação da capacidade de adquirir financiamentos de suporte à produção, uma vez que a

estrutura legal do fundo, na figura da SPE, não permite esta linha de crédito. Dependendo do contrato entre fundo e incorporador, outra importante garantia que pode ser exigida é a de performance de vendas. Ou seja, o incorporador se compromete com o fundo a adquirir integralmente eventuais unidades em estoque a partir de determinado prazo após conclusão do empreendimento. Esta prática reduz substancialmente o risco do fundo, transferindo-o ao incorporador em caso de insucesso comercial ou outros fatores que comprometam a liquidez do empreendimento.

Outra questão não menos importante se trata do momento em que o fundo efetivamente passa a aportar seus recursos no projeto. Nesta ocasião, o empreendimento deverá ter atingido um mínimo de 30% de unidades vendidas, conforme o prospecto do caso específico do HGR-FIP, quando boa parte dos custos iniciais do negócio já teve destino, como: compra do terreno, formatação do produto (projetos, despesas legais e planejamento), lançamento comercial, propaganda e marketing, embora estas despesas iniciais sejam ressarcidas pelo fundo quando da sua entrada e na proporção de seu *equity*. Nesta fase do empreendimento o empreendedor absorveu boa parte dos riscos do negócio, configurando uma posição cômoda por parte do fundo, quando o risco de insucesso comercial, entre outros, apresenta-se bem menor. De acordo com os regulamentos dos demais fundos, uma nova tendência dos FIP do mercado imobiliário deve se configurar na parceria formada com o empreendedor desde os primeiros momentos do empreendimento, compra do terreno, planejamento, definição do produto e lançamento comercial, compartilhando dos riscos inerentes à atividade desde o início.

4.3 Relação Investidor – FIP

A tendência da baixa da taxa básica de juros deve modificar os parâmetros da cobrança das taxas de administração e performance. O IGP-M, com uma forte tendência de queda nos últimos meses, tem sido utilizado cada vez menos (Valor Econômico [2006]) nos contratos em geral do mercado financeiro e aplicações de longo prazo. O aumento de recursos provenientes do mercado financeiro vem fazendo com que os administradores de instrumentos de investimento como os FIPs formatem suas taxas de remuneração de maneira mais competitiva, reduzindo as margens. Isto pode ser comprovado na diferença entre as taxas do HGR-FIP, primeiro FIP do mercado imobiliário, e as remunerações de administração e performance dos FIPs mais recentes, a exemplo do FIP Prosperitas I.

Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de *private equity* são especialmente atrativos para grandes investidores com horizontes longos de investimento, tais como pessoas físicas, fundos de pensão, seguradoras, etc. Dado o impacto econômico-social da atividade em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação, é comum encontrar agências multilaterais e governos (por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias) entre os investidores deste setor.

Dependendo de sua configuração, os FIPs direcionados ao mercado imobiliário podem atrair uma porção de investidores que costuma acessar o mercado imobiliário através da compra de imóveis na planta com descontos expressivos oferecidos por empreendedores, ou mesmo da participação em Sociedades em Conta de Participação junto aos incorporadores. O investidor brasileiro tem por tradição o investimento de seus recursos, ou pelo menos parte deles, em ativos fixos, concretos e palpáveis. A construção civil, ou mais propriamente dita o mercado imobiliário, tem

se mostrado como uma aplicação tradicional, que também está fundamentada no costume da descendência latina de boa parte do povo brasileiro.

A convivência com um período inflacionário importante criou nos imóveis um lastro confiável, resistente a políticas econômicas, crises e mudanças de governo. A abertura de mercado promovida no início dos anos 90 e a recente estabilização econômica na era do Real deu fôlego à globalização, que desencadeou um vigoroso choque de competitividade na economia nacional. O fim da escalada inflacionária estabeleceu limites para a lógica da ciranda financeira, tornando o mercado consumidor brasileiro atraente e mais previsível. Segundo levantamento mundial chamado Real Estate Transparency Index ([Índice de Transparência Imobiliária) 2006 da Jones Lang La Salle, o Brasil passou a ocupar o nível 3 (anteriormente de 4) de uma escala de 1 a 5, de altamente transparente a opaco. O país se beneficiou do aprimoramento da disponibilidade de dados fundamentais de mercado. Com a gradativa redução das possibilidades de ganhos espetaculares nos mercados financeiros, o mercado pôde reorientar a busca de rentabilidade, migrando da gestão financeira de negócios para aplicações alternativas, antes restritas a um menor leque de opções. A tradicional aplicação em imóveis buscando rendimentos vem se renovando perante esta nova realidade. Baseado nos REITs (Real Estate Investment Trusts) do mercado imobiliário norte-americano, a criação dos Fundos de Investimentos Imobiliários, que diferentemente dos FIPs, visam o mercado de base imobiliária, definitivamente reforçou esta tendência.

O mercado imobiliário, no entanto, apresenta algumas diferenças significativas para o mercado de capitais que dificultam esta transferência de recursos. O mercado de capitais é altamente organizado e desenvolvido. Possui órgãos regulatórios e instrumentos de proteção que lhe

conferem maior profissionalização e transparência, apresentando maior liquidez aos investimentos e riscos mais controlados. Já o mercado imobiliário de forma geral se apresenta muito fragmentado, com parte da regulamentação recentemente definida e com pouca transparência. Os poucos mecanismos existentes para mitigação dos riscos destes investimentos imobiliários, portanto, justificam as grandes oportunidades de lucro.

A criação dos FIPs, entre outros mecanismos, vem contribuir para a diminuição destas diferenças entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário. Uma vez que grande parte das regras é definida no próprio regulamento, confere-se ao fundo uma transparência significativa perante o mercado, que associado à facilidade do registro junto à CVM, também demonstra a flexibilidade perante demais instrumentos de investimento de capitais. A estrutura profissional do administrador de ativos do mercado financeiro demanda um maior nível de organização e responsabilidade dos incorporadores. Comercialmente, os empreendimentos imobiliários também ganham com essa proximidade, agregando à venda dos imóveis a imagem de instituições financeiras.

Esta relação com o mercado de capitais tem influído na gestão das empresas de construção civil e do mercado imobiliário. Embora ainda poucas empresas tenham aderido ao Novo Mercado da Bovespa com a abertura ao mercado de capitais, há uma crescente tendência da adoção de práticas de governança corporativa. O mercado financeiro, para participar dos negócios imobiliários ou de suas empresas, passa a exigir novas atitudes dos empreendedores, com maior transparência, dissociando a propriedade da gestão, baseadas em reestruturações empresariais e a criação de instrumentos de controle e monitoramento de seus investimentos, como conselhos de administração e fiscal, auditorias independentes e outras estruturas que beneficiem a boa

administração. Essas práticas conferem à empresa um melhor acesso ao capital e contribuem para a sua perenidade.

Não obstante todas estas vantagens dos fundos de investimento sejam importantes, esta relação ainda apresenta riscos derivados do setor imobiliário, da incorporação e da construção. O fundo investe em companhias com o objetivo de empreender. As ações da incorporação no desenvolvimento do projeto e planejamento comercial, bem como as questões conexas à construção, como prazo, qualidade e segurança, são determinantes no sucesso de cada empreendimento. Como já foi abordado anteriormente, a administradora do fundo adota uma metodologia de escolha de projetos e companhias a serem investidas, de forma a minimizar estes riscos intrínsecos ao processo.

O entendimento do investidor na relação risco-retorno dos FIPs é portanto um dos fatores mais importantes para a escolha desta aplicação. Os recentes FIPs imobiliários são indicadores do crescimento desta alternativa no mercado de capitais. A conjuntura macroeconômica brasileira, que ora pôde ser considerada como risco mais elevado, vem mostrado grandes vantagens no estabelecimento destes fundos. A tendência de queda dos juros básicos, entre outros fatores, tem favorecido as rentabilidades dos fundos perante as taxas de atratividade do mercado financeiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais brasileiro vem fazendo aumentos progressivos nos volumes de capital investido, seja de procedência nacional ou internacional. O mercado brasileiro tem sido beneficiado por uma série de medidas e fatos que vêm contribuindo positivamente com esta tendência. Embora o risco da moeda em relação à cotação norte-americana ainda seja latente, isto não caracteriza grande ameaça como no período em que a cotação do dólar respeitava um regime sem flutuações.

Seguindo a mesma direção, após mais de uma década de experiência, o mercado de *private equity* também tem feito progressos significativos e com crescente atividade, tendo encerrado um ciclo de investimentos (da seleção de negócios à saída) com relativo sucesso. Dentre as principais causas, identifica-se o alto nível de liquidez internacional, avanços nas políticas macroeconômicas brasileiras como a diminuição dos juros básicos da economia e as boas performances das companhias nacionais. A taxa de juros afeta a demanda por capital e seu aumento está positivamente correlacionado com o tamanho do mercado de PE. Os juros mais elevados perante os padrões internacionais e abaixo de determinado patamar especulativo, o financiamento por PE torna-se uma alternativa atrativa para o empresariado. Como demonstrado por Romain e Van Pottelsberghe (2004), em um eventual período de alto crescimento no Brasil, o montante levantado de PE deve aumentar mais do que proporcionalmente à evolução do PIB.

Aliado a estes vetores, a consolidação das estruturas legais vêm criando bases sólidas para estas ações de crescimento. Porém, alguns riscos ainda pairam sobre o desenvolvimento da economia,

como uma eventual recessão globalizada ou queda dos preços de commodities, justificando parte da volatilidade observada na economia brasileira recentemente.

O mercado imobiliário também acena com grandes oportunidades aos investidores, inicialmente restritos ao mercado de capitais. Os *private equities* direcionados ao *Real Estate* ganharam força com a criação dos Fundos de Investimento em Participações, lastreados nas recentes leis do Sistema Financeiro Imobiliário e principalmente no aumento significativo de ofertas de créditos, tanto para produção quanto para vendas.

Com a redução da inflação veio um aumento da competição empresarial. Em ambientes pouco inflacionários, consumidores podem comparar preços com mais facilidade. As receitas financeiras das empresas também tendem a diminuir. Tudo isso implicou em uma profunda mudança do ambiente empresarial brasileiro. Para manterem-se competitivas, as empresas precisaram aumentar a eficiência na utilização dos recursos.

O mercado imobiliário residencial, em específico, conta agora com a presença de novos e poderosos agentes provenientes do setor de infra-estrutura. A competitividade tem ficado ainda mais acirrada pelos recentes IPOs (Ofertas Públicas Iniciais) dos tradicionais e importantes incorporadores e construtores do mercado imobiliário, injetando grandes volumes de capital. Estes agentes tendem a aproveitar as boas condições que a economia brasileira vem propiciando para agir com estratégias agressivas, visando maiores fatias de mercado. Em um cenário de médio prazo, a grande oferta de produtos imobiliários, aliada às crescentes vantajosas condições de pagamento, tendem a pressionar negativamente os preços dos ativos imobiliários, criando um ciclo vicioso de excesso de oferta e redução de preços.

Este cenário altamente competitivo exigirá, principalmente das pequenas e médias empresas do ramo, uma atitude de diferenciação comercial, técnica e administrativa, de forma a garantir sua parte do mercado. A atuação em nichos de mercado deve ganhar força entre os incorporadores. As inovações técnico-comerciais, embora cercadas de certo risco, passarão a ter importância para a sobrevivência entre os grandes. As empresas deverão atender a certo nível de profissionalização administrativa e financeira, a exemplo do que já ocorre em função das incursões do mercado de capitais no setor imobiliário. Os FIPs podem ser importantes ferramentas para as empresas de médio porte do setor imobiliário, facilitando o funding para empreendimentos cercados de grande competitividade. Estes fundos não deverão estar restritos apenas ao mercado residencial, mas também no mercado comercial e industrial em operações do tipo *built-to-suit* ou *aquisition-lease*.

Os FIPs certamente sofrerão adaptações no futuro próximo. A sua flexibilidade, principal qualidade garantida pelo seu regulamento, deve facilitar sua adaptação às constantes alterações de mercado. O HG REALTY BC foi concebido em um momento que os FIPs ainda atuavam de maneira muito incipiente, sendo na verdade um dos pioneiros do mercado imobiliário. A crescente competitividade no setor certamente reduzirá as restrições para aprovações de investimentos nos empreendimentos. Espera-se num breve futuro que os FIPs tenham maior participação dos riscos dos empreendimentos imobiliários, iniciando seu envolvimento desde a aquisição do terreno, portanto na primeira despesa necessária de um empreendimento. Finalmente, a percepção do risco e a rentabilidade dos projetos imobiliários deverão se aproximar dos padrões aceitáveis de mercado uma vez que o relacionamento entre os mercados de capitais e imobiliário estabeleça suas bases e aprimore novas parcerias, como têm sido demonstradas nos Fundos de Investimento em Participação.

REFERÊNCIAS

ABECIP **Relatório n. 7 julho 2006**. Disponível em <www.abecip.org.br>. Acesso em julho 2006.

ARAGON, G.A. **Financial Management**. Allyn & Bacon Editors,1989.

ASSAF NETO, A. **A Dinâmica das Decisões Financeiras.** FIPECAFI - Caderno de Estudos, v. 16, p.9. São Paulo, julho/dezembro 1997.

BALARIN, R.; MANDL, C.; VIEIRA, C. **Artigo: Investidores Estrangeiros estão de olho nos imóveis**. Valor Econômico, 03 de março de 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic**. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Acesso em julho de 2006.

BANIF PRIMUS REAL ESTATE. **Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2005 do Fundo de Investimento em Participações Banif Primus Real Estate**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

BANIF PRIMUS REAL ESTATE. **Prospecto do Fundo de Investimento em Participações Banif Primus Real Estate**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. **Dicionário de Finanças**. Disponível em <www.bovespa.com.br/Investidor/DicionarioFinan/dicionario.htm>. Acesso em julho de 2006.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 391 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações, 16 julho 2003**. Acesso em <www.cvm.gov.br>, disponível em agosto 2006.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 406 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento, 27 abril 2004**. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em agosto 2006.

BRASIL. **Lei nº 8.668, DE 25 DE JUNHO DE 1993**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em julho 2006.

BRASIL. **LEI Nº 9.514, DE 20 DE NOVEMBRO DE 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em julho 2006.

BRASIL. **LEI No 10.931, DE 02 DE AGOSTO DE 2004**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em julho 2006.

BUSTANI, E. **Parecer jurídico: Patrimônio de Afetação e Regime Especial de Tributação na Construção Civil - Sinduscon-SE**. Tenório e Dornelas Advogados Associados s/c. Salvador, 11 de março de 2005. Disponivel em <www.sinduscon-se.com.br>. Acesso em março 2006.

CAMPOS, R.L.; **Artigo sobre *Private Equity*.** Pinheiro Neto Advogados, Publicado na página da internet do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IGBC). Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em março 2006.

CASTRO, JR F.H.F.; FAMÁ, R. **As Novas Finanças e a Teoria Comportamental no contexto da Tomada de Decisão Sobre Investimentos.** Caderno de Pesquisas em Administração, v. 09, n°02. São Paulo, abril/junho 2002.

CITRON, D. **Perspectivas para o Mercado Imobiliário Brasileiro**. Tishman Speyer do Brasil. São Paulo, maio 2006. Conferência Urban Land Institute – Brasil: Incorporações, Investimentos & Finanças no Mercado Imobiliário: Criação de Comunidades Habitáveis, Valor dos Imóveis & Mercados de Capitais Sólidos. São Paulo, 3 agosto 2006.

CORDEIRO, T.A. **A Promessa do Mercado Imobiliário.** Hedging Griffo Corretora de Valores SA. Disponível em <www.griffo.com.br>. Acesso em março de 2006.

CORDEIRO, T.A. **Isenção de Imposto de Renda Abre Espaço Para o Desenvolvimento de Bons Fundos Imobiliários.** Hedging Griffo Corretora de Valores SA. Disponível em <www.griffo.com.br>.Acesso em março 2006.

CORDEIRO, T.A. **O Avanço do Mercado Imobiliário: uma Realidade.** Hedging Griffo Corretora de Valores SA. São Paulo, agosto 2004. Disponível em: <www.griffo.com.br>. Acesso em março 2006.

CR2 Administradora de Recursos Ltda. **CR2 Realty Fundo de Investimento em Participações - Prospecto.** Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

DECOURT, R.F.; ACCORSI, A. **Seleção de Portifólios com Fundos de Investimento Multimercados.** VII SEMEAD – Trabalho Científico de Finanças. Acesso em Disponível em <www.ead.fea.usp.br/Semead/7semead/>. Acesso em março 2006.

FREITAS, R; PASSONI, P. ***Brazilian Capital Markets and Private Equity: a New Reality or Just a Fad?*** Harvard Business School, 8 maio 2006.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Informativo C.E.I. Déficit Habitacional no Brasil 2.000.** Belo Horizonte, 2001.

FUNDAÇÃO SEADE SÃO PAULO. **Guia de investimentos e de geração de empregos. São Paulo, a metrópole das economias emergentes.** Disponível em <www.seade.gov.br>. Acesso em março 2003.

FUNDAÇÃO SEADE SÃO PAULO. **Pesquisa emprego e desemprego na RMSP**. Disponível em <www.seade.gov.br>. Acesso em março 2003.

GAZETA MERCANTIL. IGP-M desprezado. Disponível em <www.cte.com.br>, acesso e agosto de 2006.

GONÇALVES JR, C.; PAMPLONA, E.O.; MONTEVECHI, J.A.B. **Seleção de Carteiras Através do Modelo de Markowitz para Pequenos Investidores.** Disponível em <www.iem.efei.br/ecofin>. Acesso em março 2006.

GONÇALVES A. **Programa New Ventures Brasil – I Fórum de Investidores em Negócios Sustentáveis**. Disponível em <www.new-ventures.org>, acesso em agosto 2006.

GP INVESTIMENTOS. **Regulamento do GP Desenvolvimento – Fundo de Investimento em Participações**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **HG Realty BC – Prospecto**. Fundo de Investimento em Participações. São Paulo, 14 outubro 2003. Acesso em www.griffo.com.br, março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – Dezembro 2004**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – 1º Trimestre de 2005**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – 2º Trimestre de 2005**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – 3º Trimestre de 2005**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – 1º Trimestre de 2005**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC – 1º Trimestre de 2006**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES SA. **Relatório Gerencial HG Realty BC II**. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

JONES LANG LA SALLE. **Estudo Mundial Sobre o Setor – Mercados Globais Cada Vez Mais Transparentes**. Disponível e www.joneslanglasalle.com.br. Acesso em agosto de 2006.

MACHADO, A. **Fundo de Investimento em Participações: Uma Alternativa de Funding para o Mercado Imobiliário.** Hedging Griffo Corretora de Valores SA. São Paulo, dezembro 2004. Disponível em <www.griffo.com.br>, acesso em março 2006.

MARKOWITZ, H.M. **Portfolio Selection**. Journal of Finance, 1952.

MARTINS, M.L.R. **São Paulo: além do plano diretor.** Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo, 2006. Estud. av. [online]. 2003, vol.17, no.47.

MELO, M.M. **Otimização de Carteiras de Investimentos.** Artigo da Revista de Administração e Contabilidade. Disponível em <www.fa7.edu.br/rea7/artigos/volume2/artigos>. Acesso em março 2006.

PATRIA REAL ESTATE. **Pátria Real Estate FIP – Ata da Assembléia Geral de Cotistas em 22 de fevereiro de 2006 – Regulamento do FIP**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

PATRIA REAL ESTATE. **Prospecto do Pátria Real Estate FIP**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

PROSPERITAS INVESTIMENTOS S.A. **Prospecto Preliminar de Distribuição Pública de Cotas do Prosperitas I - FIP**. Acesso <www.bovespa.com.br>. Acesso em junho 2006.

PROSPERITAS INVESTIMENTOS S.A. **Regulamento do Prosperitas I – Fundo de Investimento em Participações**. Acesso <www.bovespa.com.br>. Acesso em junho 2006.

RIBEIRO L.L.; ALMEIDA M.I.R. **A predominância da "venda estratégica" nas estratégias de saída de capital de risco no Brasil : Uma pesquisa empírica.** Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Departamento de Administração. Artigo submetido ao VI Semead, agosto 2004.

RIBEIRO L.L.; ALMEIDA M.I.R. **Estratégia de Saída em Capital de Risco.** São Paulo, R.Adm., v.40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005.

RIBEIRO L.L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. **Prospecto do Klabin Segall Fundo de Investimentos em Participações**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. **Regulamento do Klabin Segall Fundo de Investimentos em Participações**. Disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em julho de 2006.

ROCHA LIMA JR, J. **Instrumentos de Investimento em Empreendimentos Habitacionais no Brasil: A Questão Estrutural**. Departamento de Engenharia de Construção Civil. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, v.1, n.1, jul.dez. 2004.

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. **The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence**. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, n.19, 2004.

TITERCTZ, R. **Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro.** Universidade Federal de Santa Catarina. Tese de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Florianópolis, 2003.

VALOR ECONÔMICO. **Artigo: CR2 conclui captação de R$ 61 mi**. Disponível em <www.valoronline.com.br>. Acesso em julho 2006.

VALOR ECONÔMICO. **Artigo: Investidores estrangeiros estão de olho nos imóveis**. Raquel Balarin, Carolina Mandl e Catherine Vieira. Disponível em <www.cbic.org.br>. Acesso em março 2006.