

CAMILA MIGUEL COSTA MONTEIRO

Investimento em Fundo Imobiliário com Foco em Desenvolvimento
Urbano e Terrenos para Empreendedor Imobiliário: Estudo de Caso Fundo
de Investimento Imobiliário Panamby

São Paulo

2013

CAMILA MIGUEL COSTA MONTEIRO

Investimento em Fundo Imobiliário com Foco em Desenvolvimento
Urbano e Terrenos para Empreendedor Imobiliário: Estudo de Caso Fundo
de Investimento Imobiliário Panamby

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

Área de Concentração: Engenharia Civil

Orientador:

Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato

São Paulo

2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Monteiro, Camila Miguel Costa

Investimento em Fundo Imobiliário com Foco em Desenvolvimento Urbano e Terreno para Empreendedor Imobiliário: Estudo de Caso Fundo de Investimento Imobiliário Panamby / C.M.C. Monteiro. – São Paulo, 2013. 141p.

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

1. Fundo de Investimento Imobiliário 2. Bairro Panamby 3. Risco x Retorno do Cotista. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Programa de Educação Continuada em Engenharia.

DEDICATÓRIA

A meus pais, pela dedicação incondicional à minha formação educacional e moral. Toda e qualquer conquista na minha vida será dedicada a eles.

A meu irmão pelo exemplo de garra para realização de sonhos.

A meus familiares, que me inspiram a ser uma excelente profissional antes de qualquer coisa.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador Prof. Fernando Amato pelo conhecimento compartilhado ao longo do curso.

A todos os professores do curso de MBA: Real Estate – Economia Setorial e Mercados, com quem pude ampliar meus conhecimentos pessoais e profissionais.

Aos colegas do curso, com quem pude trocar diversas experiências profissionais e viver momentos de desafios.

Aos meus colegas e chefes de trabalho que me incentivaram a sempre buscar excelência em todos os meus trabalhos.

E, sobretudo, a Renata Vieira (Banco Brascan) e Roberto Ferraz (Brookfield Incorporações), que tornaram este trabalho possível.

RESUMO

A população das grandes metrópoles sofre com a falta de espaço e o caos ocasionado pela aglomeração, o que prejudica a qualidade de vida nesses centros. Assim, é notável a demanda por novos bairros, geralmente desenvolvidos no entorno dessas cidades, mas que, de modo mais planejado, buscam oferecer uma melhor qualidade de vida para seus moradores. A criação de um bairro planejado, que usualmente acontece em um longo ciclo de maturação, é um negócio de risco tanto nos aspectos mercadológico quanto financeiro, em virtude da possibilidade de descasamento temporal entre os pagamentos dos custos de desenvolvimento e o encaixe das receitas de vendas. Em contrapartida, tende a oferecer uma maior rentabilidade considerando os riscos envolvidos. O objetivo desta monografia é analisar a qualidade do investimento do cotista de um fundo de investimento imobiliário (FII) voltado para o desenvolvimento urbano de novos bairros em uma metrópole brasileira, a cidade de São Paulo, destacando os principais riscos mercadológicos e legais dessa tipologia de empreendimento. Diante da necessidade de aporte de capital com maior magnitude, é pertinente utilizar o FII como veículo para captar recursos financeiros destinados a compor o *funding* desses empreendimentos. Para tanto, buscou-se reconhecer os riscos da aplicação em cotas de FII com este objeto, bem como a rentabilidade almejada para atrair potenciais investidores. Para embasar este trabalho, utilizou-se como estudo de caso o FII responsável pelo desenvolvimento do bairro Panamby, região de alto padrão, situada no sudoeste da cidade de São Paulo. Sua implantação possibilitou a migração de famílias insatisfeitas com o caos e o alto preço dos imóveis em bairros mais centrais.

Como metodologia para a análise da rentabilidade dos cotistas desse fundo foi construído um fluxo estático do ocorrido, aporte inicial em março de 1995 e todos os resultados distribuídos até fevereiro de 2013, e um fluxo a receber de terrenos em estoque, comercializados, mas que estão suportados por escrituras de promessa de compra e venda e algumas parcelas de “a receber” de um dos setores já totalmente comercializado (Setor Villaggio). Podem acontecer algumas variações nessas receitas por questões legais e mercadológicas, e o objetivo é verificar a sensibilidade da taxa de retorno (TRR) dos cotistas tendo em vista possíveis riscos aos quais eles ainda estão expostos.

Supõe-se que esse estudo de caso permita verificar se os patamares de rentabilidade alcançados por esse FII correspondem às expectativas do administrador no seu desenvolvimento e se são as mesmas repassadas aos investidores no prospecto. Na análise, serão apresentados diferentes cenários, alterando premissas de mercado e ciclo de investimento no FII, a fim verificar a rentabilidade do cotista nesses diversos cenários ou possibilidades.

Palavras-chave: Fundo de Investimento Imobiliário - Bairro Panamby - Risco x Retorno do Cotista.

ABSTRACT

The population of large cities suffers the lack of space and the chaos caused by agglomeration which impairs the quality of life in these centers.

Thus, it is extremely necessary that neighborhoods generally developed around these urban centers are better designed, seeking to provide a better quality of life for their residents.

The establishment of a planned neighborhood, which usually happens in a long maturation cycle, is a business risk, considering both the merchandising as well as the financial aspect, given the possibility of temporal mismatch between payment of development costs and the adequacy of sales revenues. On the other hand, it tends to offer higher profitability in view of the risks involved.

The purpose of this paper is to analyze the investment quality of a shareholder of a real estate investment trust (REIT) focused on the development of new urban neighborhoods in Brazilian metropolis, particularly in the city of São Paulo, highlighting the main market and legal risks of this type of project. Given the need for capital investment of greater magnitude, it is appropriate to use the REIT as a vehicle to raise funds to make up the funding of these projects. Thus, we attempted to recognize the risks of investments in shares of REIT with this object as well as the targeted profitability to attract potential investors. To support this paper, the REIT responsible for the development of Panamby - an upscale neighborhood situated in the southwest of São Paulo city – has been used as a case study. Its implementation has enabled the migration of families who were unhappy with the chaos and the high price of real estate in more central neighborhoods.

As a methodology for analyzing the profitability of the shareholders of such fund, a static flow was built with initial funding in March 1995 and all the results distributed until February 2013, and a flow receivable land bank, marketed, but still backed by deeds of purchase and sale and some plots of "receivables" of one of the sectors already fully commercialized (Sector Villaggio).

A few variations on these revenues may occur due to legal and market issues and the objective is to check the sensitivity of the internal return rate (IRR) of the shareholders in view of possible risks to which they are still exposed.

It is assumed that this case study allows checking whether the levels of profitability achieved by such REITs meet the expectations of the administrator in its development and whether they are the same expectations passed on to investors in the prospectus. The analysis will present different scenarios, altering market assumptions and investment cycle in the IFI, to check the profitability of the shareholder in these different scenarios or possibilities.

Keywords: *Real Estate Investment Trusts - Neighborhood Panamby - Risk vs. Return of the Shareholder.*

LISTA DE FLUXOGRAMAS

Fluxograma 1– Rotina básica para desenvolvimento de Estudo de Exequibilidade Técnica e de Enquadramento Legal	32
Fluxograma 2– Rotina básica para desenvolvimento de Estudo do Perfil Comercial....	33
Fluxograma 3– Rotina básica para desenvolvimento do Estudo da Qualidade do Investimento no Empreendimento.....	34

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1- Organograma do Fundo Panamby	63
Figura 2 – Master Plan Panamby.....	65
Figura 3 – Implantação Setor 2.....	66
Figura 4 – Folder Comercial Villaggio Panamby.....	67
Figura 5 – Implantação Villaggio Panamby	68
Figura 6 – Setores em Estoque	71
Figura 7 – Mapa com a localização dos últimos lançamentos residenciais.....	118
Figura 8 – Mapa com a localização dos últimos lançamentos comerciais	120

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução dos Índices desde 2011 (jan/11=100).....	22
Gráfico 2 – Possibilidade de Interferência x Custo Acumulado	37
Gráfico 3 – Distorção Isolada - Preço do m ² dos Setores 1 e 6B	92
Gráfico 4 – Distorção Isolada - Preço do m ² do Setor 7.....	93
Gráfico 5 – Distorção Isolada - Preço do m ² do Setor 8.....	94
Gráfico 6 – Distorção Isolada – Preço do m ² do Setor 6A	95
Gráfico 7 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B	96
Gráfico 8 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 7	97
Gráfico 9 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 8.....	98
Gráfico 10 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 6A	99
Gráfico 11 – Distorção Isolada – Perda no % de Permuta do Setor 7.....	100
Gráfico 12 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 8.....	101
Gráfico 13 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 6A.....	102
Gráfico 14 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B.....	103
Gráfico 15 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 7.....	104
Gráfico 16 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 8.....	105
Gráfico 17 – Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 6A	106

Gráfico 18 – Distorção Isolada - Preço do m ² (Cenário Referencial Prospecto).....	109
Gráfico 19 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)	111
Gráfico 20 – Distorção Isolada - Perda no Potencial Construtivo (Cenário Referencial Prospecto).....	112
Gráfico 21 – Distorção Isolada - Perda no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)	113
Gráfico 22 – Distorção Cruzada - Perda no Potencial Construtivo e no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto).....	114
Gráfico 23 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto).....	115
Gráfico 24 – Série Histórica – Indicadores Econômicos.....	116
Gráfico 25 – Ciclo de Investimento.....	124
Gráfico 26 – Ciclo de Investimento (Cota Valor de Mercado)	129
Gráfico 27 – Ciclo de Investimento (Cota corrigida por IGP-M)	129

LISTA DE TABELAS

Tabela 1– Características das Etapas.....	36
Tabela 2– Participação Investidores no Início do FII Panamby.....	62
Tabela 3– Participação dos Investidores do FII Panamby Atualizada	62
Tabela 4 – Áreas de Setores em Estoque.....	72
Tabela 5 - Índices Macro- Econômico	74
Tabela 6 – Cronograma de Lançamentos no Prospecto	79
Tabela 7 – Percentual de Permuta por Setor no Prospecto.....	80
Tabela 8 – Despesas Operacionais do FII (%)	82
Tabela 9 – Datas Setores 1 e 6B	84
Tabela 10 – Características do Empreendimento dos Setores 1 e 6B	84
Tabela 11 – Investimentos dos Setores 1 e 6B	85
Tabela 12 – Indicadores da Qualidade do Investimento Setores 1 e 6B	85
Tabela 13 – Datas do Setor 7.....	86
Tabela 14 – Características do Empreendimento do Setor 7.....	86
Tabela 15 – Fluxo de Pagamento do Setor 7	86
Tabela 16 – Investimentos no Setor 7	87
Tabela 17 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 7	87
Tabela 18 – Características do Empreendimento do Setor 8.....	88
Tabela 19 – Investimentos no Setor 8	88

Tabela 20 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 8	89
Tabela 21 – Características do Empreendimento do Setor 6A	89
Tabela 22 – Investimentos no Setor 6A.....	90
Tabela 23 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 6A	90
Tabela 24 – Informações da Receita Villaggio	91
Tabela 25 – Investimentos no Villaggio.....	91
Tabela 26 – Distorção Isolada - Preço do m ² dos Setores 1 e 6B.....	92
Tabela 27 – Distorção Isolada - Preço do m ² do Setor 7	93
Tabela 28 – Distorção Isolada - Preço do m ² do Setor 8	94
Tabela 29 – Distorção Isolada – Preço do m ² do Setor 6A	95
Tabela 30 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B.....	96
Tabela 31 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 7	97
Tabela 32 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 8	98
Tabela 33 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 6A	99
Tabela 34 – Distorção Isolada – Perda no % de Permuta do Setor 7	100
Tabela 35 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 8.....	101
Tabela 36 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 6 ^a	102
Tabela 37 – Distorção Cruzada -Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B	103
Tabela 38 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 7	104

Tabela 39 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 8	104
Tabela 40 – Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 6A	105
Tabela 41 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Referencial Prospecto)	107
Tabela 42 – Quadro Comparativo de Área Computável	109
Tabela 43 – Distorção Isolada - Preço do m ² (Cenário Referencial Prospecto)	109
Tabela 44 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)	110
Tabela 45 – Distorção Isolada - Perda no Potencial Construtivo (Cenário Referencial Prospecto)	111
Tabela 46 – Distorção Isolada - Perda no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)	112
Tabela 47 – Distorção Cruzada - Perda no Potencial Construtivo e no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)	113
Tabela 48 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)	114
Tabela 49 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)	117
Tabela 50 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IPCA)	117
Tabela 51 – Comparativo Cenário Prospecto x Cenário Mercado	117
Tabela 52 – Pesquisa de Mercado (Residencial)	118
Tabela 53 – Pesquisa de Mercado (Comercial)	120

Tabela 54 – Cenário Prospecto x Cenário Mercado	122
Tabela 55 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)	123
Tabela 56 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Mercado IGP-M)	123
Tabela 57 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)	125
Tabela 58 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto 1)	125
Tabela 59 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto 2)	125

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

CEPAC – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CONDEPHAAT – Conselho de Defesa do Patrimônio Histórico

CONPRESP – Conselho Municipal de Preservação do Patrimônio

CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Imobiliários

DEPRN – Departamento Estadual de Proteção de Recursos Naturais

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

IGP-M – Índice Geral de Preços de Mercado

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPTU – Imposto Territorial Urbano

LCI – Letra de Crédito Imobiliário

LH – Letras Hipotecárias

PABY – Código do Fundo Panamby na BOVESPA

SPE – Sociedade de Propósito Específico

TIR – Taxa Interna de Retorno

VGX – Volume Geral de Vendas

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	7
LISTA DE FLUXOGRAMAS	9
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	10
LISTA DE GRÁFICOS.....	11
LISTA DE TABELAS	13
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	17
1. INTRODUÇÃO	21
1.1 Contexto Macroeconômico.....	21
1.2 Objetivos.....	23
1.3 Estrutura e Metodologia do Trabalho.....	24
2. DESENVOLVIMENTO URBANO	27
2.1 Início da Urbanização no Brasil	27
2.2 Loteamento Residencial	30
2.3 Fases do Desenvolvimento de um Loteamento Residencial	31
2.3.1 Comercialização de um Loteamento.....	35
2.3.2 Investimento no Negócio Loteamento Urbano	35
3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	38
3.1 Surgimento	38

3.2	Definição	40
3.3	Regulamento e Prospecto	42
3.4	Patrimônio do Fundo	44
3.5	Tipos de FIIs.....	45
3.6	Rendimento do FII.....	46
3.7	Tributação.....	47
3.8	Fatores de Riscos	47
3.9	Administrador do FII.....	49
3.10	Resgate e Negociação das Cotas	49
3.11	Perfil dos Investidores de FIIs	49
3.12	Futuro dos FIIs no Brasil	50
4.	BAIRRO PANAMBY	53
4.1	Chácara Tangará.....	53
4.2	Loteamento das Glebas.....	54
4.3	Projeto Panamby.....	57
5.	O CASO DO FUNDO IMOBILIÁRIO PANAMBY.....	61
5.1	Estruturação	61
5.2	Desenvolvimento Urbano	64
5.2.1	Setores Comercializados e com toda Receita Reconhecida pelo FII.....	65
5.2.2	Setores Comercializados com Receita a Receber	66

5.2.3	Setores Comercializados Suportados por Escritura de Promessa de Venda e Compra	68
5.2.4	Setores Ainda Não Comercializados (Estoque)	71
5.3	Análise da Qualidade dos Investimentos no FII Panamby	72
5.3.1	Principais Riscos dos Investidores no FII Panamby	75
5.3.2	Premissas: Prospecto x Cenário Referencial Prospecto	77
5.3.3	Análise da Qualidade dos Investimentos por Setor	83
5.3.4	Análise de Sensibilidade	91
5.3.5	Análise da Qualidade dos Investimentos do Cotista do FII Panamby	106
5.3.6	Cenário Referencial Prospecto x Cenário Referencial Mercado	117
5.3.7	Análise em Diferentes Ciclos de Investimento	124
6.	CONCLUSÕES	127
7.	BIBLIOGRAFIA DE REFERÊNCIA	131
8.	BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	135
9.	ANEXOS	137

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contexto Macroeconômico

O mercado imobiliário brasileiro, em geral, apresentou nos últimos quatro anos um forte crescimento de venda, de preço e da capacidade de investimento por parte dos investidores pessoas físicas, ocasionados por fatores como o aumento da renda média da população, maior disponibilidade de crédito imobiliário e redução da taxa básica de juros nacional (SELIC¹). A rentabilidade de investidores com foco especulativo em operações de baixo risco (renda fixa) está atrelada a essa taxa, que, em Outubro de 2012 atingiu o seu menor valor histórico (7,25%). Durante quatro meses essa taxa não se alterou, e, segundo Relatório de Inflação do Banco Central de Março de 2013, a expectativa para a taxa SELIC média para 2013, 2014 e 2015 será de 7,79%, 8,33% e 8,29%, respectivamente. Com essas condições, muitos investidores, provavelmente serão induzidos a buscar alternativas de investimentos que sejam mais rentáveis mesmo com maior risco.

Segue Gráfico 1, que apresenta a evolução dos principais índices do mercado imobiliário e do mercado de ações desde Janeiro de 2011, apresentado no site *Fundo de Investimento Imobiliário*, de um dos maiores consultores deste ramo no país, Sérgio Belezza. Ele compara a rentabilidade dos FIIs (IFIX² - Índice BM&FBOVESPA), do IBOV³ (Índice BOVESPA) e IMOB⁴ (Índice BM&FBOVESPA Imobiliário).

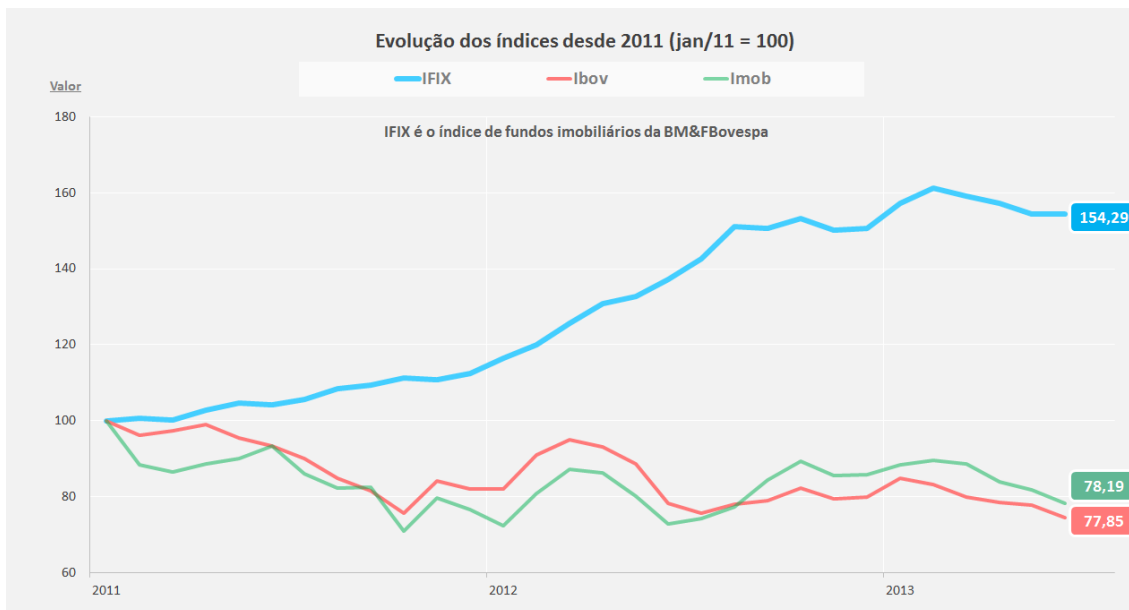
¹ SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

² IFIX: Índice de fundo de Investimento Imobiliário da BM&Bovespa

³ IBOV: é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Tem por objetivo retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA.

⁴ IMOB: tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores da atividade imobiliária, como, construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis.

Gráfico 1 – Evolução dos Índices desde 2011 (jan/11=100)



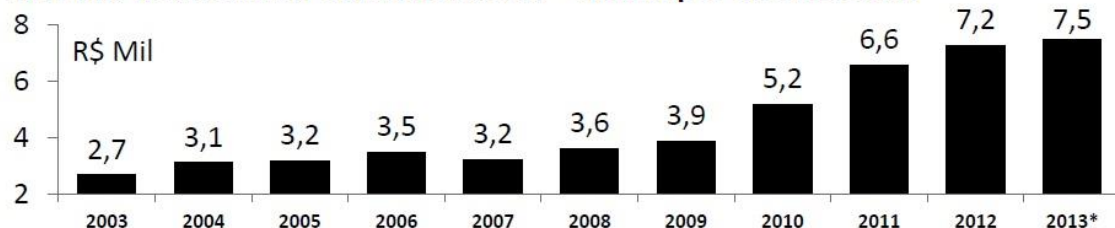
Fonte: Site do Fundo de Investimento Imobiliário [2013].

Observa-se que a valorização dos FIIs comparada com ações das empresas do mercado imobiliário ou até mesmo do mercado de ações. Esta informação demonstra exatamente a atratividade dessa opção de investimento em relação às demais alternativas.

Os FIIs têm sua rentabilidade diretamente vinculada à valorização do preço do m². No caso do FII voltado para empreendimento de base imobiliária, a valorização acaba pressionando o valor do aluguel, que, conseqüentemente, aumenta a rentabilidade do cotista. Ocorre o mesmo no FII voltado para o desenvolvimento imobiliário, por exemplo, o FII Panamby, que negocia terrenos em permuta.

Como prova de que a rentabilidade do FII está atrelada à valorização do preço do m², segue abaixo o Preço Médio Anual por Área Útil, dos imóveis residenciais verticais novos do Município de São Paulo, apresentado no Balanço do Mercado Imobiliário 1º Trimestre de 2013 do Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo (SECOVI-SP). Desde 2010, houve uma forte valorização no preço comercializado.

Imóveis Residenciais Verticais Novos – Município de São Paulo



Fonte: SECOVI-SP [2013].

No mercado imobiliário, não adianta uma valorização alta sem compradores com renda capaz de adquirir o imóvel. SECOVI-SP apresenta informações do mercado imobiliário da cidade de São Paulo, que demonstram a capacidade de absorção do produto residencial:

O mercado de imóveis novos residenciais em São Paulo apresentou resultados surpreendentes no mês de Março de 2013, tanto em vendas quanto em lançamento. De acordo com o departamento de Economia e Estatística do SECOVI-SP, no terceiro mês do ano, foram comercializadas 4.087 unidades, um crescimento de 83,9% em relação aos 2.223 imóveis vendidos em Março de 2012.

Os lançamentos, conforme dados da Embraesp (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio), atingiram 2.845 unidades, com aumento equivalente a 80,35% em relação às 1.578 unidades de igual mês do ano passado.

O indicador Vendas sobre Oferta (VSO) de 12 meses encerrou março em 59,9%, próximo ao índice do terceiro mês de 2012, de 60,1%. De acordo com a Embraesp, o volume lançado entre Janeiro a Março, de 5.321 imóveis, foi 43,9% superior ao mesmo intervalo de meses de 2012 (3.697 unidades).

1.2 Objetivos

Este trabalho tem como objetivo analisar o FII como veículo para captar recursos financeiros com vistas ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários e, sobretudo, sua atratividade e também riscos, para possíveis investidores. A análise terá como foco os empreendimentos imobiliários voltados para o desenvolvimento urbano.

Para tornar possível a análise, *Desenvolvimento Urbano e FII*, primeiramente serão tratados separadamente, possibilitando assim o entendimento de suas particularidades e

características. Esses conteúdos irão embasar a análise de riscos, traçando um paralelo dos principais riscos que os cotistas do FII Panamby estiveram expostos.

O trabalho usa como estudo de caso o Fundo de Investimento Imobiliário criado para o desenvolvimento do Bairro Panamby, na cidade de São Paulo. O foco é a rentabilidade do cotista do FII Panamby e a sensibilidade do seu retorno diante dos riscos a que está exposto. Serão considerados fatos o investimento inicial e todos os rendimentos distribuídos até fevereiro de 2013, já divulgados pelo administrador do FII. Em outras palavras, toda variação ocorrerá na receita que o FII ainda tem para receber, como terrenos em estoque ou comercializados, mas ainda não incorporados, e parcelas “a receber” de empreendimentos lançados.

O estudo de caso possibilitou verificar diversos patamares de rentabilidade que poderão ser alcançados de acordo com a situação de mercado e diferentes momentos de investimento no FII. Diante desses resultados o investidor poderá entender melhor o ciclo de investimento do FII, os riscos a que ainda está exposto e, enfim, tomar a decisão de investir, vender as cotas do FII ou continuar com elas até o final do ciclo do FII.

1.3 Estrutura e Metodologia do Trabalho

Para dar embasamento às análises de risco e de atratividade do estudo de caso FII Panamby, são apresentados dois capítulos sobre: *Desenvolvimento Urbano* e *Fundo de Investimento Imobiliário*. Ambos foram redigidos usando como fonte bibliográfica teses, dissertações, artigos e leis, para tornar possível conhecer as particularidades do negócio e entender melhor como o FII pode ser um veículo de captação de *funding* para viabilizar um Desenvolvimento Urbano.

Os capítulos que retratam o *Bairro Panamby* e o *Fundo de Investimento Imobiliário* foram embasados em uma dissertação de pós-graduação (BARROSO, 2006), diversos documentos divulgados pelo Banco Brascan (apresentações ao investidor, atas de Assembléia, Demonstrativos Financeiros, Prospecto, Regulamento e Relatórios da Administradora), além de várias entrevistas com a responsável pela Relação com Investidores do FII Panamby no Banco Brascan, Renata Vieira.

No capítulo denominado *O Caso do Fundo Imobiliário Panamby* será apresentada análise da qualidade de investimento do cotista desse FII, usando como premissa o investimento inicial (março de 1995 – data de constituição do FII Panamby) e todos os rendimentos distribuídos até fevereiro de 2013, já divulgados pelo administrador do respectivo fundo. Em outras palavras, toda variação ocorrerá na receita dos terrenos em estoque, terrenos comercializados, suportados por escrituras de promessa de compra e venda, e algumas parcelas de “a receber” de um dos Setores já totalmente comercializado (Setor Villaggio). Para ser possível esta análise, foram utilizadas as premissas que o Administrador do FII pratica com algumas variações justificadas no respectivo capítulo e algumas informações que os incorporadores repassam ao Banco Brascan como expectativa do mercado imobiliário para aquela região e produto. Foram selecionados alguns riscos que o cotista está ainda exposto, como, atraso no lançamento, variação na velocidade de vendas, perda de potencial construtivo (que será explicado mais adiante) e variação do preço do m², para assim verificar a sensibilidade da sua taxa de retorno diante destas variações.

Para a elaboração do modelo matemático, foi usado como ferramenta o *software* Microsoft Excel. A moeda utilizada é o Real (R\$), a data de referência da análise é o mês de fevereiro de 2013 [0] e o índice indexador do cenário referencial, o Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M).

Para a conclusão deste trabalho, será analisado o resultado da taxa de retorno do cotista do FII Panamby e sua sensibilidade diante dos riscos a que ainda está exposto, e, assim, verificar se os patamares de rentabilidade alcançados por ele foi igual, acima ou abaixo da expectativa inicial do respectivo FII. Este cenário foi elaborado usando premissas do prospecto (Cenário Referencial – Prospecto), e, com base nele, será apresentado outro Cenário (Mercado), que leva em consideração o número de lançamentos por ano na região e o preço comercializado atualmente, já que as premissas do prospecto baseiam-se nas expectativas de 1995. Além do Cenário de Mercado, serão efetuadas algumas análises, a fim de identificar diferentes ciclos de investimento. O primeiro cenário considera que o investidor de Março de 1995 vende suas cotas pelo valor de mercado em Fevereiro de 2013 (data base do estudo), e o segundo cenário é do investidor que comprou em Fevereiro de 2013 estas cotas e permanecerá no FII até o fim desse. Desta forma, será possível auferir os resultados de todos os cenários e ter uma visão mais clara do ciclo do

FII, a capacidade de produzir receita em diferentes momentos, os riscos a que o cotista ainda está exposto, para, finalmente, tomar a decisão de investir, vender suas cotas ou continuar com elas até o final do ciclo do FII.

2. DESENVOLVIMENTO URBANO

2.1 Início da Urbanização no Brasil

Certamente a história da regulação e da gestão do território brasileiro poderia ser contada a partir de sua descoberta, no entanto, segundo SANTORO [2012], o principal marco descrito por vários autores é a promulgação da Lei de Terras nº 601 de 1850:

Esta representou a transformação da terra em mercadoria e o surgimento da concepção de propriedade da terra obtida a partir da aquisição pela compra (Marx, 1991; Martins, 1981). Ao poderem vender a terra, esta se torna um ativo relevante para a economia. Ou seja, é justamente no momento em que a terra se torna um negócio, que as regras inserem-se, não apenas para evitar os conflitos, mas para regular o “negócio”, cujo, valor está associado às possibilidades de uso, ao que se pode fazer nela.

A vida urbana tinha como objetivo diferenciar-se do mundo do campo. A regulação dos núcleos centrais urbanos, conforme SANTORO [2012] surgem como instrumento dessa diferenciação:

[...] projetos de melhoramentos urbanos, bem como planos higienizadores, dão forma às alterações urbanísticas que envolvem a ampliação dos perímetros urbanos, a criação de novos bairros e alterações das áreas centrais possibilitando as atividades de comércio, serviços e também de lazer [...].

Para SANTORO [2012], apesar da pouca importância do mercado fundiário urbano no início do século XX, haverá necessidade de dar maior precisão aos loteamentos, suas frações, dimensões, alinhamento das fachadas, nivelamento das vias e diferenciação dos espaços públicos e privados:

O ato de parcelar e, portanto, criar lotes urbanos já possibilitava ganhos com a comercialização da terra e com o crescimento urbano este vai se tornando um negócio interessante. Mas será apenas nos anos 1930 que se inicia o regramento desta ação, principalmente nas grandes cidades como Rio de Janeiro e São Paulo.

Na década de 30 foi concebida a primeira legislação federal de parcelamento do solo e a primeira legislação florestal. Na habitação, profundas mudanças ocorreram durante o Governo de Getúlio Vargas, ao final de 1930, e SANTORO [2012] afirma que o objetivo era regular o mercado de aluguel de habitação. Naquele momento, ocorreu o estímulo à

produção direta e ao financiamento da moradia, surgiram iniciativas de produção de habitação social, além de uma série de medidas de complementação urbana na periferia, com grandes investimentos no transporte rodoviário que viabilizaram o crescimento em extensão, sobretudo nas grandes cidades onde a indústria iria se desenvolver. Afirma SANTORO [2012]:

O processo mais intenso de urbanização que ocorreu no país está diretamente relacionado com o seu processo de industrialização, já que está envolve a construção da ‘necessidade da casa própria’, a expansão urbana, a formação da periferia, até a identificação das desigualdades regionais.

Em 1931, a expansão urbana já vinha sendo discutida no âmbito do I Congresso de Habitação, ao considerar um sucesso os loteamentos, que eram estimulados pela rentabilidade e valorização da terra cuja ocupação não se dava em áreas centrais, muito valorizadas e com escassez de lotes, mas sim pela oferta de terrenos baratos e mais distantes em áreas periféricas, uma das saídas para a produção em massa de moradia. Entretanto, apontava-se a importância da regulação do trabalho de oito horas diárias, que disponibilizou tempo para o transporte de casa ao trabalho e pela necessidade de comunicação de áreas distantes através da implantação de transporte urbano [SANTORO 2012].

Na cidade de São Paulo, segundo SANTORO [2012], implantou-se então uma série de melhorias urbanas que facilitaram a expansão periférica, dentre elas, a principal era relativa aos transportes, tido como principal empecilho. E umas das soluções para esse problema foi a associação entre empresas de ônibus e empresas de loteamento.

Para LANGENBUCH [1971 *apud* SANTORO, 2012], a fase anterior aos anos 1940 foi um momento em que a especulação imobiliária criou imensas áreas de ocupação rarefeita, encarecendo os terrenos e expulsando as populações para regiões mais distantes. Essa dispersão, possibilitada pelo transporte rodoviário, também colaborou para a especulação imobiliária e para a normalização dos espaços para a classe mais abastadas em áreas centrais, deixando a expansão urbana como opção para as camadas mais pobres localizarem-se no espaço.

Após o fim da Segunda Guerra Mundial em 1945, em virtude do aumento dos impostos territoriais, crescimento da população da capital e expansão do parque industrial paulistano, essas áreas periféricas criadas em 1930 estavam realmente condensadas. E a partir de então, originaram-se aos problemas provocados pela aglomeração, filas nos pontos de ônibus, bondes superlotados e caminhões improvisados como transporte coletivo. AZEVEDO [1958 *apud* SANTORO [2012] sinalizava:

Já existia um descompasso entre a vontade de parcelar e crescer, dos privados, e as necessidades criadas por estes novos parcelamentos, as quais o poder público não sabia se daria conta de fornecer, nem tão pouco tinha recursos para arcar com o crescimento.

A solução da verticalização das áreas centrais foi sugerida e utilizada em São Paulo nos anos de 1930 e início de 1940, já que o modelo de crescimento horizontal ilimitado era visto como muito caro para ser administrado e para arcar com custos de uma urbanização completa. SANTORO [2012] afirma que a expansão urbana horizontal poderia ser um padrão de ocupação adequado, desde que tivesse sido planejado para uma realidade de crescimento populacional e físico explosivo. Na década de 1970 houve o apogeu da velocidade do crescimento populacional e também do crescimento em expansão urbana.

No período do governo militar (1964-1985), foram criados importantes leis que regulamentavam a política urbana no território brasileiro, como a Lei dos Condomínios Horizontais (Lei Federal nº 4.561/64), o Código Florestal (Lei Federal nº 4.771/1965), o Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172/1966) e a Lei Federal de Parcelamento do Solo (Lei Federal nº 6.766/1979), além do Estatuto da Terra (Lei Federal nº 4.504/64) no âmbito rural.

O Código Florestal foi concebido de forma a regulamentar o corte e o uso da vegetação nativa em todo o território nacional e, com esse objetivo, apresenta duas definições importantes, a de Reserva Legal e a de Áreas de Preservação Permanentes. Já o Código Tributário Nacional estabelece instancias governamentais diferentes para cobrança do imposto sobre área urbana: o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), é cobrado pelo município e o imposto sobre propriedade rural, Imposto sobre a Propriedade Territorial Rural (ITR), repassado para o município.

A Lei Federal de Parcelamento do Solo definia que o parcelamento do solo apenas seria possível em área urbana e de expansão urbana, exigindo que a prefeitura definisse essas áreas em lei municipal. Além disso, determinava que não fosse permitido o parcelamento em áreas alagadiças e sujeita à inundação, com declive igual ou superior a 30%, preservadas ecologicamente ou naquelas em que a poluição impeça condições sanitárias suportáveis, além de estabelecer parâmetros urbanísticos para loteamento. Atualmente, essa foi alterada pela Lei nº 9.785/99 que trata do uso e parcelamento do solo.

2.2 Loteamento Residencial

Segundo a Lei do Parcelamento do Solo, Nº 6.766 de 19 de Dezembro de 1979, loteamento é a subdivisão de gleba em lotes destinados a edificação, com abertura de novas vias de circulação, de logradouros públicos ou prolongamento, modificação ou ampliação das vias existentes.

Na Lei Federal nº 9.785 de 29 de janeiro de 1999, considera-se lote o terreno servido de infraestrutura básica cujas dimensões atendam aos índices urbanísticos definidos pelo plano diretor ou lei municipal para a zona em que se situe. Já infraestrutura básica, conforme dispõe essa lei é constituída pelos equipamentos urbanos de escoamento das águas pluviais, iluminação pública, esgotamento sanitário, abastecimento de água pluvial, energia elétrica pública e domiciliar e vias de circulação.

Diferentemente de outros produtos do mercado imobiliário, JENSEN [2004] afirma que a característica básica de um loteamento residencial está relacionada com o fato de serem disponibilizados aos clientes apenas lotes urbanizados, sem qualquer edificação sobre eles:

Isso possibilita ao adquirente total liberdade de desenvolver o seu imóvel de acordo com as suas necessidades e anseios particulares independente de modismo e imposições criadas pelo mercado imobiliário. A única restrição está relacionada com os aspectos de uso e ocupação deste lote, cujas restrições são sugeridas pelo empreendedor de acordo com o perfil do empreendimento e impostas pela municipalidade através de lei específica ou do seu Plano Diretor, dependendo do município.

Partes da área do loteamento são destinadas para criação de áreas verdes, áreas comuns e vias de acesso. Elas passam a pertencer e a serem mantidos pelo Poder Público. No

entanto, como forma de criar um diferencial competitivo, os empreendedores podem oferecer outras benfeitorias adicionais e/ou fazer certos investimentos além do exigido pelo poder público, como criação de parques com paisagismo mais elaborado, equipamentos urbanos diferenciados, dentre outros.

2.3 Fases do Desenvolvimento de um Loteamento Residencial

O desenvolvimento de todo loteamento passa por diversas fases desde a origem até a entrega do produto final. Nos itens seguintes, será apresentado o ciclo de desenvolvimento do loteamento residencial, trocando um paralelo entre o loteamento destinado à incorporação de edifícios que podem ser residenciais ou comerciais.

Originação

Como em todo negócio imobiliário, antes mesmo da aquisição da área, é importante avaliar os aspectos legais relacionados com as permissões e restrições do parcelamento do solo, aspectos mercadológicos, como demanda existente, além de aspectos físicos, que envolvem as condições locais para a implantação do empreendimento.

Esses três aspectos são de extrema importância e, por meio deles, é possível esboçar um *Master Plan* das possibilidades do futuro empreendimento. É preciso que os profissionais responsáveis pelas avaliações dessa potencialidade tenham experiência suficiente para analisar, de forma sistêmica, generalista e global, os três importantes aspectos citados, com o objetivo de buscar uma solução de empreendimento adequado ao local, ao mercado, ao empreendedor e ao investidor, de forma concomitante.

Desenvolvimento do Produto e sua Regularização

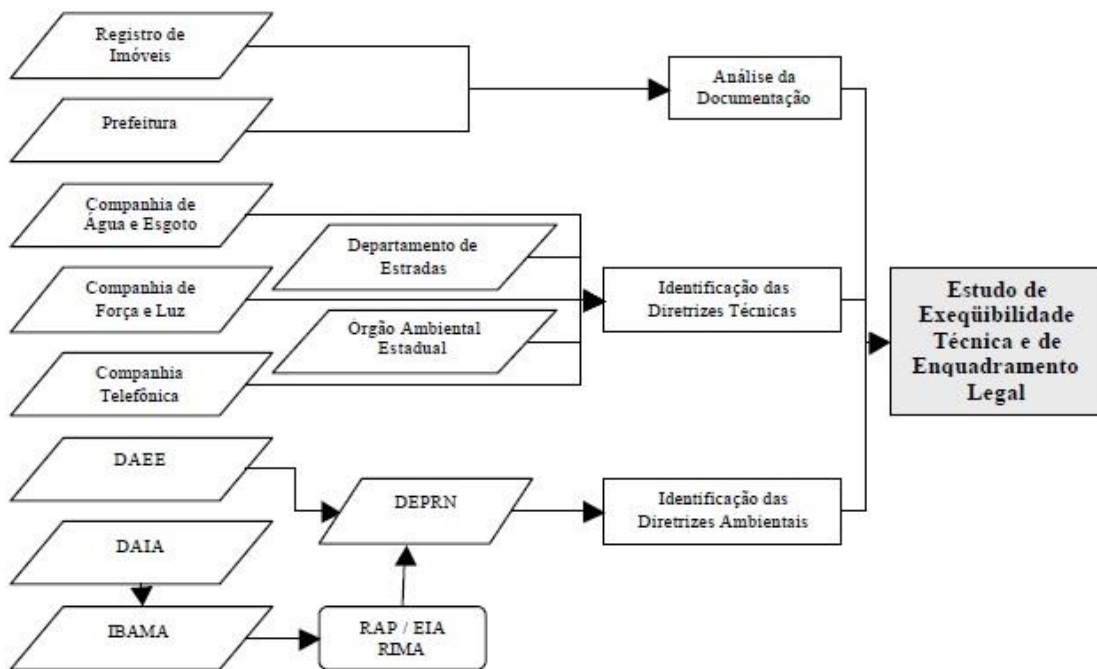
O parcelamento do solo urbano é regido por lei federal, mas cada Estado e cada Município possuem particularidades específicas que podem interferir pontualmente em algum aspecto.

A área correspondente ao futuro empreendimento oferece, segundo JENSEN [2004], diferentes particularidades, como localização, topografia e existência de elementos naturais, como matas, rios, nascentes, colinas, morros e etc. No final, para o autor são

esses os elementos que determinam o grau de complexidade à regularização e “o que torna cada loteamento único, na sua forma, na sua solução e no seu resultado”.

Antes mesmo do licenciamento de um empreendimento, cada aspecto pode e deve ser preliminarmente discutido com os órgãos oficiais envolvidos na regularização do empreendimento. Esta ação muitas vezes identifica detalhes que resultam em discussões futuras que podem prorrogar, ou até mesmo interromper indesejavelmente a regularização do empreendimento. Este conjunto de ações é denominado por JENSEN [2004] como **Estudo de Exequibilidade Técnica e Enquadramento Legal**.

Fluxograma 1– Rotina básica para desenvolvimento de Estudo de Exequibilidade Técnica e de Enquadramento Legal

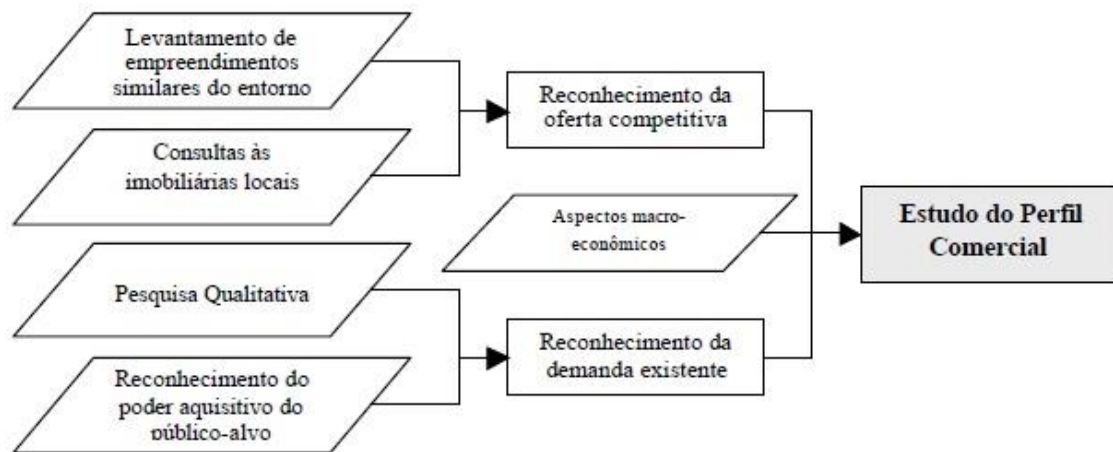


Fonte: JENSEN [2004].

O segundo passo para JENSEN [2004] consiste em elaborar o **Estudo do Perfil Comercial**, ou seja, analisar todos os aspectos mercadológicos, como necessidades, expectativas e anseios do público-alvo do futuro empreendimento. O estudo pode ser feito mediante pesquisas de mercado, contato com profissionais de vendas locais, do conhecimento dos aspectos socioculturais ou de quaisquer outras informações relevantes que possam enriquecer a tomada de decisão pelo produto a ser desenvolvido.

Além disso, JENSEN [2004] afirma ser necessário reconhecer e dimensionar toda a oferta competitiva localizada no entorno do empreendimento, observando os seus atrativos de infraestrutura, lazer, preço, forma de pagamento e sua velocidade de venda. Caso o produto seja semelhante, deve-se tentar oferecer outros atrativos ou até mesmo diversificar o produto para aproveitar uma demanda que pode estar reprimida. Simultaneamente, é importante verificar a capacidade de pagamento (real poder aquisitivo) do público alvo imaginado para este, já que este aspecto é o grande limitador do preço.

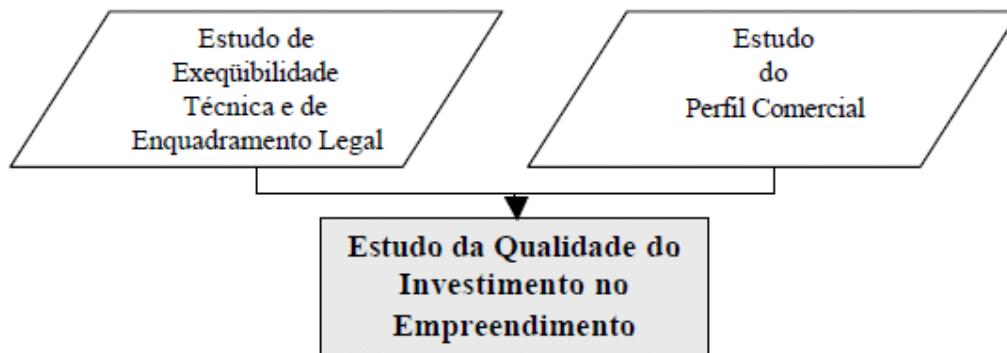
Fluxograma 2– Rotina básica para desenvolvimento de Estudo do Perfil Comercial



Fonte: JENSEN [2004].

Após essas duas análises dos aspectos gerais que podem influenciar diretamente o resultado do empreendimento, JENSEN [2004] orienta que o próximo passo é elaborar um **Estudo Urbanístico Preliminar** e um **Estudo da Qualidade do Investimento no Empreendimento**.

Fluxograma 3– Rotina básica para desenvolvimento do Estudo da Qualidade do Investimento no Empreendimento



Fonte: JENSEN [2004].

Para o estudo urbanístico, são realizadas sondagens e levantamento planialtimétrico georeferenciado, possibilitando vários estudos urbanísticos. JENSEN [2004] afirma que o objetivo é alcançar o melhor aproveitamento possível de acordo com as possibilidades que o terreno oferece. Após a escolha do estudo final, é produzido um estudo urbanístico global com um nível de detalhamento suficiente para os empreendedores terem uma visão geral do empreendimento.

É necessário ainda fazer um orçamento preliminar contendo o custo do terreno, projetos, infraestrutura, aprovações, registros, corretagem, promoção e propaganda, ou seja, dimensionar todo o investimento necessário para esse empreendimento. Com a expectativa de receita, o empreendedor, verificará se o empreendimento apresenta rentabilidade atrativa dentro do nível de risco aceitável ao seu perfil, e assim, decidir prosseguir ou não com o desenvolvimento do projeto.

Caso se tome a decisão de desenvolver, o ideal é que periodicamente o empreendimento seja monitorado em relação ao cumprimento dos custos e dos prazos. JENSEN [2004] sugere que a análise seja feita tanto de forma isolada como de forma combinada. Assim, os gestores e empreendedores terão os indicadores necessários para tomar decisões, objetivando minimizar o impacto de eventuais desvios nos parâmetros inicialmente programados.

Projetos e Aprovação do Loteamento

Com o estudo urbanístico, é possível elaborar os projetos técnicos necessários à produção do loteamento. Eles devem ser analisados por diversos órgãos licenciadores de parcelamento, e as aprovações técnicas devem ser complementadas pela aprovação final da prefeitura local, quando serão definidos prazos e negociadas as garantias da sua execução.

Registro do Loteamento

O loteamento, mesmo estando totalmente regularizado, apenas existe do ponto de vista legal depois de totalmente aprovado e registrado em cartório. A partir desse momento, as vias e praças, os espaços livres e as áreas destinadas a edifícios públicos e outros equipamentos urbanos passam a integrar o domínio do município, e os lotes passam a existir de forma autônoma. Somente após o registro do loteamento, os lotes poderão ser comercializados.

2.3.1 Comercialização de um Loteamento

Assim como qualquer empreendimento imobiliário, parte do seu Volume Geral de Vendas (VGV) é empregado para cobrir despesas de *marketing* e corretagem. A despesa de *marketing* em particular é dimensionada para uma utilização inicial (lançamento) e para a manutenção do *status* de comercialização, conforme programação inicial. Já a despesa de corretagem ocorre no momento da venda, e, em muitos casos, é pago diretamente ao corretor responsável pela comercialização.

2.3.2 Investimento no Negócio Loteamento Urbano

JENSEN [2004] orienta que o investidor deve prestar atenção no momento certo de associar-se ao originador (empreendedor), ou seja, ter conhecimento de três vetores: nível de investimento, risco de insucesso e possibilidade de interferência. Apenas assim ele estará ciente do momento certo em que poderá dar início à sua participação formal no empreendimento.

Nível de investimento está relacionado com o investimento específico de cada etapa em relação ao investimento total

necessário. O risco de insucesso está relacionado com a de validação isolada de cada etapa, considerando a possibilidade de refazimento e/ou não realização da etapa. A possibilidade de interferência mostra a capacidade de intervir no desenvolvimento do empreendimento, sempre objetivando um melhor comportamento, sem a necessidade de custos adicionais.

Segue Tabela 1 que JENSEN [2004] apresenta para explicar os conceitos e a metodologia de monitoramento dos indicadores de produção.

Tabela 1– Características das Etapas

	Nível de Investimento	Risco de Insucesso	Possibilidade de Interferência
Análise Preliminar	Baixo	Alto	Alta
Consultas e Levantamentos Preliminares	Baixo	Alto	Alta
Desenvolvimento Preliminar	Baixo	Médio	Alta
Diretrizes, AnteProjetos e Projetos	Médio	Médio	Média
Aprovação	Alto	Médio	Média
Registro	Médio	Baixo	Baixa
Comercialização	Alto	Alto	Baixa
Produção	Alto	Médio	Baixa

Fonte: JENSEN [2004].

O Gráfico 2 apresenta a possibilidade de interferência versus o custo acumulado E o que se nota é que a possibilidade de interferência está inversamente relacionada com o investimento acumulado Ou seja, quanto mais tempo e investimento tiver ocorrido menor a possibilidade de interferência no empreendimento.

Gráfico 2 – Possibilidade de Interferência x Custo Acumulado



Fonte: JENSEN [2004]

JENSEN [2004] identifica os principais pontos que o investidor deve observar:

Período A: Durante esta etapa o empreendimento ainda está em formatação, com grandes possibilidades de modificações e/ou interferências, e o volume de investimento necessário, face ao total de investimento necessário ao empreendimento, ainda é considerado pequeno. Os riscos a que o investidor está exposto estão contidos na possibilidade de uma não conclusão de cada etapa e o investidor ainda pode interferir bastante no alcance dos resultados programados.

Período B: Nesta etapa existem poucas possibilidades de modificações e/ou interferências e os investimentos aumentam significativamente. A partir das aprovações, os riscos têm características diferentes, pois daqui por diante eles estão relacionados com os resultados do empreendimento, e não só com a possibilidade de conclusão de uma etapa. “A partir desta etapa o estudo de qualidade de investimento deve sofrer um ajuste fino com as informações mais precisas e seguras e assim os riscos podem ser mais bem avaliados.

3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3.1 Surgimento

Como o investimento em bens imóveis normalmente envolve alto valor de aplicação, poucos são os investidores que possuem recursos suficientes para aplicar diretamente em empreendimentos dessa natureza. Desta forma, o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é um veículo de investimento que viabiliza o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários.

A Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 institui o FII sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de dezembro de 1976 e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. Atualmente essa Lei é regulamentada pelas Instruções Normativas nº 205/94 e nº 472/08 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Em 31 de março de 2013, a CVM tinha 194 FIIs registrados, com um patrimônio total de R\$ 44,2 bilhões. Destes, 103 Fundos Imobiliários estão registrados e autorizados a negociar nos mercados de bolsa e balcão organizado da BM&FBOVESPA, que investem em edifícios comerciais, *shopping centers*, escolas, loteamentos, etc⁵.

Segundo balanço de operações de Março de 2013 da BM&FBOVESPA, os FIIs ultrapassaram a marca de 100 mil investidores. Foram 102.691 investidores contabilizados em Março de 2013, e 97.951 no mês anterior. Em Março, o volume financeiro foi de R\$ 763,43 milhões, em 87.735 negócios. No mês anterior, o volume financeiro registrado foi de R\$ 739,10 milhões, em 68.122 negócios.

Houve um grande crescimento dos FIIs no Brasil. Em Agosto de 2010, o volume de patrimônio líquido dos FIIs registrados na CVM era de R\$5,7 bilhões, e, dois anos depois, em Setembro de 2012, o valor já atingia R\$ 33,3 bilhões, um crescimento de quase cinco

⁵ Ver anexo lista de Fundos de Investimento Imobiliários listados em Março de 2013 na CVM e na BM&FBOVESPA.

vezes o volume de patrimônio líquido de Agosto de 2010. E de Setembro de 2012 até Março de 2013, ou seja, em seis meses, o crescimento foi superior a 30% (Balanço da BM&FBOVESPA, 2013).

FERREIRA [2011] afirma que desde a década de 1990 até os dias atuais a securitização⁶ imobiliária no Brasil ainda não conseguiu ocupar um lugar no mercado que poderia, tendo em vista o seu potencial de investimentos. AMATO [2009] confirma que “a utilização de empreendimentos de base imobiliária securitizado como poupança é uma tendência irreversível nas economias do mundo e do Brasil”.

O FII foi criado em 1993, e ao longo dos anos, várias leis e instruções da CVM foram editadas, substituindo os critérios inicialmente estabelecidos, com objetivo de adequar as leis à necessidade do mercado, tornando o FII cada dia mais atraente para aos investidores e para a sua expansão no mercado de capitais. No decorrer desta monografia, várias dessas leis são citadas e para que fique mais claro as alterações realizadas, FERREIRA [2011] apresenta a legislação em ordem cronológica:

- a) Lei federal nº 8.668 (25 de junho de 1993) – Criou os fundos de investimento imobiliário. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário;
- b) Lei federal nº 9.779 (19 de janeiro de 1999) – Fez alterações na regulamentação dos fundos, relativamente a sua tributação;
- c) Lei federal nº 11.033 (21 de dezembro de 2004) – Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais;
- d) Lei federal nº 11.196 (21 de novembro de 2005) – Isenta a tributação dos rendimentos de pessoa física diante do atendimento de determinados itens;
- e) Lei federal nº 12.024 (27 de agosto de 2009) – Altera a Leis nº 11.196 (21 de novembro de 2005) e a nº 8.668 (25 de junho de 1993);
- f) Instrução CVM nº 205/94 (14 de janeiro de 1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário;

⁶AMATO [2009] define securitização como um processo de emissão de título de investimento ou quaisquer outros valores mobiliários (*securities*) a serem transacionados no mercado de capitais, os quais estão associados a ativos, empréstimos, créditos ou fluxo de pagamentos.

- g) Instrução CVM nº 206/94 (14 de janeiro de 1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário;
- h) Instrução CVM nº 389/03 (29 de dezembro de 2003) – Permitiu agilizar o processo de listagem de cotas no mercado de balcão organizado;
- i) Instrução CVM nº 400/03 (29 de dezembro de 2003) – Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários, e revoga a Instrução CVM nº 13 (30 de setembro de 1980), e a Instrução da CVM nº 88 (03 de setembro de 1988).
- j) Instrução CVM nº 409/04 (18 de agosto de 2004) – Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
- k) Instrução CVM nº 472/08 (31 de outubro de 2008) – Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205 (14 de janeiro de 1994), nº 389 (03 de junho de 2003), nº 418 (19 de abril de 2005) e nº 455 (13 de junho de 2007). Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400 (29 de dezembro de 2003). Conforme art.66, os fundos que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução devem se adaptar às disposições previstas.
- l) Instrução CVM nº 478/09 (11 de setembro de 2009) – Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
- m) Instrução CVM nº 482 (05 de abril de 2003), que altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400 (29 de dezembro de 2003) e à Instrução CVM nº 476 (16 de janeiro de 2009) dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FIIs.

3.2 Definição

Como já dito, conforme a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 o FII é caracterizado pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de dezembro de 1976, destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. ROCHA LIMA [2011] define o FII no Brasil assim:

Condomínio de investimento, cujo propósito é aplicar recursos em produtos ou empreendimentos imobiliários, como em alguns dos seus derivativos. A maioria dos FIIs existentes respeita a tendência internacional, objetivando investimento imobiliário para renda de longo prazo gerada por imóveis comerciais. Assim, os FII são focados em: i. oferecer ao investidor (cotista do fundo) um ambiente de investimento ancorado em ativos com expectativa de estabilidade de valor no longo termo e ii. Aplicar recursos em produtos capazes de produzir renda mensal regular no longo prazo.

ROCHA LIMA [2011] traça um paralelo entre o FII no Brasil e o dos países de primeira grandeza:

Originalmente os FIIs estavam autorizados a manter portfólios de imóveis, tendo sido recentemente ampliado o espectro para derivativos, desde participação em SPEs (Sociedade de Propósito Específico) desenvolvedoras de negócios imobiliários até, por exemplo, recebíveis embarcados em CRIs (Certificado de Recebíveis Imobiliários). Ainda que a extensão das opções de composição do portfólio possa ser entendida como um meio de facilitar o deslanche desse mercado, que está travado é necessário compreender que, sob essa configuração difusa, o ambiente de investimento perde a identidade com as aplicações em imóveis comerciais, que é a sustentação do sucesso de sistemas equivalentes nas economias mais avançadas, desde a norte-americana, passando pelos países mais importantes da Europa até o Japão.

O FII é definido por FERREIRA [2011] como “uma forma de securitização, mecanismo que representa um dos modelos mais estruturados para a captação de investimentos”.

O FII é constituído sob a forma de condomínio fechado, em que o resgate de cotas não é permitido. O investidor compra cotas do FII que adquire em nome próprio os imóveis que pretende explorar comercialmente indicados para compor sua carteira de ativos. O cotista passa então a ter direito ao recebimento de uma parte nos rendimentos que o fundo vier a obter, conforme o número de cotas que detiver. Em outras palavras, apesar de os FIIs terem suas carteiras de investimentos constituídas por imóveis ou por direitos relacionados a imóveis, a propriedade de cotas dos FIIs não confere a seu titular propriedade sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo, ou sobre a fração ideal específica destes imóveis. Os direitos dos cotistas são exercidos sobre todos os ativos da carteira, de modo não individualizado.

Para que o investidor tenha segurança nesse tipo de investimentos, os atos praticados por proprietários e empreendedores passaram a ser mais controlados, e submetidos às análises de especialistas e investidores, bem como de órgãos reguladores do mercado financeiro.

A CVM afirma que geralmente, as políticas de FIIs visam a realização de investimentos de longo prazo, ou seja, seu objetivo é auferir ganho mediante locação, arrendamento, alienação das unidades do empreendimento adquirido pelo fundo, desenvolvimento imobiliário ou mediante da compra de títulos imobiliários.

ROCHA LIMA [2011] classifica o portfólio de imóveis comerciais para renda de um FII como nobre ou pobre. E afirma que a cota de um FII de portfólio concentrado (portfólio pobre) “já é um investimento de melhor qualidade do que a aplicação em um pequeno imóvel”, mas o investimento em um FII de portfólio mais amplo (portfólio nobre) “é do ponto de vista do investimento conservador, muito mais adequada”. No Brasil o FII é encontrado na maior parte das vezes no conceito mais pobre. ROCHA LIMA esclarece:

Um portfólio nobre é constituído por um conjunto de propriedades, com um foco em um segmento do mercado (hotéis, escritórios, shopping centers), de modo que os distúrbios particulares de comportamento de uma unidade do portfólio possam ser diluídos no conjunto, mantendo a segurança do investidor e um regime harmônico de geração de renda mensal. Um portfólio nobre permite a operação do FII sob estratégia de revitalização contínua dos ativos (compras e vendas) [...] Portfólio pobre acontece quando o FII serve unicamente para partilhar o investimento em um determinado imóvel, ou em um pequeno conjunto de imóveis, de sorte que o investidor fica exposto às suas perturbações de comportamento, sem hedge.

3.3 Regulamento e Prospecto

Segundo a CVM, o “regulamento é o documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento de um FII”, dentre elas, a descrição dos ativos que são adquiridos e as estratégias de investimentos adotadas, uma vez que estão diretamente relacionadas com o risco do investimento.

Já o prospecto para a CVM “é o documento que apresenta as informações para o investidor relativas à política de investimento do fundo e dos riscos envolvidos, bem como dos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do Administrador”. A

CVM alerta que o investidor deve observar a taxa de administração antes de investir em um FII, as informações sobre a experiência do Administrador, bem como do Gestor Imobiliário e demais empresas contratadas para prestação de serviços ao fundo.

O regulamento depende da prévia aprovação da CVM. E quaisquer alterações nele devem ser deliberadas em Assembléia Geral de Cotistas e comunicadas à CVM. Segundo o art. 15 da Instrução CVM nº 472/08, o Regulamento deve contemplar:

- O objeto do Fundo, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;
- O prazo de duração do Fundo;
- A política de investimento do Fundo;
- A taxa de ingresso ou critérios para a sua fixação;
- O número de quotas a serem emitidas;
- A possibilidade ou não de futuras emissões;
- Os critérios para subscrição de quotas;
- A política de comercialização dos empreendimentos;
- O mecanismo de distribuição de resultados;
- A qualificação do Administrador e suas respectivas obrigações;
- O tratamento das despesas e encargos;
- Os critérios para apuração do valor patrimonial das quotas;
- As informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas;
- A taxa de Administração;
- As demais taxas e despesas;
- Os casos de dissolução e liquidação do Fundo, bem como os mecanismos previstos.

E o Prospecto, dentre outras informações relevantes que devem ser analisadas pelo investidor, deve conter:

- A apresentação do Administrador do Fundo e sua respectiva experiência;
- As metas e objetivos de gestão do Fundo;
- A explicação da política de investimentos;
- O público-alvo a que se destina o Fundo;

- As hipóteses de contratação de terceiros para prestação de serviços;
- A política de distribuição de resultados, compreendendo prazos e condições de pagamento;
- Os riscos envolvidos;
- O Estudo de Viabilidade.

O Estudo de Viabilidade “é um documento elaborado por profissionais especializados que analisa a qualidade e as principais condições do investimento”. Ele deve conter, dentre outras, as seguintes informações:

- Rentabilidade esperada dentro de um determinado ciclo operacional, referida através de taxas de retorno e renda média;
- Indicação e análise dos riscos envolvidos no investimento;
- Parâmetros de comportamento do ambiente econômico e do empreendimento;
- Desempenho do ramo comercial específico do empreendimento envolvido;
- Movimentação de recursos no ambiente dos FIIs.

3.4 Patrimônio do Fundo

Segundo a CVM, o Fundo já pode ser criado para investir em um imóvel específico. Alternativamente, ele pode estipular em seu Regulamento o tipo e as características dos imóveis que pretende adquirir, sem especificar exatamente quais poderão vir a compor seu patrimônio. Hotéis, grandes conjuntos de escritórios, até mesmo *shopping centers* estão entre os tipos de imóveis mais comuns. Além disso, no novo Guia do Investidor criado pela CVM [2012], a regulação vigente autoriza que o FII pode ter outros tipos de aplicações, tais como:

Letras de crédito imobiliário (LCI); letras hipotecárias (LH); cotas de outros FII; certificados de potencial adicional de construção (CEPAC); certificado de recebíveis imobiliários (CRI); cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM.

Em hipótese alguma, deve-se confundir os direitos de proprietário com os direitos de cotista do FII. O titular das cotas do FII não poderá exercer qualquer direito real sobre os

imóveis ou empreendimentos. Caso um investidor pretenda utilizar algum imóvel pertencente ao FII de que é cotista, deverá remunerar o fundo, como proprietário, de acordo com as condições de mercado.

O fundo deve aplicar no mínimo 75% de seus recursos em bens e direitos imobiliários. A CVM sugere que o restante seja destinado à aplicação em outros ativos de renda fixa, para assim fazer face às despesas ordinárias necessárias à manutenção do fundo.

3.5 Tipos de FIIs

Um FII pode ser direcionado para renda de aluguel, arrendamento, alienação, desenvolvimento imobiliário, títulos imobiliários, ou um mix de alguns deles. Segue a definição de cada um destes meios geradores de renda.

Renda de Aluguel - são as locações comuns para empreendimentos de escritórios, *shopping centers* e pontos comerciais em geral. O fundo é o proprietário do imóvel pronto, distribui os aluguéis na forma de dividendos, mensalmente, e também é responsável pela administração dos imóveis e pela manutenção dos contratos. Os fatores determinantes para o retorno do fundo são: o valor da aquisição do imóvel, valor de venda do imóvel no futuro e valor dos contratos de aluguéis. É importante verificar o portfólio desse tipo de fundo, se está pulverizado em diferentes mercados e regiões, a localização destes empreendimentos, consciente do risco de inadimplência dos inquilinos e custos com manutenção e renovação dos contratos de aluguéis. É um dos FIIs mais procurados por investidores.

Arrendamento - gera receita por meio da cobrança de um valor correspondente a um percentual do lucro auferido pela empresa arrendatária e/ou pelo pagamento de uma porcentagem do valor total do imóvel arrendado.

Alienação - se o objetivo do fundo for obter ganho por meio de alienação dos imóveis adquiridos, o rendimento será resultado da venda dos referidos imóveis por valor superior ao dependido para a sua aquisição.

Desenvolvimento Imobiliário - é o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais, comerciais, *shopping centers*, galpões industriais ou mediante participação

em SPEs (Sociedade de Propósito Específico). A rentabilidade é oriunda da venda das unidades desenvolvidas em um terreno e/ou projeto que pertença ao fundo. O risco desse tipo de FII é a inadimplência dos compradores, erro nas premissas que determinam o retorno para o investidor (custo de obra, multa por atraso da entrega, velocidade de vendas abaixo do esperado, gasto acima do previsto em *marketing* e propaganda, preço de venda abaixo do previsto), além dos obstáculos para obtenção de licenças necessárias para o lançamento do projeto, gerando atraso no lançamento. Por estar submetido a maior risco, há uma possibilidade de retorno superior em relação aos outros fundos.

Títulos Imobiliários - O FII pode adquirir títulos e valores mobiliários, como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Letra Hipotecária (LH), cotas de outros Fundos Imobiliários, ou até mesmo, comprar ações de empresas do setor imobiliário. Neste caso, há investimento em renda fixa e variável, e fundo é o administrador que deve balancear a relação risco e retorno. O maior risco deste fundo é uma queda no valor de mercado dos títulos selecionados pelo gestor.

Caso ocorra a dissolução do fundo, todo ativo deverá ser vendido, e com a distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas.

3.6 Rendimento do FII

A CVM faz alguns esclarecimentos importantes quanto o rendimento ofertado pelo FII. Um deles é que o administrador tem a obrigação de distribuir aos cotistas 95% (noventa e cinco por cento) do lucro auferido pelo fundo.

A distribuição de resultados, ou sua incorporação ao patrimônio, deve estar explicitada no regulamento e no prospecto do fundo. Nenhum material de divulgação pode assegurar ou sugerir garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor. Em outras palavras, resultados obtidos no passado não garantem a obtenção de resultado no futuro. Segundo a CVM [2012]:

Apesar de muitos FII distribuírem rendimentos mensalmente, não podemos considerar o investimento em FII como de renda fixa. Não apenas em função dos riscos do empreendimento (inadimplência de um inquilino, vacância de um imóvel etc.), mas também pelo fato de o valor de suas cotas oscilar, sempre que há mercado para elas.

3.7 Tributação

A CVM destaca as principais observações referentes à tributação que acontece no FII e para seus investidores, de acordo com a Lei nº 8.668/93, alterada pela Lei nº 9.779/99:

O Fundo deverá distribuir a seus cotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano;

Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, quando distribuídos a qualquer beneficiário, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de 20%. (vinte por cento)

Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação de cotas também se sujeitam à incidência do imposto de renda à alíquota de 20% (vinte por cento);

O Fundo que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das cotas do Fundo, não contará com o regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas.

A CVM [2012] destaca que o investidor pessoa física de um fundo que segue os requisitos estabelecidos pela Lei nº 9.779/99, já descritos, pela Lei nº 11.033, não poderá possuir mais de 10% ou mais das cotas do fundo que deverá ter no mínimo cinquenta cotistas e ter suas cotas exclusivamente negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado. É isento de Imposto de Renda para os valores recebidos mensalmente a título de rendimento. Eventuais ganhos de capital, por exemplo, obtidos na venda de cotas dos FIIs (ou no resgate em caso de liquidação do fundo), sujeitam-se à incidência desse imposto à alíquota de 20%.

3.8 Fatores de Riscos

O Guia da CVM [2012] cita três importantes fatores de riscos a respeito dos quais o investidor de FII deve estar ciente, **Risco de Mercado** (Mercado Financeiro e Fatores Macroeconômicos Relevantes), **Risco Relativo ao Mercado Imobiliário** (Taxa de Ocupação Imobiliária, Desvalorização dos imóveis, Regulamento do Setor Imobiliário) e **Riscos Relativos ao Investimento no Fundo** (Liquidez Reduzida e Prejuízos e Perdas da Aplicação Financeira). Eles são assim descritos:

Mercado Financeiro: Os FIIs podem ser afetados, de tempos em tempos, pelos mesmos tipos de risco que atingem o mercado financeiro e cada tipo de empresa, observados os ramos negociais específicos”. Em alguns casos, os eventos podem afetar somente os Fundos que detêm determinados tipos de ativos, ou imóveis localizados em região geográfica específica.

Fatores Macroeconômicos Relevantes: Alguns fatos extraordinários, situações especiais e de mercado ou eventos de natureza política, econômica ou financeira que modifiquem a ordem atual e influenciem de forma relevante o mercado financeiro e/ou de capitais brasileiros, incluindo variações nas taxas de juros, eventos de desvalorização da moeda e mudanças legislativas relevantes, poderão afetar negativamente os preços dos ativos integrantes da carteira do fundo e o valor das cotas.

Taxa de ocupação imobiliária: A retração do crescimento econômico pode ocasionar redução na ocupação dos imóveis. A redução da taxa de ocupação pode não só reduzir a receita de um fundo de investimento pela vacância de seus imóveis, mas também gerar redução nos valores dos aluguéis [...]

Desvalorização dos Imóveis: [...] Em caso de queda do valor dos imóveis, os ganhos decorrentes de eventual alienação dos imóveis pertencentes ao fundo, de suas receitas de aluguel, bem como o preço de negociação das cotas no mercado secundário poderão ser adversamente afetados.

Regulamentação do Setor Imobiliário: O setor imobiliário brasileiro está sujeito a uma extensa regulamentação expedida por diversas autoridades federais, estaduais e municipais, que afetam, dentre outras, as atividades de aquisição, venda, locação, reforma e ampliação dos imóveis, assim como a atividade exercida pelo ocupante de determinado imóvel, pode estar condicionado à obtenção ou renovação de licenças específicas, aprovação de autoridades governamentais, limitações relacionadas a edificações, regras de zoneamento e a leis e regulamentos para proteção ao consumidor. Neste contexto, as referidas leis e regulamentos atualmente existentes ou que venham a ser criados a partir desta data poderão vir a afetar adversamente as atividades e a rentabilidade de um FII.

Liquidez Reduzida: Tendo em vista o fato de que os fundos sempre são constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem possibilidade de resgate de cotas, os titulares de cotas de FII podem ter dificuldade em realizar a venda de suas cotas no mercado secundário.

Prejuízos e Perdas da Aplicação Financeira: O investimento em cotas de um FII representa um investimento de risco, que sujeita os investidores a perdas patrimoniais e a riscos, dentre outros, aqueles relacionados com a liquidez das cotas, à volatilidade do mercado de capitais e aos imóveis integrantes da carteira. As aplicações realizadas no fundo não contam com

garantias [...], podendo ocorrer perda total do capital investido pelos cotistas.

3.9 Administrador do FII

O administrador é reconhecido pela CVM como o responsável por toda a administração do fundo e pelas informações prestadas aos cotistas e à CVM, devendo estar identificado no regulamento.

A administração deve ter um departamento técnico habilitado para prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários. Além disto, o administrador deve divulgar as demonstrações financeiras do fundo semestralmente e elas devem ser verificadas por auditor independente registrados na CVM. Para a realização desse trabalho, o administrador pode cobrar uma taxa como forma de remuneração pela prestação dos serviços de administração do fundo e gestão da sua carteira. Todas as taxas que podem ser cobradas pelo administrador devem ser especificadas no regulamento.

3.10 Resgate e Negociação das Cotas

Os FIIs são constituídos como condomínio fechado, e neles não é admitido o resgate de cotas, a não ser em caso de liquidação do fundo ou no término do prazo de duração daqueles que funcionam com prazo determinado. No entanto, é admitida sua negociação em mercado. As cotas podem ser transferidas tanto em transações privadas quanto no mercado secundário de valores mobiliários, nos mercados de balcão ou bolsas de valores.

A CVM alerta que o investidor deve observar se há histórico de liquidez das cotas do fundo ou previsão de mecanismo de formação de mercado, caso contrário poderá ter dificuldade em negociá-las no mercado.

3.11 Perfil dos Investidores de FIIs

FERREIRA [2011] afirma que os típicos investidores do FIIs buscam: “renda mensal, lastro imobiliário, prazo longo, pouco envolvimento com a administração, baixo risco de vacância ou inadimplência, valor unitário acessível e parcelamento do investimento”. Os FIIs podem ser uma boa alternativa para os investidores estrangeiros que buscam investimento de médio e longo prazo no país.

O investidor de FII, portanto, é aquele que procura a diversificação de seu portfólio de investimentos com visão de longo prazo e maior liquidez do que o investidor de imóveis.

3.12 Futuro dos FIIs no Brasil

FERREIRA [2011] cita alguns fatores que propiciam a expansão do mercado dos Fundos de Investimento Imobiliário. O autor, refere-se à estabilidade econômica observada desde a década de 1990 com o controle da inflação, os avanços nas leis que regulam o setor imobiliário, os investimentos externos que aumentaram, sobretudo nos últimos anos, o reflexo de crises econômicas em países desenvolvidos, além do aumento da atratividade do Brasil, um país emergente em desenvolvimento.

À medida que a inflação aumenta, implica em um reajuste de aluguéis, portanto o lastro da maioria dos FIIs sofre o reflexo, tornando-se um ambiente de investimento considerado com maior proteção à inflação. Em momentos de crises econômicas, os investimentos com lastro em imóveis sofrem impactos menos relevantes do que os investimentos em empresas, onde a variação das ações nestas situações é muito significativa.

Neste contexto, para FERREIRA [2011], o crescimento de mercado do FII é “capaz de suprir essa demanda de investidores que buscam um modelo de poupança, aplicação de longo prazo, e considerável estabilidade”.

É possível perceber também um esforço da CVM, corretoras e bancos em desenvolver cartilhas, guias e apresentações sobre FII com o intuito de esclarecer, tornar mais acessível e transparente essa opção de investimento. Esse comportamento faz que o FII ganhe maior credibilidade e, conseqüentemente, espaço entre as opções ofertadas pelo mercado imobiliário.

O advogado Olivar Vitale, em um artigo para Espaço Jurídico da BM&FBOVESPA [2010], cita algumas mudanças que tornaram o FII mais atrativo no mercado de capitais:

Resolução CVM 472 de outubro” de 2008 ampliou consideravelmente o espectro de bens passíveis de integrar o FII, ações, debêntures, notas promissórias, cotas de FIDCs, CRIs, CEPAC, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e até cotas de outros FIIs, ou seja, outros ativos ligados ao mercado imobiliário;

Lei 12.024 de agosto de 2009 alterou a lei 8.668/93, que trata de fundos de investimento imobiliário, isentando de imposto de renda as aplicações efetuadas pelos FII nestes bens elencados: CRI (certificados de recebíveis imobiliários), cotas de outros FII, letras hipotecárias e letras de créditos imobiliários;

Instrução CVM 478/09 alterou instrução anterior de modo a tornar mais ágil a atuação dos FII, por meio da liberação da exigência de aprovação de laudo de avaliação de imóvel pela Assembléia Geral de cotistas do fundo para a aquisição de bens e direitos. Maior poder ao gestor e, portanto, maior rapidez nas operações do FII;

Resolução 3.792/09 permitiu que os chamados Fundos de Pensão aumentassem sua participação em Fundos de Investimentos Imobiliários;

Resolução 578/08, do Conselho Curador do FGTS, permitiu que este fundo dos trabalhadores adquirisse cotas de FII, dentre outros fundos regulados pela CVM.

Com o crescimento econômico e as alterações legislativas visando fomentar ainda mais o mercado imobiliário, para Vitale vai haver maior investimento financeiro em FIIs, que se tornaram excelente alternativa de investimento.

No dia 31 de setembro de 2012, foi divulgada no *site* da Exame.com uma reportagem sobre FII. O título é “Oito sinais de que o fundo imobiliário é o investimento da vez”. O assunto foi abordado por especialistas no assunto em um evento sobre mercado imobiliário, conduzido pelo escritório de advocacia N, F & BC Advogados. A reportagem assinala que os FIIs estão em alta, já que, de um lado, o baixo rendimento da poupança e de outros investimentos indexados à SELIC (taxa básica de juros do mercado) desagradam o investidor conservador, e, de outro a baixa da bolsa – que deveria subir com os juros menores – desanima o investidor de perfil mais agressivo. Nessas circunstâncias, os FIIs deixam de ser uma alternativa de investimento para passar a ser um dos principais focos de gestores e investidores.

ROCHA LIMA [2011] afirma que o futuro dos FII no Brasil depende também dos empreendedores:

Estes estão preocupados em lançar pequenas salas comerciais pelos métodos tradicionais, sendo que podem juntar todos os lançamentos em um FII e oferecer ao mercado um verdadeiro produto de investimento e não uma posição imobiliária medíocre, não vejo como os FII podem sair dessa posição de fundos pobres

para migrar para um padrão de inserção de mercado equivalente aos mercados das economias de primeira grandeza.

O atraso brasileiro (mais uma vez) vai fazer com que o produto FII não cumpra o papel mais nobre para qual foi concebido, ficando restrito a se apresentar como um meio de vender prédios em pedaços, seja para “destocar problemas”, ou então para construir soluções inteligentes de funding ou de desmobilização, caso a caso, prédio a prédio, ou a pedaço a pedaço de prédios.

Observa-se um forte potencial de mercado de capital aberto para os FIIs no Brasil, fruto da nova legislação, de mudança macroeconômica e crescimento do segmento imobiliário, o que leva a rever todo o seu processo de *funding*.

4. BAIRRO PANAMBY

4.1 Chácara Tangará

O Panamby foi projetado na área da antiga Chácara Tangará, segundo BARROSO [2006]. Durante 40 anos o terreno foi de propriedade do empresário Francisco Pignatari. Após sua morte, em 1977, o terreno que integrou seu espólio, ficou abandonado por alguns anos e sem intervenções, até que, em 1986, a propriedade foi vendida à Lubeca S/A Empreendimentos e Administração, uma construtora criada pela Bunge y Born, multinacional argentina de alimentos e fertilizantes. No ano seguinte, foram contratados os escritórios Aflalo e Gasperini Arquitetos e Kraf Planejamento Ambiental para elaboração de um plano diretor que fornecesse as diretrizes de ocupação do terreno, com sistema viário, espaços públicos e área de ocupação.

Durante o mandato do prefeito Jânio Quadros (1986/1989), foi enviado à Câmara de Vereadores “um ingênuo projeto-lei de abertura de ruas na Chácara Tangará a bem do interesse público, para melhorar o sistema viário na região”, conforme LEITE [1989 apud BARROSO, 2006]. Aprovado o Plano de Melhoramento Público do Projeto Panamby (Lei 10.552, de 13 de junho de 1988), regulamentou-se a construção de todo o arruamento do empreendimento.

Antes que o projeto de parcelamento e loteamento da chácara fosse apreciado pelos órgãos públicos competentes, BARROSO [2006] confirma que a lei mencionada promoveu a divisão da área de acordo com os planos da construtora, que alegava a relevância da obra para o desafogamento do tráfego da região. Havia também interesse político para que o arruamento fosse feito. A construtora Lubeca pediu autorização à Prefeitura para realizar as obras, e a própria prefeitura pressionou o Departamento Estadual de Proteção de Recursos Naturais (DEPRN) para que fosse autorizada a execução do arruamento. LEITE [1989 apud BARROSO, 2006], informa que tudo isto aconteceu mesmo após a notificação de que a mata da Chácara Tangará não poderia ser derrubada, por tratar-se de área de preservação permanente.

Por outro lado, como foi alegado por ocasião da promulgação da lei, a Prefeitura também argumentava que o empreendimento provocaria melhoria viária. Diante da insistência, o

DEPRN solicitou interferência da Secretaria Especial do Meio Ambiente (SEMA), órgão do governo federal, cujo parecer, de janeiro de 1989, foi elaborado pela assistente jurídica da SEMA, Maria M. dos Reis, que conforme LEITE [1989 apud BARROSO, 2006], “entende como permanente a continuidade do tempo e não a intocabilidade ou caráter de preservação absoluta”, dando como favorável a implantação do novo sistema viário. BARROSO [2006] informa:

De posse da autorização, Lubeca iniciou imediatamente as obras do sistema viário. Quando foi solicitada a interferência do Condephaat (órgão do governo estadual) e do Conpresp (órgão municipal), as ruas já tinham sido abertas, o desmatamento irreversível; havia perigo de deslizamento e o término das obras acabou por ser autorizado, concretizando-se, assim, o parcelamento da Chácara Tangará.

4.2 Loteamento das Glebas

Para BARBARA [2006], a negociação relativa ao loteamento das glebas seria muito difícil:

Um intenso embate entre grupos civis e promotores imobiliários, intermediados pela Prefeitura sob o comando da prefeita Luiza Erundina. De um lado, toda uma legislação de proteção permanente da Chácara; de outro, os poderosos interesses de uma construtora.

Em maio de 1989, segundo BARBARA [2006], a Associação dos Geógrafos Brasileiros enviou ao Conselho de Defesa do Patrimônio Histórico, Arqueológico, Artístico e Turístico (Condephaat) e ao Conselho Municipal de Preservação do Patrimônio Histórico, Cultural e Ambiental da Cidade de São Paulo (Conpresp) pedido de tombamento total da Chácara Tangará, alegando a importância da preservação da “mata secundária em avançado estágio de recuperação”, como algumas edificações existentes, construídas de taipa e o esqueleto estrutural da residência de Francisco Pignatari projetada pelo arquiteto Oscar Niemeyer. No mesmo momento em que esse processo de análise de tombamento acontecia, a construtora obtinha aprovações do Relatório de Impacto Ambiental e do projeto de desmembramento em outros órgãos, ainda que a autorização para o desmatamento dependesse do parecer final do Condephaat. Em agosto de 1989, a construtora abriu um processo contra a Prefeitura alegando que, em meados de 1987, havia solicitado à Secretaria Municipal de Habitação as diretrizes para a área, e que seu

empreendimento seguia tais orientações. Além disso, ressaltava a anterioridade da lei municipal que criou o arruamento, em relação ao processo de tombamento.

Segundo BARBARA [2006], a Prefeitura então constituiu, em junho de 1989, um Grupo de Trabalho Inter Secretarial, liderado pela Secretária de Habitação, Ermínia Maricato, para analisar o caso do loteamento da chácara. Em setembro de 1989, foi fechado um acordo entre as partes, pondo fim ao processo judicial e alguns termos de acordo:

(1) a doação de 24.110,78m² de área institucional para instalação de uma creche a ser construída pela Lubeca S/A com 600m² de área construída (...); 2) a doação de 138.279,22m² de área verde na forma de dois parques públicos (...) a serem cercados e equipados (nos padrões do Parque Morumbi) pela Lubeca S/A de acordo com projeto a ser apresentado pela mesma à municipalidade (...); 3) a recomposição paisagística do jardim do paisagista Roberto Burle Max, contido na área de um dos parques (...); 4) a recuperação da vegetação já degradada contida nos dois parques públicos, de acordo com projeto a ser desenvolvido pela Lubeca S/A, através de seus técnicos especializados, com acompanhamento do DEPAVE; 5) a doação de Lubeca S/A de 5.000 mudas de árvores para arborização de ruas na região da Administração Regional de Campo Limpo; 6) a obrigação da Lubeca S/A em manter a vegetação de preservação permanente, que permanecer de propriedade privada, nos locais consignados no parecer do Prof. Hermógenes de Freitas Leitão Filho; 7) a remoção da parcela da vegetação de preservação permanente que se fizer indispensável para acomodação das edificações que vierem a ser implantadas nas Glebas 'B' e 'C' (...) obedecida orientação do DEPAVE, devendo a mesma vegetação ser transplantada para local a ser definido pela municipalidade, dentro dos limites do empreendimento; 8) o direito da Lubeca S/A de computar o equivalente à área doada no cálculo do coeficiente de aproveitamento, nos termos da Lei Municipal 9.413/81, independente da forma de subdivisão em lotes (mantendo-se, principalmente, os coeficientes de aproveitamento dos lotes lindeiros à Avenida Marginal Oeste do Rio Pinheiros / Gleba 'C', considerados pelo projeto precedente – em face à modificação do parque privado para público) e, sem prejuízo do coeficiente de aproveitamento já deferido, decorrente da doação das áreas atingidas pelo sistema viário local⁷.

⁷ Ata de Reunião ocorrida em 04/09/1989 no Gabinete da Secretaria de Serviços e Obras da Prefeitura do Município de São Paulo com representantes da Prefeitura e da Lubeca.

Após o acordo com a Prefeitura, ocorreu o processo de tombamento. Segundo BARROSO [2006], em dezembro de 1989, o técnico do Condephaat deu parecer favorável ao término das obras de arruamento e no ano seguinte, foi aprovado o tombamento parcial da chácara. O Conpresp abriu um processo em março de 1990, chegou até a embargar as obras, mas voltou atrás porque a lei municipal de criação do sistema viário era anterior ao processo de tombamento. Com isso, segundo LEITÃO FILHO [1989 apud BARROSO, 2006], aconteceu um tombamento parcial, aprovado em dezembro de 1992, que seguiu o parecer do especialista em botânica, Prof. Hermógenes de Freitas Leitão Filho, da Universidade de Estadual de Campinas (UNICAMP). No seu parecer Leitão Filho afirma que apenas trechos da chácara deveriam ser enquadrados na Lei municipal nº 10.365/87:

Acreditamos que se as partes envolvidas chegarem a um acordo desta natureza o empreendimento imobiliário é perfeitamente compatível com a área e o Município de São Paulo poderá ganhar mais uma área de real preservação ambiental sem envolvimento financeiro. As demais áreas da Chácara Tangará podem ser trabalhadas e suas substituições não irá representar dano ecológico. (...) Isto posto, se aceita nossa proposta, ganha a comunidade com um trabalho sério de recuperação em cima das áreas mais aptas, quer pela vegetação ainda existente, quer pelas melhores condições de solo e ganha também a Lubeca S/A pela realização de seu projeto imobiliário.

Após um escândalo político que envolveu a Lubeca S/A, conforme BARROSO [2006] a empresa foi renomeada para Panamby Empreendimentos. Segundo BOTELHO [2010], o processo de negociação entre a construtora e a Prefeitura de São Paulo para a liberação das obras arrastou-se por cerca de oito anos, e mesmo como o resultado final favorável a implantação do projeto, a empresa desistiu do empreendimento e pôs o terreno à venda. BOTELHO [2010] afirma:

A área em questão, porém, tinha um preço muito alto, dadas as suas dimensões e localização no vetor de maior valorização imobiliária do município, com o agravante de que o potencial comprador deveria também assumir as obrigações assinadas pela *Panamby Empreendimentos* com a prefeitura, além daquelas assumidas com as concessionárias públicas, como a provisão da rede de energia, de água, de esgoto e de iluminação, o que restringia o rol de eventuais interessados.

Em razão das dificuldades, BOTELHO [2010] informa que, em 1995, foi lançada a idéia de formação de um FII para reunir os capitais necessários para concretização do negócio:

Tratava-se de uma verdadeira inovação no mercado imobiliário, na medida em que as barreiras colocadas pela propriedade da terra e pelo processo de regulamentação do empreendimento foram levantadas pelo capital financeiro autonomizado, dando lugar a um ambicioso projeto imobiliário e urbanístico.

4.3 Projeto Panamby

Segundo prospecto da BOVESPA [1995], o nome Panamby foi escolhido porque, em tupi-guarani, significa borboleta azul.

Este nome foi escolhido para batizar um projeto que certamente será modelo para os anos futuros. Símbolo da transformação, a borboleta é também um símbolo da vida. Agente da polinização é ela quem leva o pólen de uma flor para fecundar outra. Esta é a proposta do projeto urbanístico Panamby / Villaggio de Panamby: a transformação de uma área, com total respeito à natureza, visando melhorar a qualidade de vida.

A área destinada para o desenvolvimento do Panamby situa-se junto à marginal do Rio Pinheiros, e conforme o prospecto do FII Panamby, é “eixo do crescimento natural da cidade.” Nos anos 1980, houve um grande desenvolvimento imobiliário nesse eixo, com a construção de edifícios comerciais e residenciais ao seu redor, sendo um deles o Bairro Morumbi, onde se situa o Projeto Panamby.

Nesta região privilegiada, unindo a facilidade de acesso da marginal do rio pinheiros ao charme do elegante bairro do Morumbi, onde está situado o projeto urbanístico Panamby / Villaggio de Panamby.

Esse projeto era considerado a última área nobre desse porte próximo ao centro de São Paulo, o que, de acordo com BOVESPA [1995], exigiu um detalhado estudo de sua utilização:

O processo de planejamento começou com um cuidadoso e minucioso levantamento das condições naturais da área e os envoltórios que as futuras construções poderiam criar a nível ambiental (EIA/RIMA); prosseguiu com os cuidados tomados na realização das obras de infraestrutura, já prontas; e concluiu com o estabelecimento das diretrizes que regulam a harmonia urbanística do mix imobiliário a ser implantado.

Ocupar é preciso, preservar é fundamental. “Este conceito resume a visão com que foi elaborado o plano diretor para a urbanização destes 70 hectares, de forma a transformá-los num novo bairro com qualidade de vida superior.

O projeto de desenvolvimento urbano do Panamby foi estruturado por três elementos básicos: a) o sistema viário, composto por avenidas e ruas públicas, aprovadas pela Prefeitura de São Paulo, que atuam como limites e divisões entre os diversos setores; b) os espaços públicos: parques e áreas institucionais, doados a municípios; e c) os setores de ocupação, com seus usos específicos.

O Panamby foi dividido em duas grandes áreas, Panamby e Villaggio. A primeira é o resultado de um desmembramento urbano que permite um mix de utilização imobiliária, com área comercial, hoteleira e residencial. O Villaggio é destinado à construção de um condomínio fechado residencial, com infraestrutura completa, incluindo um clube privativo e um *shopping center* de conveniência.

Do terreno do Villaggio, 15% são destinados a edificações, 9% a ruas internas e 76% a áreas verdes para lazer e esporte. Já do Panamby, 5% da área destinam-se a uso institucional, 29% a parques, 8% de sistema viário, 21% de comercial, 34% de residencial e 3% de hotelaria. Segundo prospecto da BOVESPA [1995] foram estabelecidas diretrizes rígidas, a fim de obter um conjunto harmonioso e integrado à natureza:

Para garantir que a qualidade de vida será preservada, foram estabelecidas restrições e diretrizes, até mesmo mais rígidas que as exigidas pela própria prefeitura. Assim, a divisão dos setores em lotes, a implantação dos edifícios, a preservação da topografia e da vegetação, o paisagismo das áreas particulares, são alguns dos aspectos a serem observados.

Além dessas duas áreas, mais de 138mil m² foram preservados para a criação de parques públicos, o que corresponde a um terço da área total do Panamby. Há ainda outras áreas de preservação permanente, dentro dos lotes privativos, e o plano diretor estabelece a arborização das áreas a serem ocupadas. O Panamby foi entregue com toda a infraestrutura necessária, mais algumas peculiaridades que a tornam de elevado nível. O prospecto da BOVESPA [1995] aponta características do projeto:

As redes para serviços com água e esgoto, energia elétrica, iluminação, telefonia, já estão implantadas. Até as redes elétricas e telefônicas são subterrâneas, não existe fiação aparente, garantindo a preservação estética e ambiental.

O Panamby foi um projeto que passou por dificuldade de aprovação por estar situado em uma das poucas áreas em São Paulo com uma grande área verde preservada. Como

BOTELHO [2010] afirma, “esta área era uma das poucas na cidade que ainda contava com uma cobertura vegetal, considerada então como umas das últimas testemunhas representativas da Mata Atlântica dentro da cidade de São Paulo”. Como forma de minimizar esse impacto, o projeto criou parques e regras para que haja sempre um reflorestamento ou preservação nas áreas não edificáveis, mantendo um alto nível de arborização nesse bairro. Não é objetivo deste trabalho discutir se essas contrapartidas foram suficientes, mas reconhece-se a preocupação do projeto urbanístico, nesse aspecto. Já na questão do sistema viário, apesar do investimento, trata-se de um dos grandes gargalos dos moradores da região, sendo sempre um dos principais pontos de congestionamento da cidade de São Paulo, que a cada dia bate recorde.

Outro problema vivido pelos moradores tanto do Panamby como do Morumbi é a falta de segurança. Estes bairros estão localizados entre áreas de ocupação irregular (favela da Paraisópolis e da Peinha) e esse contraste socioeconômico tão próximo acabou amedrontando os moradores de bairros de alto padrão. Os incorporadores destes bairros usam como “solução” muros, grades e aparatos de segurança para conseguir passar segurança aos seus clientes. Já os moradores do Panamby criaram associações em busca de alguma integração com os ocupantes do entrono com a finalidade de minimizar as ameaças reais ou imaginárias a sua segurança. Segue uma parte do texto de BOTELHO [2010] que confirma esses fatos:

A grande incidência de “sequestros relâmpagos” foi responsável por uma mobilização dos moradores, que se reuniram ao redor da Associação dos Moradores do Panamby (oficialmente denominada associação Cultural e de Cidadania do Panamby, fundada em julho de 2001) para a criação de uma força de vigilância paralela a oficial, de forma a coibir as práticas criminosas nas imediações. [...] Além da ação no campo da segurança, a Associação de Moradores do Panamby também busca um aproximação com os morados das favelas mediante o diálogo com lideranças e da implantação de projetos sociais.

Apesar desses pontos negativos BOTELHO [2010] ainda considera a marca Panamby um sucesso como empreendimento imobiliário, já que a marca é utilizada por incorporadores de áreas próximas ao projeto oficial ou do FII Panamby. Além disso, o autor afirma alguns fatores que provam esse sucesso:

[...] em primeiro lugar, a existência da área verde, o grande chamariz para futuros moradores. Em segundo lugar, a localização no eixo de valorização imobiliária da cidade, o vetor sudoeste, onde se encontram áreas residenciais de alto padrão no Morumbi e áreas de expansão dos centros comerciais e de negócios ao longo de avenidas (Avenida Faria Lima, Eng. Luis Carlos Berrini, Água Espraiada, Marginal Pinheiros, etc.) Em terceiro lugar, o projeto urbanístico, voltado para os consumidores de alto padrão, contribuiu para reafirmar o caráter exclusivo do empreendimento, consolidando a sua valorização. Em quarto lugar, a existência de uma infraestrutura viária prévia (as avenidas mencionadas e a Marginal do Rio Pinheiros), bem como centros de negócios (Centro Empresarial localizado na Marginal do Rio Pinheiros, o Centro Berrini, etc.), shoppings centers (Jardim Sul, Morumbi, Marketplace, etc.), escolas de renome, hospitais de primeira linha, entre outros fatores de atração.

5. O CASO DO FUNDO IMOBILIÁRIO PANAMBY

5.1 Estruturação

Conforme o regulamento do FII Panamby, ele foi constituído em março de 1995, sob a forma de condomínio fechado, de acordo com o disposto na Lei nº 8.668/93 e com a Instrução nº 205/94 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), revogada pela Instrução CVM nº 472/08. O regulamento na BOVESPA com o código PABY.

O fundo teve por objetivo a aquisição de uma área de 715.339m², situado na altura do nº 17.000 da Marginal Pinheiro, na cidade de São Paulo, para desenvolvimento imobiliário. Este desenvolvimento ocorrerá por meio do desmembramento da área em lotes, que serão objetos de incorporação para fins residenciais e comerciais, sob responsabilidade de empreendedores imobiliários. Em 1995, ocorreu essa aquisição pela SYNTECHROM-PANAMBY INDÚSTRIA, COMÉRCIO E EMPREENDIMENTOS LTDA, empresa integrante do grupo BUNGE.

Segundo informações do Banco Brascan, as escrituras de compra e venda dos terrenos do Panamby, ou seja, pelo fundo é de 14 de março de 1995. As suas cotas foram vendidas em outubro de 1995, no mercado de balcão, inicialmente para os quatro principais cotistas (Previ Petros, Valia e Bradesco).

No início do fundo o patrimônio inicial era de R\$ 67.118.400,00, dividido em 758.400 cotas que valiam R\$ 88,50 a cota. Cada cota corresponde a um voto nas assembleias de cotistas. O fundo não pode promover novas emissões de cotas sem prévia deliberação da assembleia e é vedado o seu resgate antecipado. No caso do Fundo Panamby, 83% das cotas ficaram na mão de grandes instituições. Segue o percentual da participação dos investidores do fundo no seu início:

Tabela 2– Participação Investidores no Início do FII Panamby

Investidor	Participação
Previ (Banco do Brasil)	33%
Petros (Petrobras)	23%
Valia (Vale do Rio Doce)	11%
Bradesco	16%
Público (pessoas físicas e jurídicas)*	17%

Fonte: Banco Brascan [2007].

Para verificar se ocorreu alguma mudança no percentual dos investidores, foi feita uma consulta a responsável pela administração e gestora de informação do Fundo Panamby, Renata Vieira, que disponibilizou as informações abaixo.

Tabela 3– Participação dos Investidores do FII Panamby Atualizada

Investidores	Participação
Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil	32%
Fundação Petrobras (Petros)	23%
Bradesco Capitalização S/A	16%
Fund. Vale do Rio Doce (Valia)	12%
Instituto Infraero (Infracrev)	7%
Público em geral (pessoa jurídica e física)	10%

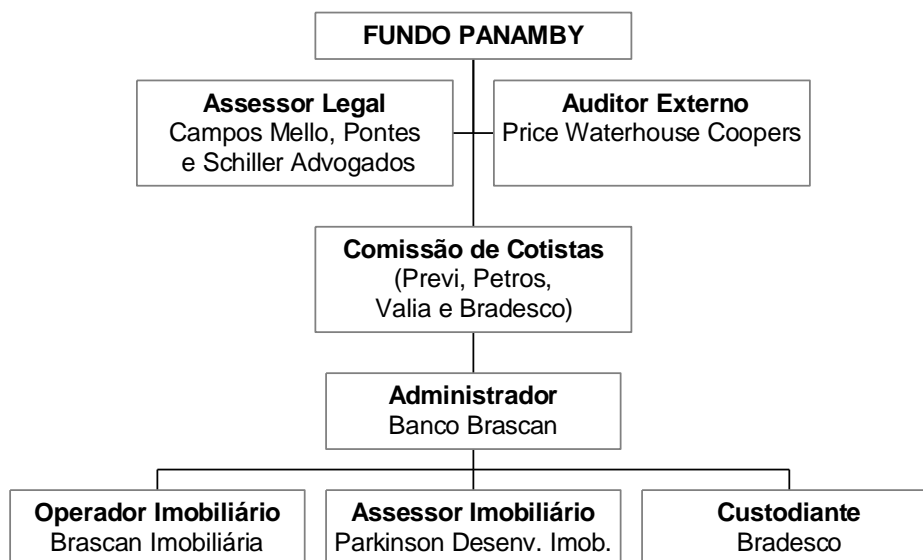
Fonte: Banco Brascan [2012]

De acordo com a tabela 3 é possível afirmar que o percentual de participação dos principais investidores não sofreu alteração considerável. A única diferença que ocorreu foi a entrada do Instituto Infraero (Infracrev) que adquiriu 7% das cotas antes pulverizadas no público em geral (pessoa jurídica e física). Adiante será ilustrado o número de negociações deste FII na BOVESPA, comprovando de fato que esses percentuais tendem se a não variar em virtude do baixo número de negociações.

Para a criação e funcionamento do fundo, segundo as normas da CVM, deve haver um auditor externo, além de um assessor legal. A Comissão de Cotistas foi formada pelas grandes empresas, que detêm 83% das cotas e o Banco Brascan S/A, que é o administrador, responsável por gerir o fundo, promover o atendimento dos cotistas e a publicação legal, sempre por meio do Jornal Valor Econômico. Para isso, o administrador

conta com um operador imobiliário, assessor imobiliário e o custodiante. A figura 1 apresenta o organograma do Fundo Panamby.

Figura 1- Organograma do Fundo Panamby



Fonte: Banco Brascan [2007].

O FII comercializou as áreas com diversas incorporadoras de imóveis residenciais e comerciais que podiam optar pelo pagamento em permuta financeira, moeda corrente (a vista ou a prazo) ou pela combinação dessas duas alternativas. Com o objetivo de assegurar o cumprimento dos Planos Diretores de desenvolvimento das áreas vinculadas aos projetos Panamby e Villaggio de Panamby, bem como a adequação dos imóveis a serem incorporados à qualidade e a características dos referidos projetos, foi acordado que a alienação dos lotes apenas seria feita mediante prévia aprovação dos projetos ao Banco Brascan.

A política de investimento já esclarecia que o Fundo Panamby seria uma alternativa de investimento de longo prazo (sem previsão de término), com o objetivo de aproveitar as melhores condições de mercado e assegurar ao cotista, na medida do possível, a valorização e a segurança dos ativos do fundo. As disponibilidades financeiras do fundo são aplicadas pelo administrador, levando em consideração os critérios de liquidez, segurança e rentabilidade.

A distribuição de resultados aos cotistas é feita sempre no último dia do mês, caso seja verificado saldo positivo de caixa, por meio da distribuição do resultado líquido auferido pelo FII Panamby. Os rendimentos e ganhos distribuídos pelo fundo estão sujeitos ao imposto de renda retido na fonte à alíquota de 20%. De acordo com o artigo 125 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, as pessoas físicas são isentas do imposto de renda sobre os rendimentos distribuídos por um Fundo de Investimento Imobiliário, cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. Para que a isenção seja concedida, o fundo terá que contar no mínimo com cinquenta cotistas. Além disso, não se concede ao cotista pessoa física, titular de 10% ou mais das cotas emitidas ou cujo recebimento de rendimentos seja superior a 10% do total auferido pelo fundo. O Fundo Panamby preenche os requisitos da lei, lembrando que empresas de Fundo de Pensão também são isentas de impostos, como é o caso dos principais cotistas desse FII.

5.2 Desenvolvimento Urbano

No projeto de desenvolvimento urbano do Panamby, foram previstos três elementos básicos: a) o sistema viário, composto por avenidas e ruas públicas, aprovadas pela Prefeitura de São Paulo, que atuam como limites e divisões entre os diversos setores; b) os espaços públicos, como parques e áreas institucionais, doados a municípios; c) os setores de ocupação, com seus usos específicos.

Além disso, a infraestrutura do Panamby foi planejada e implantada de acordo com o padrão proposto para a região. Transcreve-se, a seguir um trecho do PROSPECTO [1995] que informa a infraestrutura da região:

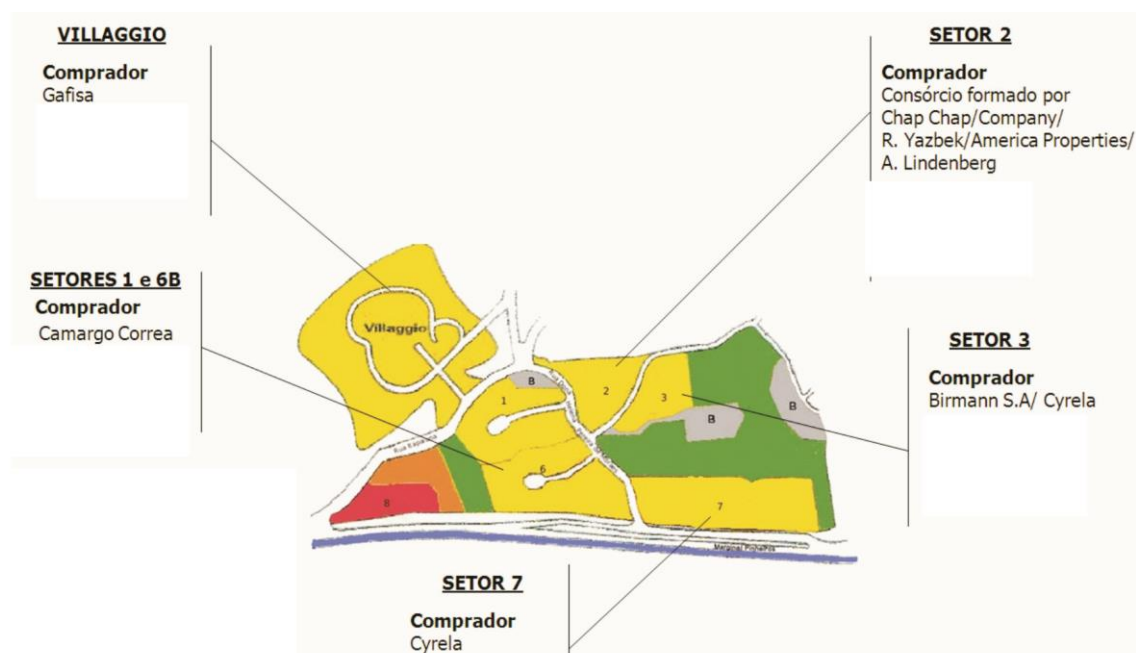
Infraestrutura é fundamental: Panamby já nasce com tudo perfeito se não contasse com toda a infraestrutura necessária para possibilitar a qualidade de vida ao nível elevado que se pretende”.

As redes para serviços como água e esgoto, energia elétrica, iluminação, telefonia, já estão implantadas. Até as redes elétricas e telefônicas são subterrâneas, não existe fiação aparente, garantindo a preservação estética e ambiental.

As principais avenidas já estão entregues ao tráfego. O sistema viário terá 38.244m² de ruas e avenidas pavimentadas. “Também o sistema de drenagem e escoamento de águas pluviais já está executado, incluindo um total de 5,5km de guias e sarjetas.

Após o planejamento urbanístico, foram criados oito setores comercializáveis, um setor institucional e outros dois destinados a parques no Panamby. Constituem o fundo os setores 1, 2, 3, 6A, 6B, 7, 8, Villaggio e áreas institucionais, que foram doadas ao município na criação do fundo. Os setores 1, 2, 3, 6B e Villaggio são destinados para uso residencial, os 7 e 8 para uso comercial, e o 6A, para uso hoteleiro. A figura 2 apresenta a setorização e os compradores das áreas comercializadas.

Figura 2 – Master Plan Panamby



Fonte: Banco Brascan [2007].

No item seguinte será apresentado um breve resumo sobre cada setor, relatando seu *status* de negociação, compradores, detalhes da negociação e riscos a que o cotista ainda se encontra exposto para que seja feita a análise de sensibilidade da taxa de retorno e demais indicadores.

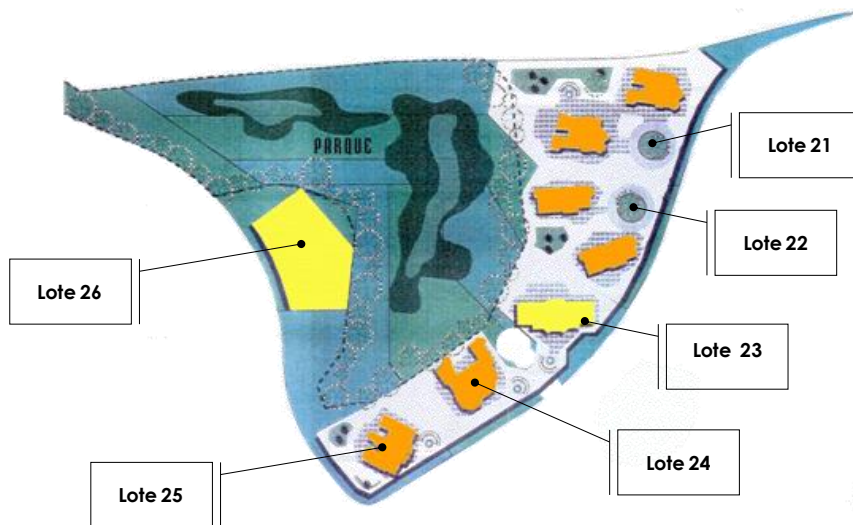
5.2.1 Setores Comercializados e com toda Receita Reconhecida pelo FII

Os setores 2 e 3 já foram comercializados e suas receitas referente ao FII totalmente quitadas. Portanto, eles não rateiam mais as despesas do administrador e nenhuma outra despesa do FII. Como critério para análise, pressupõe-se que as receitas incorridas antes

de fevereiro de 2013, ou seja, já distribuídas para os cotistas do FII não sofreram variações, são consideradas fatos, portanto esses Setores não oferecem mais nenhum risco aos cotistas do FII.

Setor 2

Figura 3 – Implantação Setor 2



Fonte: Banco Brascan [2007].

A área correspondente ao Setor 2, figura 3, foi adquirida pelas empresas ChapChap, Company, R. Yazbek, Americana Properties e A. Lindenberg. Nesse setor, há seis lotes e o correspondente ao 23 foi vendido posteriormente para BKO Incorporadora e Construtora. Os empreendimentos desse setor foram todos lançados.

Setor 3

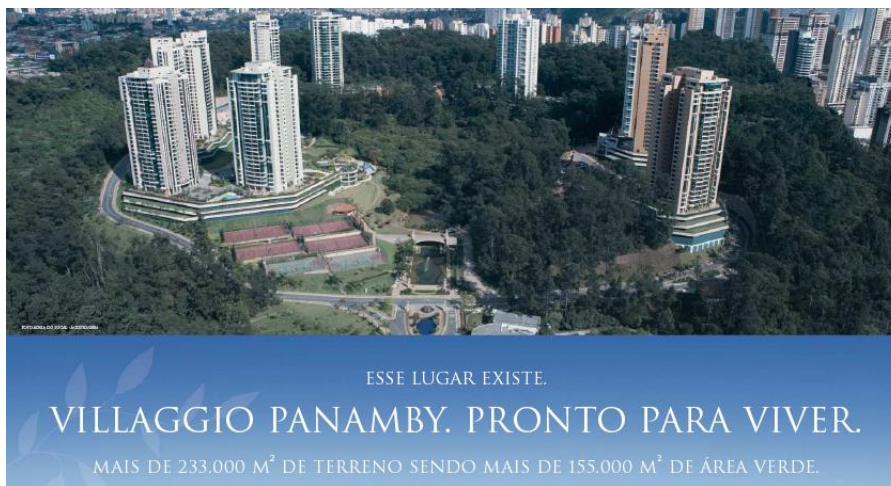
A área correspondente ao Setor 3 foi adquirida pelas empresas Bimman e Cyrela com pagamento integral em *cash* e com projeto de construção de duas torres. Toda a receita já foi integralizada ao FII.

5.2.2 Setores Comercializados com Receita a Receber

Condomínio Villaggio Panamby

O Villaggio Panamby, figura 4, foi adquirido pela Gafisa, em setembro de 1995. Na área, foram projetadas quinze torres e todas se encontram lançadas. Em dezembro de 2006, foi aprovada a antecipação de parte dos créditos, oriundos da venda das unidades imobiliárias do Empreendimento Villaggio Panamby, por meio da operação de securitização de recebíveis com emissão de Certificado de Recebível Imobiliário (CRI), no valor aproximado de R\$ 4 milhões (valor histórico). Ainda está previsto o recebimento de um pouco mais de R\$11,6 milhões (R\$ da base) até 2019.

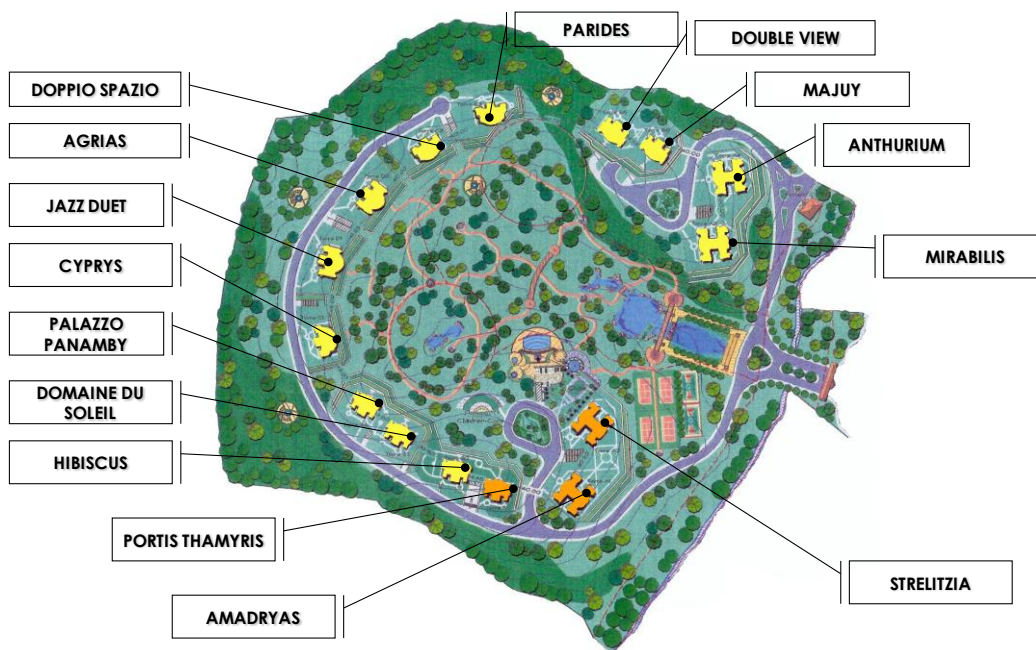
Figura 4 – Folder Comercial Villaggio Panamby



Fonte: Banco Brascan [2007].

Para uma análise mais conservadora, não será apresentado um cenário com a securitização da receita a receber, já que ela apenas favorece a Taxa Interna de Retorno (TIR) do cotista, mas, em compensação, a receita também não sofrerá análise de variação em relação risco de inadimplência, já que se trata de uma carteira performada. Ela está sendo mensalmente corrigida por IGP-M mais juros de 12% a.a.

Figura 5 – Implantação Villaggio Panamby



Fonte: Banco Brascan [2007].

5.2.3 Setores Comercializados Suportados por Escritura de Promessa de Venda e Compra

Setor 7

A área referente ao Setor 7 foi adquirida pela Cyrela por R\$15 milhões (valor histórico) mais 20% em permuta no local. O FII já recebeu o pagamento em dinheiro, que ocorreu em três parcelas iguais, a primeira em outubro de 1995 e as duas restantes no mesmo mês dos anos subsequentes.

De acordo com o administrador⁸, a venda é suportada por escritura de promessa de venda e compra, em virtude dos processos de aprovação de projetos ainda tramitarem nas secretarias estaduais e municipais, em São Paulo. À medida que os projetos são

⁸ Notas explicativas do administrador às demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2011 e 2010.

aprovados, as escrituras de promessa são substituídas por escrituras de compra e venda, concomitantemente à assinatura de escrituras de confissão de dívida.

Segundo a gestora do fundo, os empreendimentos desse setor estão com entraves para aprovação em virtude de questões ambientais. Desde o início do loteamento, sua maior dificuldade para aprovação foi o questionamento referente à questão ambiental e legislação de proteção permanente da Chácara Tangará, como já foi detalhado no capítulo anterior. Por isso, grande parte das contrapartidas exigidas para a criação do loteamento, recaíram sobre a questão ambiental, como criação de parques e áreas de preservação permanente, reflorestamento, dentre outros.

Contudo, como forma de remediar os questionamentos que vieram à tona e agilizar o processo de aprovação, foi sugerido pelo FII que seja doada parte da área do Setor 7, área de 29.732,89m², para o Parque Burle Marx, mas que, em troca, se aumente o potencial construtivo dos terrenos que atualmente são estoques, ou seja, o setores 6A e 8. Segue a informação publicada pelo BANCO BRASCAN [2013]:

O Fundo de Investimento Imobiliário Panamby pleiteou junto à Câmara Técnica de Legislação Urbanística, em documento protocolado no dia 26 de abril de 2012, a intenção de doar áreas à Municipalidade, equivalente aos lotes de 06 a 09 do Setor 7, em um total de 29.723,89m², área essa que viria somar aos 138mil m² do Parque Burle Marx, e em contrapartida, obter a redistribuição do potencial construtivo internamente ao perímetro do Panamby para a Gleba A, correspondente a 59.466m² de área construída computável, considerando que todas as tratativas no sentido de se obter as aprovações para o Projeto Urbanístico Panamby junto aos órgãos públicos, notadamente os de Meio Ambiente, do Município e do Estado, desde 2005, e a legalidade de todo o processo de licenciamento desse projeto [...]. Neste momento, o processo encontra-se em análise na Procuradoria Geral do Município.

Já se considerou no cenário referencial um potencial construtivo menor no Setor 7, em virtude dessa redução de área. A respeito da negociação já fechada com o incorporador, a gestora do fundo afirmou que não haverá devolução dos valores pagos em *cash*, mas existe a possibilidade de um pedido de renegociação referente ao percentual de permuta que o FII receberá desses empreendimentos. Desta forma, será feito uma análise de sensibilidade da rentabilidade do cotista, caso ocorra redução no percentual de permuta correspondente a esse setor.

Setores 1 e 6B

As áreas dos setores 1 e 6B foram adquiridas pela Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário, pelo valor de R\$ 21 milhões (valor histórico), mais 24% correspondente à receita das vendas das unidades, com projeto de construção de doze torres.

Assim como no Setor 7, a negociação desses setores estão sendo suportadas por escritura de promessa de compra e venda, em virtude dos processos de aprovação de projetos, ainda em trâmite nas secretarias estaduais e municipais, em São Paulo. À medida que os projetos são aprovados, essas escrituras serão substituídas por escrituras de compra e venda, concomitantemente à assinatura de escrituras de confissão de dívida. A administração do fundo avalia, no momento, como remotos os riscos de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas. Segue abaixo a informação publicada pelo BANCO BRASCAN [2012]:

A administração do Fundo avalia como remotos os riscos no momento de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas”. A Administração do Fundo vem mantendo entendimentos com as autoridades municipais, em especial com a Secretaria Municipal de Desenvolvimento Urbano da cidade de São Paulo, no sentido de que as questões levantadas pelas autoridades, quanto à aprovação dos projetos imobiliários, sejam sanadas no decorrer deste ano, inclusive com a aprovação da Câmara Técnica de Legislação Urbana – CTLU, conforme correspondência à redistribuição do potencial construtivo equivalente, para as duas áreas ainda mantidas em estoque pelo Fundo, quais sejam, os Setores 6A e 8.

O Administrador esclarece, ainda, que a proposta feita à Secretaria Municipal de Desenvolvimento Urbano foi elaborada com a participação de consultores técnicos, de reconhecido saber sobre a matéria, além de contar com Parecer Jurídico favorável, seja em relação à competência da CTLU para apreciar a matéria, seja em relação ao direito adquirido pelo Fundo, na condição de promitente vendedor dos terrenos, conforme aprovado em 1992 pelos Pronunciamentos SEMPLA CNLU 127/92 e SEMPLA CNLU 204/92 e que gerou o Termo de Assunção de Obrigações firmado em 1993, totalmente cumprido pelo Fundo Panamby.⁹

⁹ Segundo Ata das Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinária, realizadas no dia 12 de novembro de 2012.

Como já foi dito, o FII considera remotos os riscos de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas. Segundo a gestora do fundo, a expectativa do FII é que, cessando essa situação, tudo voltará “ao normal”, ocorrendo os lançamentos do setores 7, 1 e 6B, e novas propostas podem surgir para os terrenos em estoque. Apenas uma observação: o último fato relevante do FII aconteceu em abril de 2012.

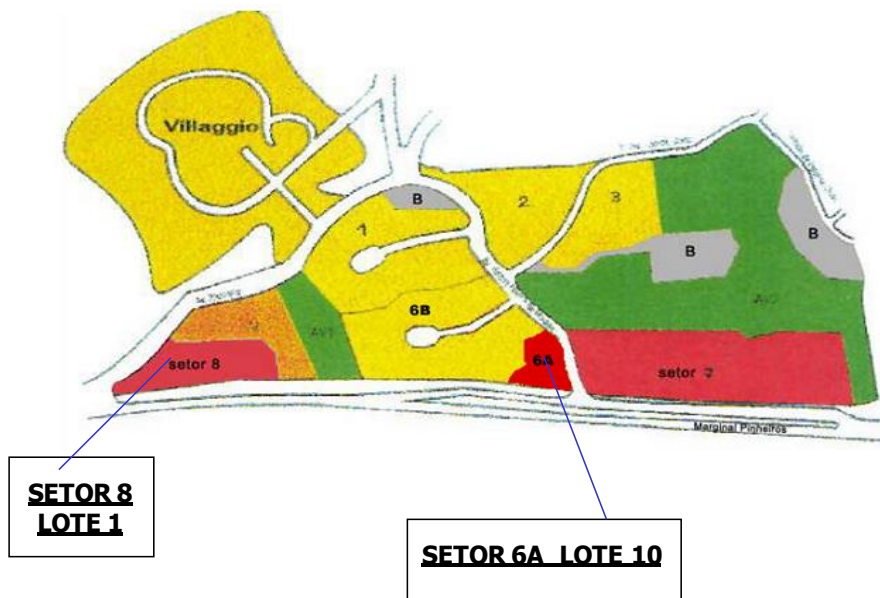
5.2.4 Setores Ainda Não Comercializados (Estoque)

Restam em estoque duas áreas à venda, correspondentes a 46.451m² de terreno, com um potencial de 119.852m² de área computável. Segundo o BANCO BRASCAN [2012] os terrenos foram avaliados em mais de R\$48 milhões:

O valor de mercado (não auditado) estimado em 31 de dezembro de 2012 dos terrenos em estoque de propriedade do Fundo é de R\$48.742, apurados conforme avaliação da Brookfield Incorporações S.A.. Essa avaliação não reflete, necessariamente, o valor de realização desses imóveis.

As áreas denominadas 6A e 8, podem ser localizadas na figura 6:

Figura 6 – Setores em Estoque



Fonte: Banco Brascan [2007].

Setor 6A

O Setor 6A, assim como o Setor 8, poderá ter um aumento de potencial construtivo caso os órgãos competentes aceitem a proposta de doação de parte do Setor 7 para o Parque Burle Marx. A área computável desse setor é de 34.321m², conforme detalhada na tabela 4. No entanto, no cenário referencial, construído com base em informações repassadas pelo Banco Brascan, está sendo considerada na análise uma área computável de 68.604m², ou seja, um aumento de quase 100% do potencial construtivo desse setor.

Tabela 4 – Áreas de Setores em Estoque

	Em metros quadrados	
	Área de terreno	Área computável
Panamby		
Setor 6A – comercial	26.401	34.321
Setor 8 – comercial	20.050	26.065
Total do Fundo	46.451	60.386

Fonte: Banco Brascan - Demonstrativo Financeiro [2012].

Setor 8

A área computável do setor 8 é de 26.065m², conforme tabela 4. Mas, no cenário referencial, construído com base em informações repassadas pelo Banco Brascan, está sendo considerada na análise uma área computável de 51.248m², ou seja, um aumento de quase 97% do potencial construtivo desse setor.

Como essa situação encontra-se ainda sem qualquer definição pelos órgãos competentes, outra análise de sensibilidade que será feita neste trabalho será acerca do risco de perda de potencial construtivo, já que no cenário referencial está sendo considerada a expectativa do administrador do FII. Como foi dito, essa questão ainda não foi aprovada pelos órgãos competentes, havendo assim, risco de redução dessa expectativa.

5.3 Análise da Qualidade dos Investimentos no FII Panamby

Um dos indicadores mais usados para mensurar a qualidade do investimento no mercado de Real Estate é a Taxa Interna de Retorno (TIR). ROCHA LIMA [2010] informa:

Taxa Interna de Retorno (TIR) esperada é um dos indicadores que se recomenda medir, competente por indicar a qualidade do empreendimento na forma de ‘velocidade de geração de ganhos sobre o investimento.

Conceito de velocidade está no formato do indicador: por exemplo, TIR expressa na forma [% equivalente ano, efetiva acima da inflação pelo INCC¹⁰] significa que espera que o investimento no empreendimento: i. – gere resultados nesta proporção (% equivalente ano) e ii. – “que os resultados representem poder de compra agregado aos investimentos, compensado por meio do indicador de perda de poder de compra pela inflação espelhada no INCC (efetiva acima do INCC).

No caso do FII Panamby, todo investimento do cotista foi feito em um único momento (aquisição das cotas, março de 1995), ou seja, o investimento é capaz de satisfazer os déficits de caixa do Sistema FII e é chamado de Ipronto. A taxa interna de retorno, medida segundo conceito de Ipronto, denomina-se Taxa de Retorno Restrita (TRR). Assim, apenas nos cenários dos setores serão apresentados os dois indicadores, TIR e TRR.

No cenário referencial prospecto, os incorridos até a data base (fevereiro de 2013) serão corrigidos por IGPM, de acordo com o índice histórico mensal, e todas as receitas a incorrer estão sendo consideradas como se estivessem sendo corrigidas por IGP-M. Desta forma, a TRR do cotista do FII Panamby será um % equivalente ano efetiva acima do IGP-M.

A tabela 5 mostra a média dos últimos três anos de cada indicador. Desta forma, está sendo considerado IGP-M de 8% ao ano, IPCA de 6% ao ano, COP igual a CDI de 10% ao ano nominal e TAT de 15% ao ano nominal.

Para o cálculo do *pay-back*, será considerado COP igual a 0,5% ao ano efetiva acima do IGP-M (taxa nominal menos imposto) e TAT de 5,5% ao ano efetiva acima do IGP-M (taxa nominal menos imposto).

¹⁰ INCC – Índice Nacional de Custos da Construção Civil, publicado mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Tabela 5 - Índices Macro- Econômico

Índices Macro-Econômico			
Índice	Ano	Mês	FAT Distorção
IGP-M	8%	0,64%	0%
IPCA	6%	0,49%	0%
Descol.	-2%	-0,16%	
CDI - COP	10%	0,80%	
Descol.	2%	0,15%	
TAT	15%	1,17%	
Descol.	5%	0,37%	

É importante ressaltar que, em nenhum momento, será utilizado o INCC na análise, porque a receita do investidor, não sofre variação por causa do custo da obra, apenas com o ajuste do preço, já que ele recebe unidades em permuta. Outra diferença que existe na análise de um empreendimento e de um investidor de FII é que não há aumento de investimento, já que houve um “aporte único” no momento da comercialização das cotas. Toda variação ocorre na receita, que deve primeiramente custear as despesas do FII e, posteriormente, ser distribuída para os investidores.

O *pay-back* é outro indicador muito utilizado no mercado de Real Estate, porque apresenta o momento em que o investimento é totalmente recuperado. ROCHA LIMA [1993] assim define o *pay-back* :

Mede o prazo de recuperação da capacidade de investimento do empreendedor, após a ocorrência da sua imobilização no empreendimento – prazo de recuperação da capacidade de investimento, ou “pay-back”- primário.

No cenário referencial, será apresentado o *pay-back* primário, o *pay-back* a COP e a TAT. Nestes dois últimos indicadores, apenas é adicionado uma taxa para compensar o período em que o dinheiro ficou imobilizado. ROCHA LIMA [1993] esclarece:

Esse prazo é aquele no qual o empreendedor recupera plenamente a capacidade, de investimentos que tinha quando se imobilizou no empreendimento, considerada a TAT como aquela exigida pelo empreendedor, ou inferida por ele, para compensar o período de imobilização ou para compensar a inflação da moeda referencial no período, ou, ainda, uma combinação das duas situações.

O último indicador a ser analisado é o retorno, recurso livre após cobrir todos os custos ou investimentos necessários para o empreendimento. ROCHA LIMA [1993] define retorno da seguinte forma:

Se existe excesso entre preço e custeio, que se denomina de MARGEM OPERACIONAL BRUTA, então, a partir de um certo momento, no ciclo de vida do empreendimento, dentro do sistema aparecerão Recursos Livres, ou seja, do preço encaixado já haverá uma certa massa de recursos não mais necessários para cobrir o custeio da produção. Esses recursos serão derivados, então, para o empreendedor e compreendem o Retorno [...]

5.3.1 Principais Riscos dos Investidores no FII Panamby

Praticamente todo investimento oferece risco. Investir no FII Panamby significa correr risco de mercado, conjuntura econômica, legal, política, financeira, fiscal, dentre outros.

Para ROCHA LIMA [1998] análise de risco:

Consiste na avaliação, no âmbito exclusivo do investimento num determinado empreendimento, impacto de distúrbios sistêmicos e conturbações de ambiente sobre a qualidade de investimento [...].

Seguem-se os riscos citados no Demonstrativo Financeiro de dezembro de 2012 do FII Panamby:

Os riscos aos quais o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PANAMBY está sujeito e dos quais os cotistas e potenciais investidores devem estar cientes, são eles:

- a) Iminência ou ocorrência de alterações na conjuntura econômica, política, financeira, fiscal e regulatória que afete de forma adversa o preço dos imóveis;
- b) A obtenção de crédito para financiamento imobiliário;
- c) O desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários; e
- d) A inadimplência por parte dos adquirentes das unidades.

Além dos riscos de investimento em um FII, já citados no seu respectivo capítulo, há alguns riscos por tratar-se de um desmembramento em lotes, com objetivo de incorporação para fins residenciais e comerciais.

Mercado: O número de empreendimentos cresceu muito nos últimos anos, resultando no aumento de concorrência e maior exigência dos clientes. O produto certo, para a região ideal, tem o preço que o cliente é capaz de suportar. Cada dia mais o desenvolvimento

imobiliário é um negócio com maior risco, que requer, um maior número de informações e de acertos.

Produto: A definição do produto certo para a região é um dos principais fatores para o sucesso do empreendimento. Caso contrário, pode ser um erro que o empreendedor terá que carregar até o final do empreendimento, e que irá refletir na velocidade de venda e até mesmo na dificuldade em comercialização pelo preço esperado.

Região: A região no entorno do empreendimento muitas vezes não está no controle dos empreendedores, que correm o risco de uma valorização ou desvalorização. No segundo caso, o empreendedor pode sofrer uma grande perda a ponto de inviabilizar o futuro empreendimento. Traçando um paralelo com o estudo de caso, este foi um dos riscos que o Panamby vivenciou com o crescimento de duas favelas no seu entorno, ocasionando um choque socioeconômico muito próximo.

Crédito para Financiamento: Este é um dos gargalos do mercado imobiliário. Há dificuldade burocrática relativa à quantidade de operações que cresceram significativamente nos últimos anos no país. Sem o crédito para financiamento a exposição de caixa fica muito alta, inviabilizando o negócio para muitos empreendedores.

Atraso no Repasse: A maior parte da receita está atrelada ao repasse e existe burocracia e demora nos bancos para agilizar o processo, em razão da grande quantidade de unidades financiadas. Atualmente, o mercado imobiliário utiliza alguns recursos para agilizar o processo de repasse, um deles consiste na revisão de todas as informações do cliente meses antes do término da obra, para ajudá-lo a organizar os documentos exigidos pelos bancos. Caso perceba-se que o cliente não está apto para o repasse, promove-se uma reunião com ele, a fim de destratar a unidade para que ela possa ser vendida novamente a um novo cliente.

Aprovação de Projetos: Assim como há dificuldades para obtenção de crédito para financiamento, em virtude do grande volume de empreendimentos sendo desenvolvido, a aprovação do projeto também pode ser considerado um dos principais gargalos do mercado imobiliário. A lentidão para aprovação dos projetos atrasa a expectativa de lançamento dos incorporadores, que, no caso de áreas mais valorizadas nos quais frequentemente o pagamento é feito em *cash*, acaba havendo uma redução na TIR quase mensalmente. Além disso, mudanças na legislação podem tornar algumas regras mais rígidas reduzindo a área comercializável, ou rentável, e aumentando o prazo para

aprovação, atualmente o principal problema vivenciado pelo FII Panamby. Em razão de algumas mudanças na legislação, não foi aprovado nos órgãos ambientais o projeto de dois grandes setores do FII, cujos processos já estão em andamento há mais de um ano. Como forma de agilizar o processo está sendo proposto, como mencionado, a doação de parte desses setores ao Parque Burle Marx, mas, em contrapartida, o FII solicita o aumento de potencial construtivo em dois outros setores que ainda não foram comercializados. É importante lembrar que as escrituras definitivas dos terrenos estão vinculadas a aprovação dos projetos, dessa forma, o risco de aprovação impacta mais o FII do que o incorporador/empreendedor.

Risco do Desenvolvimento: Após a aprovação do projeto, o incorporador/empreendedor é o responsável pela entrega do empreendimento. Normalmente, segundo o Banco Brascan, é negociada uma parcela de pagamento à vista no momento da Escritura de Promessa de Compra e Venda. Caso o incorporador/empreendedor não cumpra o calendário de obra, perde-se a parcela paga ao FII e, além disso, há um seguro garantia que o FII e o Incorporador/empreendedor assinam. Segue um trecho de um contrato modelo enviado pelo Banco Brascan em junho de 2013. O TOMADOR é o incorporador/empreendedor, e o TORRE J2 é o FII Panamby:

Garantir a indenização, até o valor fixado na apólice, dos prejuízos decorrentes do inadimplemento do TOMADOR, em relação aos compromissos contratualmente, assumidos e decorrentes do projeto e construção da torre, identificada por TORRE J2, compreendendo esta obrigação e por consequência a responsabilidade e cobertura o seguro; tão somente a fase construtiva do referido prédio, nos exatos termos e condições expressas, na combinação do Capítulo IV – Novação e Confissão da Dívida, item 4.1 e, Capítulo V – Seguro Garantia, item 5.1 do contrato garantido. Fica entendido e acordado, para todos os efeitos que de toda e qualquer indenização que venha a ser devida pelo presente seguro, nela não estará incluso nenhuma verba acessória, bem como quaisquer penalidades, em especial, multas, custas processuais, honorários advocatícios e outros.

5.3.2 Premissas: Prospecto x Cenário Referencial Prospecto

No prospecto de 1995 do FII Panamby, foram adotadas algumas premissas para efeito de análise econômica financeira. O objetivo de comparar esta expectativa de taxa de retorno do administrador e desenvolvedor do FII em 1995, foi criado o Cenário Prospecto, ou seja, levou-se em consideração todo o fluxo incorrido de despesas e receitas (até fevereiro

de 2013 – fato histórico), projetando a receita a incorrer de acordo com número de torres a serem lançadas por ano, segundo o Prospecto e a expectativa do preço por m² dos incorporadores repassado para o Banco Brascan (esse valor é o adotado pelo banco em sua análise financeira).

Em seguida, são descritas as premissas do prospecto e, em paralelo, as premissas utilizadas no Cenário Referencial Prospecto. Esta análise tornará viável a comparação da Taxa de Retorno Restrita esperada pelo FII e pelos cotistas no surgimento deste FII e a possível Taxa de Retorno esperada pelo investidor no Cenário Prospecto.

Número de Torres

Inicialmente obteve-se com o Banco Brascan a área computável total de cada setor, mas, em razão do potencial construtivo de cada uma, é necessário dividir potencial por torres, para ser possível um faseamento dos lançamentos. Não há projetos divulgados dos setores 7, 8 e 6A, até mesmo pela possível mudança em virtude da doação de área para o Parque Burle Marx e a contrapartida exigida. Desta forma, como critério adotou-se como modelo um dos lançamentos do Villaggio que teve aproximadamente 13.500m² de área computável para calcular o número de torres por setor e conseguir manter um critério de lançamentos semelhante ao do prospecto.

Nos setores 1 e 6B, já havia um projeto da Camargo Corrêa desde 2007, e como ele não sofreu alteração no potencial construtivo, mantém o número de torres do projeto.

Cronologia do Desenvolvimento

No prospecto, foi traçada uma velocidade de colocação de unidades no mercado considerada compatível com a demanda da época. A tabela 6 apresenta o cronograma de lançamento apresentado no prospecto.

Tabela 6 – Cronograma de Lançamentos no Prospecto

LANÇAMENTOS			
	DE	ATÉ	ANOS *
• PANAMBY - RESIDENCIAL	ABR/95	ABR/04	8
- COMERCIAL	MAR/98	FEV/03	8
• VILLAGGIO	OUT/96	NOV/02	6

Fonte: Prospecto FII Panamby [1995].

O Panamby Residencial é formado pelos setores 1, 2, 3 e 6B. Desses setores apenas o 2 e 3 foram lançados e comercializados para incorporadores. Os Setores 1 e 6B foram comercializados juntos para a mesma incorporadora, mas estão suportados por escritura de promessa de compra e venda, em virtude dos processos de aprovação de projetos.

No prospecto foram previstos dez torres no Setor 1, e três foram lançadas em março de 2000, mais três em março de 2001 e mais quatro em março de 2002. E já no Setor 6B foram previstos doze torres, sendo quatro lançadas por ano desde Abril de 1997.

Na apresentação de março de 2007, ou seja, após a compra desse setor pela Camargo Corrêa, foi detalhado que nesses dois setores haveria doze torres. Então, no Cenário Referencial Prospecto, será considerado o número de lançamento por ano próximo do projetado no prospecto, quatro lançamentos por ano, a partir de setembro de 2013.

O Panamby Comercial é formado pelos setores 7, 8 e 6A. Destes três setores, o 8 e o 6A ainda não foram comercializados (estoque), e o Setor 7 foi comercializado, mas está suportado por escritura de promessa de compra e venda, em virtude dos processos de aprovação de projetos.

No prospecto, foram previstos quatro torres no Setor 7, todas lançadas em março de 2002, duas torres no Setor 8, ambas lançadas em março de 1998 e uma torre no Setor 6A, com previsão de lançamento em março de 2000.

Na apresentação de março de 2007, ou seja, após a compra do Setor 7 pela Cyrela, foi detalhado que nele haveria dezesseis torres. E virtude da doação de parte desse setor ao Parque Burle Marx, houve uma redução no potencial construtivo, restando seis torres. No

Cenário Referencial Prospecto serão considerados dois anos para o lançamento de todas as torres para que não ultrapasse o número projetado no prospecto, e o primeiro lançamento ocorrerá em setembro de 2013.

No prospecto, o Setor 8 tinha duas torres, lançadas simultaneamente, e no 6A, apenas uma torre. Com o aumento do potencial construtivo, ainda em tramite nos órgãos competentes, o Setor 8 passou a ter três torres, que, no Cenário Referencial Prospecto serão lançadas simultaneamente em março de 2015, e o Setor 6A, cinco torres. O aumento de potencial construtivo no Setor 6A foi bastante significativo, e foi então adotado o critério de dividir os lançamentos em dois anos, não permitindo o lançamento superior a quatro torres por ano. Desta forma, foi projetado o lançamento de três torres em março de 2016 e duas, no ano seguinte. No prospecto, foi projetado o lançamento de cada setor para um ano distinto, critério também adotado no Cenário Prospecto.

O Setor 6A é destinado para o segmento hoteleiro, mas, em razão do aumento significativo no potencial construtivo e indefinição atual do uso, o Banco Brascan considera-o como de uso comercial, então se adota no Cenário Prospecto o mesmo uso.

O Villaggio tinha quinze torres realmente lançadas conforme o prazo previsto.

Composição da Receita

Para todos os setores foi previsto que o pagamento seria em permuta. A tabela 7 resume a permuta no Prospecto.

Tabela 7 – Percentual de Permuta por Setor no Prospecto

ÁREAS	PERMUTA
	(%)
PANAMBY	-
-RESIDENCIAL	19%
-COMERCIAL	20%
VILLAGGIO	17%
TOTAL	-

Fonte: Prospecto FII Panamby [1995].

Nas negociações que já ocorreram, em apenas um caso o pagamento foi em *cash* (Setor 3) ou *cash* mais permuta (Villaggio, Setor 2, Setor 7, Setores 1 e 6B). E no caso dos setores em estoque (8 e 6A) ainda é considerado pagamento 100% em permuta.

Velocidade de Vendas

No prospecto, a premissa de velocidade de vendas era que 40% das unidades lançadas seriam vendidas até o início da obra, e os 60% restantes na entrega da edificação. Essa velocidade não é mais utilizada pelo Banco Brascan. Atualmente, considera-se que 40% das unidades lançadas são comercializadas até o início da construção, 40% durante a obra e 20% no momento da entrega da edificação. É conservadora a velocidade de vendas apresentada no prospecto, então, no Cenário Referencial Prospecto será utilizada a mesma do Banco Brascan.

Tabela de Vendas

No PROSPECTO [1995] para os setores residenciais, havia a seguinte proporção de pagamento:

40% do preço pago até a entrega da unidade e 60% pagos em 60 (sessenta) parcelas mensais, iguais e sucessivas, vencendo-se a primeira delas 30 (trinta) dias da entrega das unidades, acrescidas de juros de 12% a.a., calculados pela tabela Price.

E, para os setores comerciais, o PROSPECTO [1995] propunha:

Estima-se vender os lotes dos Setores comerciais do Panamby para pagamento em moeda em 96 (noventa e seis) parcelas mensais, iguais, e sucessivas, sem juros, a partir da data de sua venda [...]

Atualmente o Banco Brascan ainda utiliza a tabela de vendas do residencial, e acabou adotando-a também para os setores comerciais. Mas, para o Cenário Referencial prospecto será utilizada uma tabela mais próxima do que o mercado imobiliário utiliza hoje, sendo 30% pagos durante a construção, 10% na entrega das chaves, e 60% repassado ao banco (não foi considerado taxa de repasse) em três parcelas iguais e sucessivas, começando três meses após a entrega da unidade. Essa tabela foi utilizada tanto para o residencial quanto para o comercial.

Despesas Operacionais

No prospecto, eram consideradas como despesas operacionais: promoção e propaganda (2,5% do valor unitário de venda da unidade), taxa de corretagem (3,5% do valor unitário de venda da unidade), remuneração do administrador (fixa, variável e prêmio por desempenho), comissão pela comercialização dos lotes (se o pagamento fosse *à vista*; o FII pagava 5% sobre o valor da escritura; caso fosse em permuta, o empreendedor/incorporador arcava com a despesa), auditoria externa, avaliação periódica e assessoria jurídica.

Para o cálculo das despesas operacionais no Cenário Referencial Prospecto foi feito o seguinte cálculo: total de despesas que ocorram até fevereiro de 2013 (data base da análise) e curva de desembolso.

- x% nos quatro primeiros meses (parcelas para pagamento de infra estrutura, como, rede de água e esgoto, iluminação, rede de telefonia e energia elétrica)
- Restante dividido igualmente pelo número de meses até fevereiro de 2013 (parcela para pagamento de despesas operacionais); Com esta foi possível achar uma parcela “fixa”, considerada até o lançamento.
- Após o lançamento as despesas de IPTU e de manutenção tornam-se de responsabilidade do Empreendedor; nesta forma, a parcela fixa, citada reduziu-se 82%, e esta foi considerada até o pagamento da última receita.

Todas essas premissas utilizadas no cenário referencial foram repassadas pelo Banco Brascan, incluindo o quadro de percentual de cada despesa que forma a despesa operacional (Tabela 8).

Tabela 8 – Despesas Operacionais do FII (%)

<u>Despesas Operacionais do FII</u>	<u>%</u>
Ações Institucionais:	11%
Despesas Administrativas:	5%
Despesa de Manutenção:	31%
IPTU:	51%
Obrigações do Fundo:	2%

Fonte: Banco Brascan em Março de 2013.

Além da assessoria jurídica, cujo custo que está computado em despesas operacionais foi considerado no cenário referencial um gasto de 0,3% do Valor Geral de Venda (VGV) referente à parte do FII para suportar a despesas extras ocasionadas pelo lançamento, como contrato específico deste empreendimento, escrituras, etc.

Nas despesas operacionais do Cenário Referencial Prospecto não constam despesas de corretagem e de promoção e propaganda, até porque, nos setores em que foi feita a análise econômica não ocorreu lançamento até o momento. Assim, na receita bruta de cada setor foram descontados promoção e propaganda (2,5% do valor unitário de venda da unidade) e taxa de corretagem (3,5% do valor unitário de venda da unidade) e após esses descontos aplica-se o % de permuta para auferir a receita do FII.

Expectativa da TRR

No PROSPECTO [1995], o FII tinha uma expectativa de TRR de 14% a.a., com *pay-back* de oitenta meses. Na primeira análise de sensibilidade, foi considerada uma valorização no preço de venda das unidades de 5% ao ano, a partir de 1996, de forma acumulativa, elevando a TRR para 17,6% a.a. e *pay-back* para 79 meses. Outro cenário apresentado é que, além dessa valorização, poderia ocorrer um incremento de 0,5% no percentual de permuta por ano a partir de 1996, também de forma acumulativa.

Serão apresentados os indicadores, levando em consideração os fatos incorridos e possíveis de incorrer no FII Panamby e mensurar a prevista TRR do cotista.

5.3.3 Análise da Qualidade dos Investimentos por Setor

Para entender a influência que cada setor exerce na rentabilidade do cotista do FII Panamby, serão analisados os indicadores de cada setor, as variações ou riscos a estes sujeitos e qual a sensibilidade da TRR do setor relativo a essas variações. Para essa análise, foram adotadas as premissas detalhadas no item anterior.

Setores 1 e 6B

Estes setores são formados por doze torres, sendo quatro torres lançadas por ano, com início de lançamento em setembro de 2013. Segue a tabela 9, referente ao lançamento e com as características do setor (todos os valores estão em R\$ de 0):

Tabela 9 – Datas Setores 1 e 6B

	Datas	
	Lançamento	Entrega
1º Fase	set/13	fev/16
2º Fase	set/14	fev/17
3º Fase	set/15	fev/18

Todas essas informações foram repassadas pelo Banco Brascan, sendo o preço do m², expectativa do incorporador para a região.

O “pagamento em cash” foi o adiantamento que o incorporador fez ao FII, e que ocorreu em quatro parcelas iguais, de julho e dezembro de 2006 e julho e dezembro de 2007.

A tabela 10 apresenta as características dos empreendimentos dos setores 1 e 6B.

Tabela 10 – Características do Empreendimento dos Setores 1 e 6B

Características do Empreendimento		
Área Computável	175.000	área pra venda
Preço / m ²	7.500	em R\$ de 0
VGv Total	1.351.875.000	em R\$ de 0
Participação FII	24%	Permuta
		Nº Parcelas
Pagamento em Cash	30.479.838	4
VGv FII	321.746.250	

A tabela 11 refere-se aos valores em R\$ da base relativos às principais despesas dos setores. Os quatro primeiros investimentos foram usados para a construção de infraestrutura, e os demais para despesas operacionais do FII. Despesa com advogados refere-se ao aumento do gasto com registros, documentos e honorários jurídico após o lançamento e terreno, referente ao custo deste setor para o FII na aquisição da área. Além desses custos, há despesa de corretagem (3,5% do valor unitário de venda da unidade) e promoção e propaganda (2,5% do valor unitário de venda da unidade).

Tabela 11 – Investimentos dos Setores 1 e 6B

Investimentos		
Terreno	78.594.501	em R\$ de 0
		Parcela Total (R\$)
Investimentos (4 primeiros meses)	4	5.469.471
Investimentos (até fev/13)	212	15.445.088
Investimento (após fev/13 até última receita)	66	1.312.090
Despesa com Advogados (lanç. até última receita)	59	5.360.213

O investimento é considerado no conceito de investimento pronto em R\$ da base e o *pay-back* a COP e a TAT alavancado com suas respectivas taxas. No Cenário Prospecto, observa-se que o *pay-back* a TAT não ocorrem porque a TIR desses Setores é inferior a TAT.

A tabela 12 mostra os indicadores de qualidade dos investimentos dos setores 1 e 6B.

Tabela 12 – Indicadores da Qualidade do Investimento Setores 1 e 6B

Indicador da Qualidade	
IP 0	(93.368.093) R\$ de 0
Retorno	217.930.969 R\$ de 0
TIR	6,10% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
TRR	5,96% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	256
PB a COP	256
PB a TAT	281

Estes setores podem sofrer distorção no preço, atraso no lançamento e na velocidade de vendas.

Setor 7

O setor 7 é formado por seis torres, e, no cenário referencial serão lançadas três por ano, com início de lançamento em setembro de 2013. A tabela 13 apresenta as datas do Setor 7 (todos os valores estão em R\$ da base), e a tabela 14, as características do empreendimento.

Tabela 13 – Datas do Setor 7

	Datas	
	Lançamento	Entrega
1º Fase	set/13	fev/16
2º Fase	set/14	fev/17

Tabela 14 – Características do Empreendimento do Setor 7

Características do Empreendimento			
Área Computável	71.719	área pra venda	
Preço / m²	8.000	em R\$ de 0	
VGV Total	573.752.000	em R\$ de 0	
Participação FII	20%	Permuta	
Pagamento em Cash	46.510.486	em R\$ de 0	
VGV FII	114.750.400	Nº Total de Torres	6
		Nº Torres Lançadas/Ano	3

O “pagamento em cash” consiste no adiantamento que o incorporador fez ao FII e que ocorreu nas seguintes datas e valores (Parcelas em R\$ da base):

Tabela 15 – Fluxo de Pagamento do Setor 7

Ano	Parcela
out/95	14.086.538
out/96	12.774.908
out/97	11.921.658
ago/04	2.654.301
fev/05	2.567.684
ago/06	2.505.397

A tabela 15 mostra os valores em R\$ da base referente às principais despesas do setor. Assim como nos setores 1 e 6B, os quatro primeiros investimentos foram usados para a construção de infraestrutura e demais despesas operacionais do FII. Além delas houve despesas com advogados, custo do terreno referente ao setor para o FII na aquisição da área, despesas de corretagem e de promoção e propaganda.

Tabela 16 – Investimentos no Setor 7

Investimentos		
Terreno	41.394.576 em R\$ de 0	
	Parcela	Total (R\$)
Investimentos (4 primeiros meses)	4	1.093.894
Investimentos (até fev/13)	212	7.274.860
Investimento (após fev/13 até última receita)	54	542.252
Despesa com Advogados (lanç. até última receita)	47	1.969.065

O investimento foi considerado no conceito de investimento pronto em R\$ da base e o *pay-back* a COP e a TAT alavancado com suas respectivas taxas. Desta forma a TRR desse setor encontra-se abaixo da expectativa do FII, porém melhor do que as dos Setores 1 e 6B.

A tabela 17 apresenta os indicadores da qualidade de investimento do Setor 7.

Tabela 17 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 7

Indicador da Qualidade	
<i>IP 0</i>	(42.587.278) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	102.101.201 R\$ de 0
<i>TIR</i>	11,23% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>TRR</i>	11,23% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	226
<i>PB a COP</i>	227
<i>PB a TAT</i>	253

O Setor 7 pode sofrer distorções no preço, atraso no lançamento, no % de permuta e na velocidade de vendas.

Setor 8

O Setor 8 é formado por três torres. No cenário prospecto, todos serão lançadas simultaneamente em março de 2015. A tabela 18 mostra as características do setor (todos os valores estão em R\$ da base):

Tabela 18 – Características do Empreendimento do Setor 8

Características do Empreendimento			
Área Computável	51.248	área pra venda	
Preço / m ²	9.000	em R\$ de 0	
VGv Total	461.232.000	em R\$ de 0	
Participação FII	22%	Permuta	
VGv FII	101.471.040	Nº Total de Torres	3
		Nº Torres Lançadas/Ano	3

Em todos os setores, a curva de investimento é igual, mudando apenas os valores. Houve despesa para a construção de infraestrutura, despesas operacionais do FII, despesa com advogados, custo do terreno, despesa de corretagem e de promoção e propaganda.

A tabela 19 apresenta os investimentos no Setor 8.

Tabela 19 – Investimentos no Setor 8

Investimentos			
Terreno	16.557.830	em R\$ de 0	
		Parcela	Total (R\$)
Investimentos (4 primeiros meses)		4	546.947
Investimentos (até fev/13)		212	5.036.442
Investimento (após fev/13 até última receita)		48	468.650
Despesa com Advogados (lanç. até última receita)		35	1.741.197

O investimento foi considerado no conceito de investimento pronto em R\$ da base e o *pay-back* a COP e a TAT alavancado com suas respectivas taxas. Desta forma a TRR deste setor encontra-se abaixo da expectativa do FII, porém melhor do que a dos Setores 1 e 6B, e abaixo do Setor 7.

A tabela 20 mostra os indicadores de qualidade de investimento do Setor 8.

Tabela 20 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 8

Indicador da Qualidade	
<i>IP 0</i>	(22.447.925) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	70.740.331 R\$ de 0
<i>TIR</i>	7,12% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>TRR</i>	6,59% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	270
<i>PB a COP</i>	271
<i>PB a TAT</i>	275

O Setor 8 pode sofrer distorção no preço, atraso no lançamento, no potencial construtivo e na velocidade de vendas.

Setor 6A

O Setor 6A é formado por cinco torres, no cenário referencial serão lançadas três em março de 2014 e duas no ano seguinte. Segue tabela 21 com as características do setor (todos os valores estão em R\$ da base):

Tabela 21 – Características do Empreendimento do Setor 6A

Características do Empreendimento	
Área Computável	68.604 área pra venda
Preço / m ²	9.000 em R\$ de 0
VGV Total	617.436.000 em R\$ de 0
Participação FII	22% Permuta
VGV FII	135.835.920
	Nº Total de Torres 5
	Nº Torres Lançadas/1º Ano 3
	Nº Torres Lançadas/2º Ano 2

Segue a tabela 22, com os valores em R\$ da base referentes às principais despesas do Setor: construção de infraestrutura, despesas operacionais do FII, despesa com advogados, custo do terreno referente a esse setor para o FII na aquisição da área, além de despesas de corretagem e promoção e propaganda.

Tabela 22 – Investimentos no Setor 6A

Investimentos		
Terreno	16.557.830	em R\$ de 0
	Parcela	Total (R\$)
Investimentos (4 primeiros meses)	4	546.947
Investimentos (até fev/13)	212	5.036.442
Investimento (após fev/13 até última receita)	60	521.100
Despesa com Advogados (lanç. até última receita)	47	2.330.882

O investimento foi considerado no conceito de investimento pronto em R\$ da base e o *pay-back* a COP e a TAT alavancado com suas respectivas taxas. Desta forma, a TRR deste Setor encontra-se abaixo da expectativa do FII, ficando abaixo apenas do Setor 7. A tabela 23 apresenta os indicadores da qualidade de investimento do Setor 6A.

Tabela 23 – Indicadores da Qualidade de Investimento do Setor 6A

Indicador da Qualidade	
<i>IP 0</i>	(22.711.048) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	100.117.530 R\$ de 0
<i>TIR</i>	7,98% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>TRR</i>	7,39% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	282
<i>PB a COP</i>	282
<i>PB a TAT</i>	288

O Setor 6A pode sofrer distorções no preço, atraso no lançamento, no potencial construtivo e na velocidade de vendas.

Villaggio

Esse setor já foi comercializado e lançado em sua totalidade. A análise não apresenta nenhuma distorção nesse setor já que as unidades estão comercializadas, ocorrendo apenas o seu pagamento previsto para finalizar em outubro de 2019. A receita do FII é rateada por todos os setores, enquanto houver entrada de receita, uma premissa do Banco Brascan.

Segue tabelas 24 e 25 referentes a informações que compõe a receita e o investimento do Villaggio (todos os valores estão em R\$ da base):

Tabela 24 – Informações da Receita Villaggio

Receita			
VG V FII	229.706.500		
Lançamento	out-95	de	até
70% da Receita	160.225.794	out/95	out/01
30% da Receita	69.480.706	nov/01	out/19

Tabela 25 – Investimentos no Villaggio

Investimentos			
Investimento Total	101.110.310	de	até
50% do Investimento	50.418.096	out/95	dez/95
50% do Investimento	50.692.214	jan/96	out/19

As informações relativas ao Villaggio são importantes para tornar possível a construção do fluxo consolidado do FII com todas as receitas e despesas que ainda ocorrerão após fevereiro de 2013 (data base da análise).

5.3.4 Análise de Sensibilidade

Distorção no preço

Em todos os setores, foi feita análise de sensibilidade do preço/m² a ser comercializado. No Cenário Prospecto, os valores adotados são expectativas dos incorporadores repassadas ao Banco Brascan. Nessa análise, o objetivo é verificar a sensibilidade da taxa de retorno caso ocorra uma valorização acima do IGP-M. Mais adiante será apresentada uma breve análise sobre o preço comercializado na região e o histórico dos últimos lançamentos.

Setores 1 e 6B

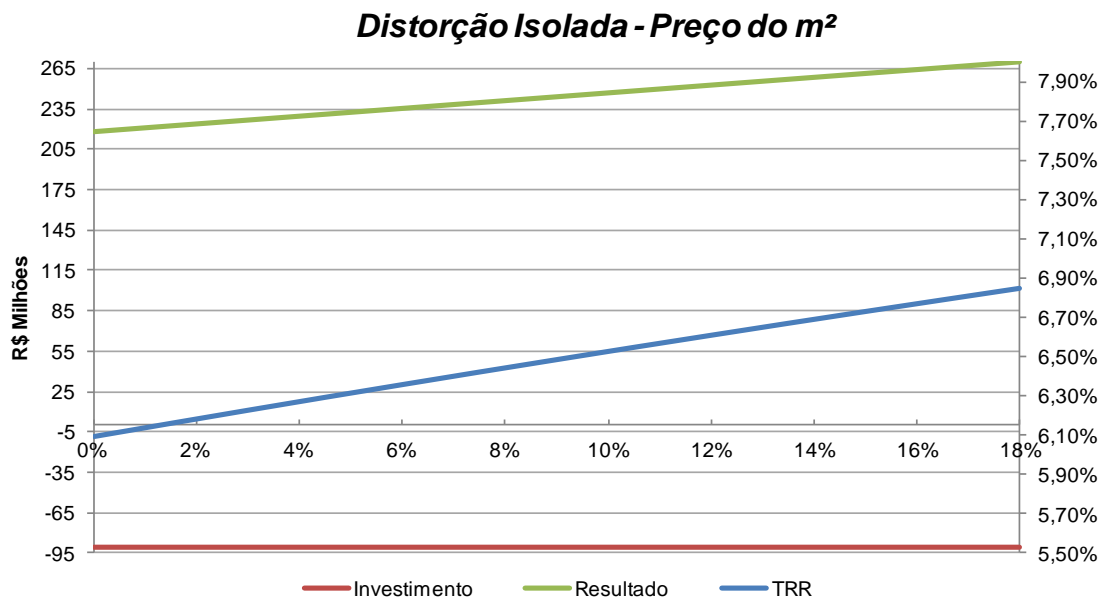
Mesmo com um aumento de 18% no preço do m², ou seja, de R\$7.500 para R\$8.800 a TRR aumenta apenas 0,89% a.a.

A tabela 26 e o gráfico 3 mostram a distorção isolada relativa ao preço do m² dos Setores 1 e 6B.

Tabela 26 – Distorção Isolada - Preço do m² dos Setores 1 e 6B

Distorção Isolada - Preço do m ²			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	5,96%	-93.368.093	217.930.969
3%	6,09%	-93.368.093	226.579.169
6%	6,22%	-93.368.093	235.227.310
9%	6,35%	-93.368.093	243.875.451
12%	6,47%	-93.368.093	252.523.651
15%	6,59%	-93.368.093	261.171.792
18%	6,71%	-93.368.093	269.819.992

Gráfico 3 – Distorção Isolada - Preço do m² dos Setores 1 e 6B



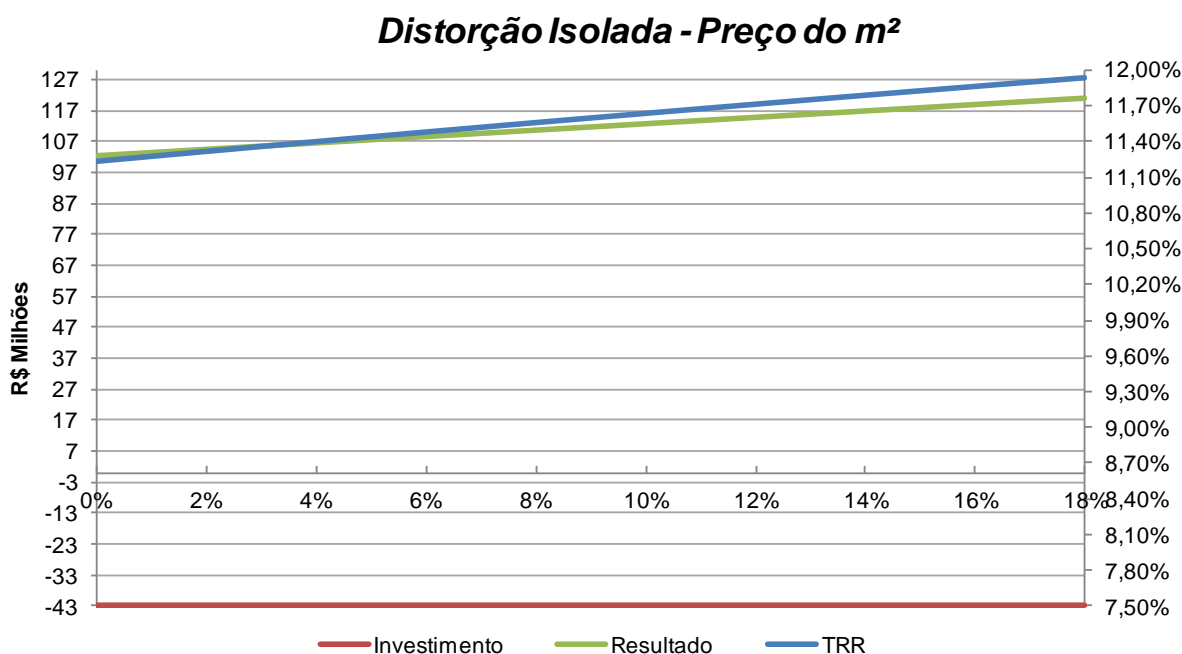
Setor 7

Mesmo com um aumento de 18% no preço do m², ou seja, de R\$8.000 para R\$9.400 a TRR aumenta apenas 0,7% a.a. A tabela 27 e o gráfico 4 mostram a distorção isolada relativa ao preço do m² do Setores 7.

Tabela 27 – Distorção Isolada - Preço do m² do Setor 7

Distorção Isolada - Preço do m ²			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	11,23%	-42.587.278	102.101.201
3%	11,35%	-42.587.278	105.278.106
6%	11,47%	-42.587.278	108.454.999
9%	11,59%	-42.587.278	111.631.885
12%	11,71%	-42.587.278	114.808.764
15%	11,82%	-42.587.278	117.985.651
18%	11,93%	-42.587.278	121.162.538

Gráfico 4 – Distorção Isolada - Preço do m² do Setor 7



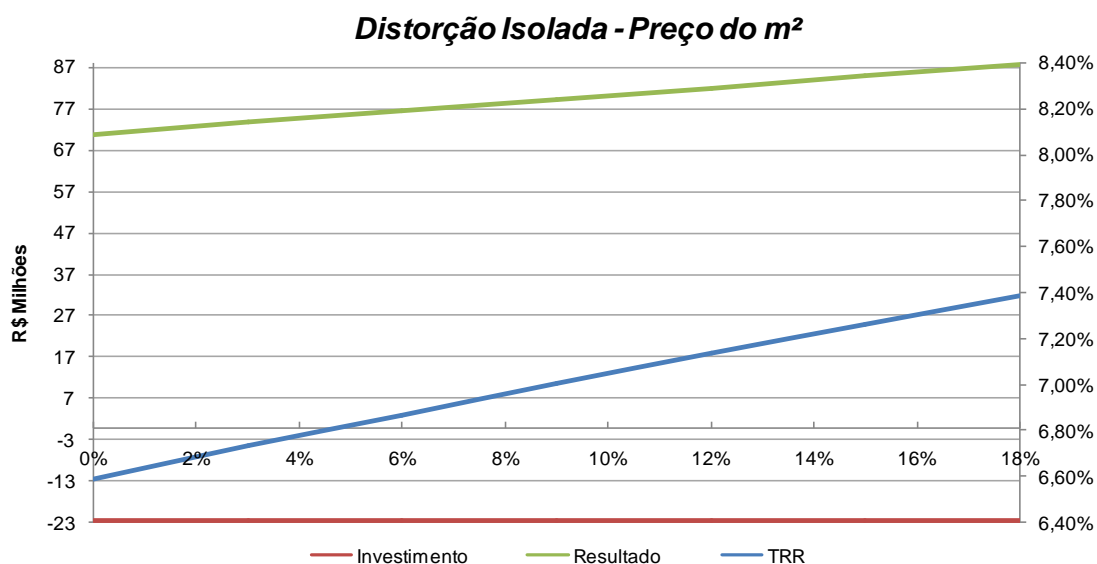
Setor 8

Mesmo com um aumento de 18% no preço do m², ou seja, de R\$9.000 para R\$10.600 a TRR aumenta apenas 0,8% a.a. A tabela 28 e o gráfico 5 mostram a distorção isolada relativa ao preço do m² do Setor 8.

Tabela 28 – Distorção Isolada - Preço do m² do Setor 8

Distorção Isolada - Preço do m ²			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	6,59%	-22.447.925	70.740.331
3%	6,73%	-22.447.925	73.549.572
6%	6,87%	-22.447.925	76.358.816
9%	7,00%	-22.447.925	79.168.063
12%	7,13%	-22.447.925	81.977.310
15%	7,26%	-22.447.925	84.786.556
18%	7,39%	-22.447.925	87.595.802

Gráfico 5 – Distorção Isolada - Preço do m² do Setor 8



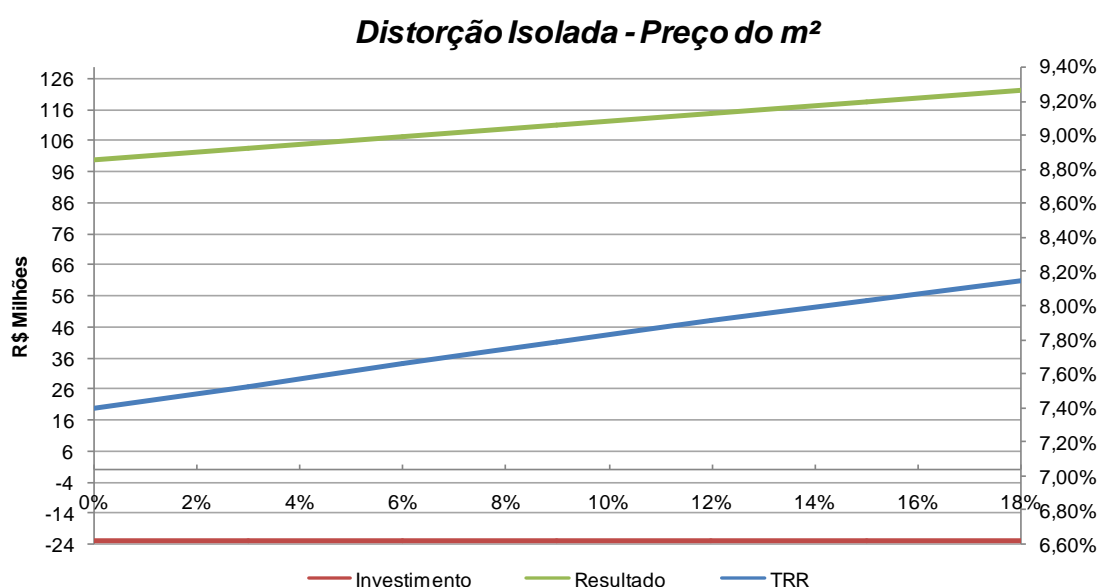
Setor 6A

Mesmo com um aumento de 18% no preço do m², ou seja, de R\$9.000 para R\$10.600 a TRR aumenta apenas 0,8% a.a. A tabela 29 e o gráfico 6 mostram a distorção isolada relativa ao preço do m² do Setor 6A.

Tabela 29 – Distorção Isolada – Preço do m² do Setor 6A

Distorção Isolada - Preço do m ²			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	7,39%	-22.711.048	100.117.530
3%	7,53%	-22.711.048	103.818.407
6%	7,66%	-22.711.048	107.519.286
9%	7,79%	-22.711.048	111.220.159
12%	7,91%	-22.711.048	114.921.047
15%	8,03%	-22.711.048	118.621.918
18%	8,15%	-22.711.048	122.322.796

Gráfico 6 – Distorção Isolada – Preço do m² do Setor 6A



A análise permite perceber que mesmo com um aumento de 18% no preço a ser comercializada, a taxa de retorno não é capaz de alcançar a expectativa de rentabilidade que o FII tinha em 1995. O longo período de investimento acabou reduzindo significativamente a TRR do cotista.

Atraso no Lançamento

O atraso no lançamento pode ser considerada como a principal responsável pela redução da rentabilidade do cotista e dos setores. No caso dos setores 7, 1 e 6B, a redução na TRR não é tão alta, mas se levar em consideração o tempo que esses setores já estão à espera para a aprovação, esse pode ser considerado o principal problema destes setores e uma

das razões para a TRR estar bem abaixo do esperado. Nos dois casos em específico, ocorreu um adiantamento do incorporador ao FII, que já suportava as despesas operacionais, por isso, o IP não aumenta, ocorrendo apenas uma redução do resultado.

Nos setores 8 e 6A, a redução na TRR do Setor também não é tão significativa (seis meses de atraso), mas se levar em consideração que esses terrenos ainda não foram comercializados e o tempo que se leva para elaboração e aprovação do projeto, é um fator que deve ser acompanhado, já que o Ipronto aumenta a cada mês prorrogado.

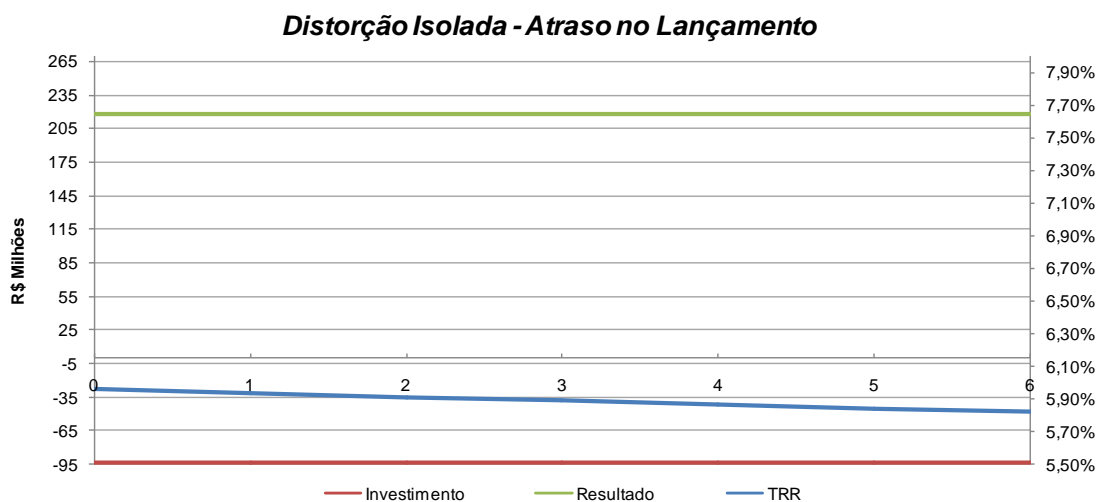
Setores 1 e 6B

A TRR desses setores pode reduzir 0,14% a.a. em seis meses. A tabela 30 e o gráfico 7 mostram a distorção isolada relativa ao atraso no lançamento dos Setores 1 e 6B.

Tabela 30 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B

Distorção Isolada - Atraso no Lançamento			
Distorção (mês)	TRR	Investimento	Resultado
0	5,96%	-93.368.093	217.930.969
1	5,94%	-93.368.093	217.856.503
2	5,91%	-93.368.093	217.782.037
3	5,89%	-93.368.093	217.707.571
4	5,87%	-93.368.093	217.633.105
5	5,84%	-93.368.093	217.558.639
6	5,82%	-93.368.093	217.484.173

Gráfico 7 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B



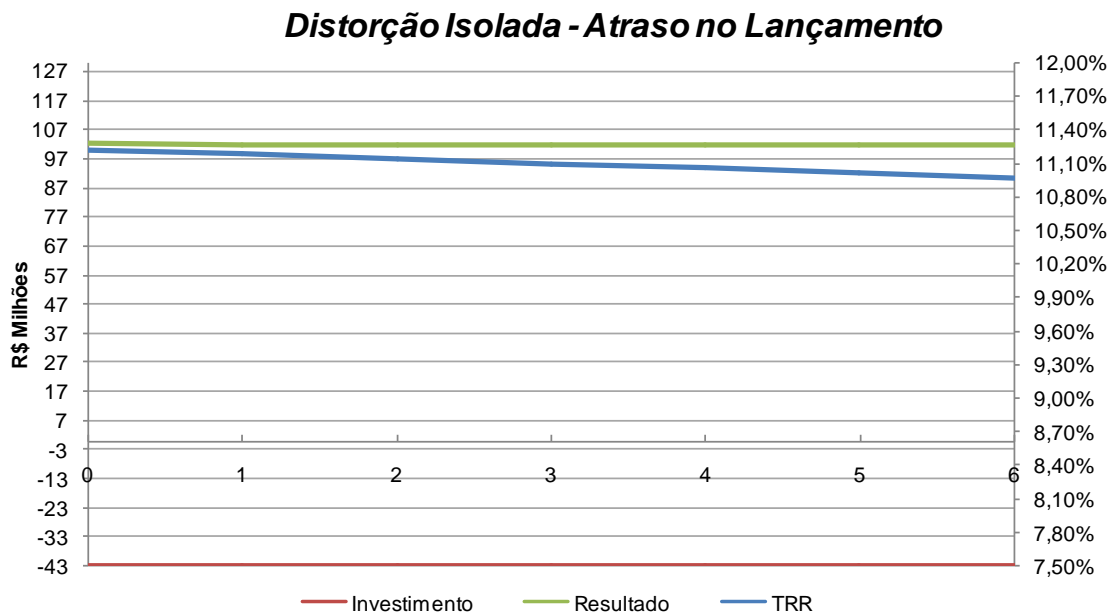
Setor 7

A TRR do Setor 7 pode reduzir 0,25% a.a. em seis meses. A tabela 31 e o gráfico 8 mostram a distorção isolada relativa ao atraso no lançamento do Setor 7.

Tabela 31 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 7

Distorção Isolada - Atraso no Lançamento			
Distorção (mês)	TRR	Investimento	Resultado
0	11,23%	-42.587.278	102.101.201
1	11,18%	-42.587.278	102.066.126
2	11,14%	-42.587.278	102.031.051
3	11,10%	-42.587.278	101.995.976
4	11,06%	-42.587.278	101.960.901
5	11,02%	-42.587.278	101.925.826
6	10,98%	-42.587.278	101.890.751

Gráfico 8 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 7



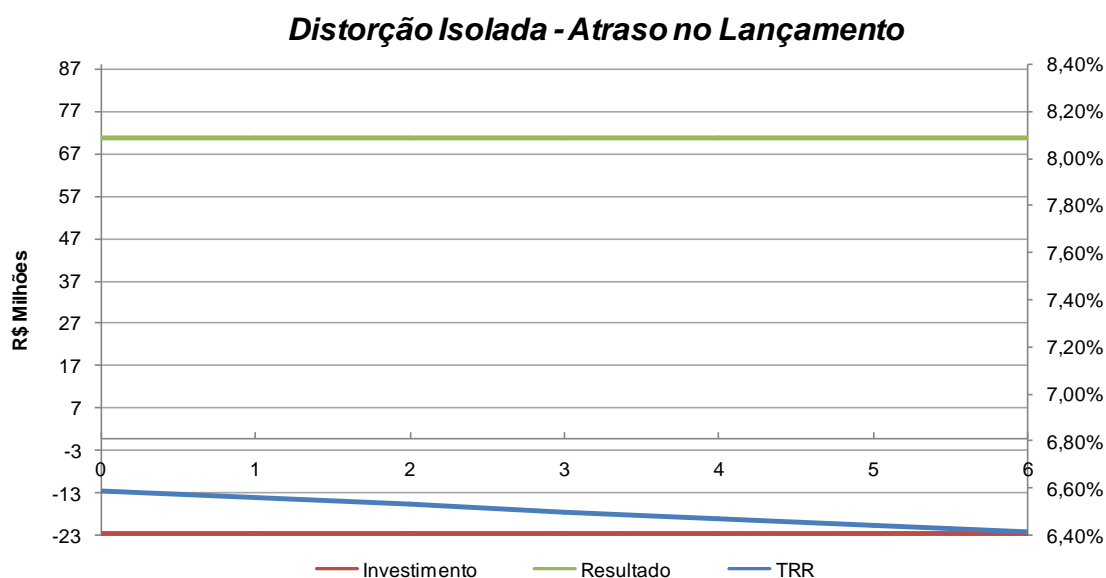
Setor 8

A TRR do Setor 8 pode reduzir 0,18% a.a. em seis meses. A tabela 32 e o gráfico 9 mostram a distorção isolada relativa ao atraso no lançamento do Setor 8.

Tabela 32 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 8

Distorção Isolada - Atraso no Lançamento			
Distorção (mês)	TRR	Investimento	Resultado
0	6,59%	-22.447.925	70.740.331
1	6,56%	-22.469.902	70.716.048
2	6,53%	-22.491.870	70.691.766
3	6,50%	-22.513.829	70.667.484
4	6,47%	-22.535.778	70.643.201
5	6,44%	-22.557.719	70.618.919
6	6,41%	-22.579.650	70.594.637

Gráfico 9 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 8



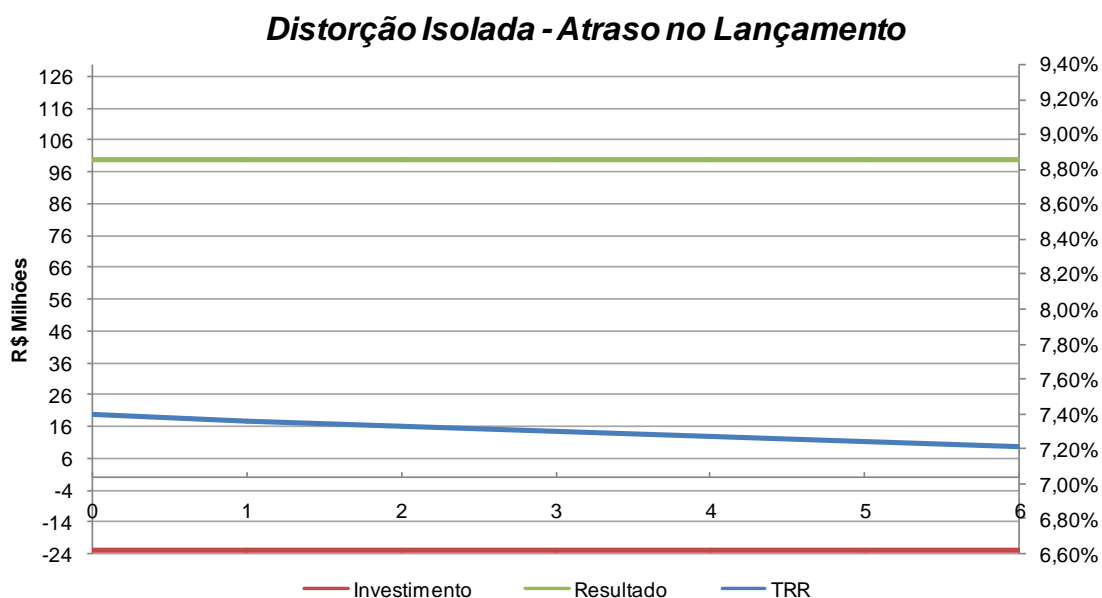
Setor 6A

A TRR do Setor 6A pode reduzir 0,21% a.a. em seis meses. A tabela 33 e o gráfico 10 mostram a distorção isolada relativa ao atraso no lançamento do Setor 6A.

Tabela 33 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 6A

Distorção Isolada - Atraso no Lançamento			
Distorção (mês)	TRR	Investimento	Resultado
0	7,39%	-22.711.048	100.117.530
1	7,36%	-22.732.915	100.093.248
2	7,33%	-22.754.774	100.068.966
3	7,30%	-22.776.624	100.044.683
4	7,27%	-22.798.464	100.020.401
5	7,24%	-22.820.296	99.996.118
6	7,21%	-22.842.118	99.971.836

Gráfico 10 – Distorção Isolada – Atraso no Lançamento do Setor 6A



Perda no percentual de permuta

Setor 7

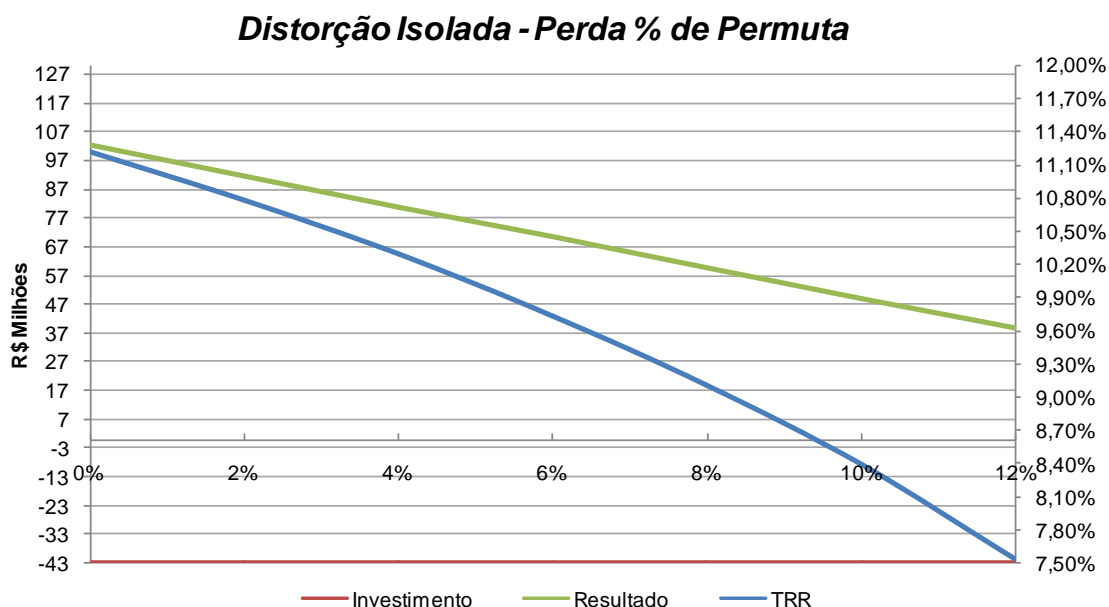
Para o Setor 7 esta sendo previsto uma redução considerável no potencial construtivo em virtude da doação de área ao Parque Burle Marx. Desta forma, será provável que o incorporador renegocie o percentual de permuta do FII, para que o negócio se torne até mesmo viável, já que o Banco Brascan afirmou que não haverá devolução do adiantamento já pago.

A tabela 34 e o gráfico 11 referem-se a perda do percentual de permuta do Setor 7.

Tabela 34 – Distorção Isolada – Perda no % de Permuta do Setor 7

Distorção Isolada - Perda no % de Permuta			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	11,23%	-42.587.278	102.101.201
2%	10,78%	-42.587.278	91.511.589
4%	10,29%	-42.587.278	80.921.949
6%	9,74%	-42.587.278	70.332.320
8%	9,12%	-42.587.278	59.742.692
10%	8,40%	-42.587.278	49.153.045
12%	7,53%	-42.587.278	38.563.423

Gráfico 11 – Distorção Isolada – Perda no % de Permuta do Setor 7



A perda de percentual de permuta pode ser considerada um dos fatores que mais afeta a TRR do Setor 7. Como essa questão ainda não foi discutido, pelo incorporador, e o FII não sabe de quanto poderá ser a perda, nesta análise é possível observar que qualquer redução é bem significativa para a TRR do setor. Assim como nos Setores 1 e 6B, o adiantamento suporta a despesa operacional, portando o Ipronto não se altera.

Perda do Potencial Construtivo

Em virtude da doação de área ao Parque Burle Marx do Setor 7, o FII está pedindo em contrapartida aumento no potencial construtivo dos setores que ainda não foram

comercializados. Desta forma, como ainda não foi aprovado o aumento já considerado pelo Banco Brascan, segue a sensibilidade da TRR diante desse fator de risco.

A redução no potencial construtivo afeta significativamente a TRR do setor. E apenas recordando, o potencial construtivo sofreu um aumento de quase 100%, ou seja, não se pode eliminar esse risco da análise.

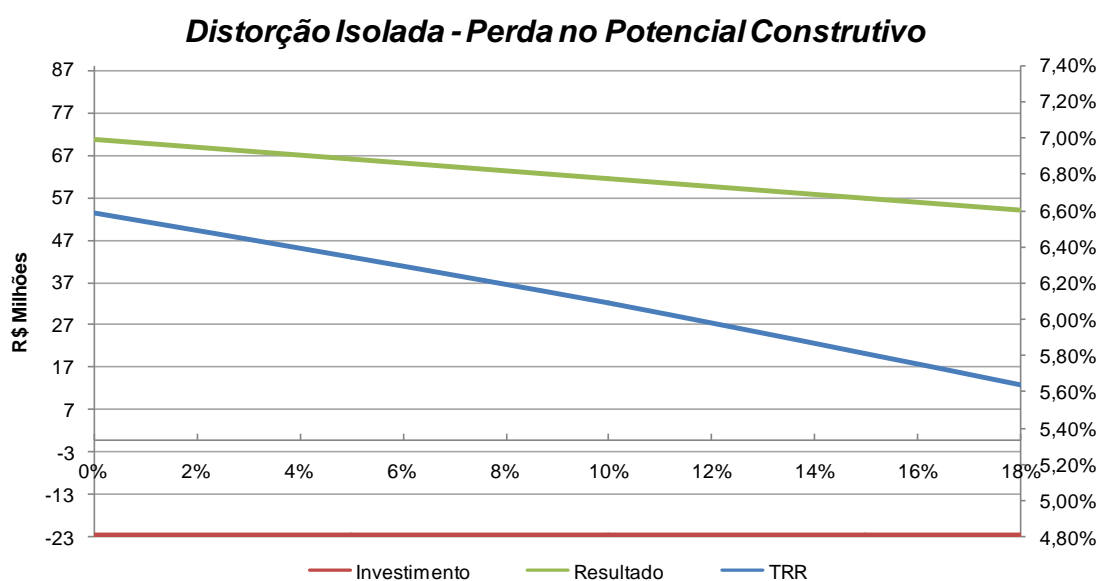
As tabelas 35 (Setor 8) e 36 (Setor 6A) e os gráficos 12 (Setor 8) e 13 (Setor 6A) referem-se às distorções isoladas na perda do potencial construtivo dos respectivos setores.

Setor 8

Tabela 35 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 8

Distorção Isolada - Perda no Pot. Construtivo			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	6,59%	-22.447.925	70.740.331
5%	6,35%	-22.447.925	66.058.244
10%	6,09%	-22.447.925	61.376.159
15%	5,82%	-22.447.925	56.694.097
20%	5,53%	-22.447.925	52.012.016
25%	5,22%	-22.447.925	47.329.932
30%	4,90%	-22.447.925	42.647.845

Gráfico 12 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 8

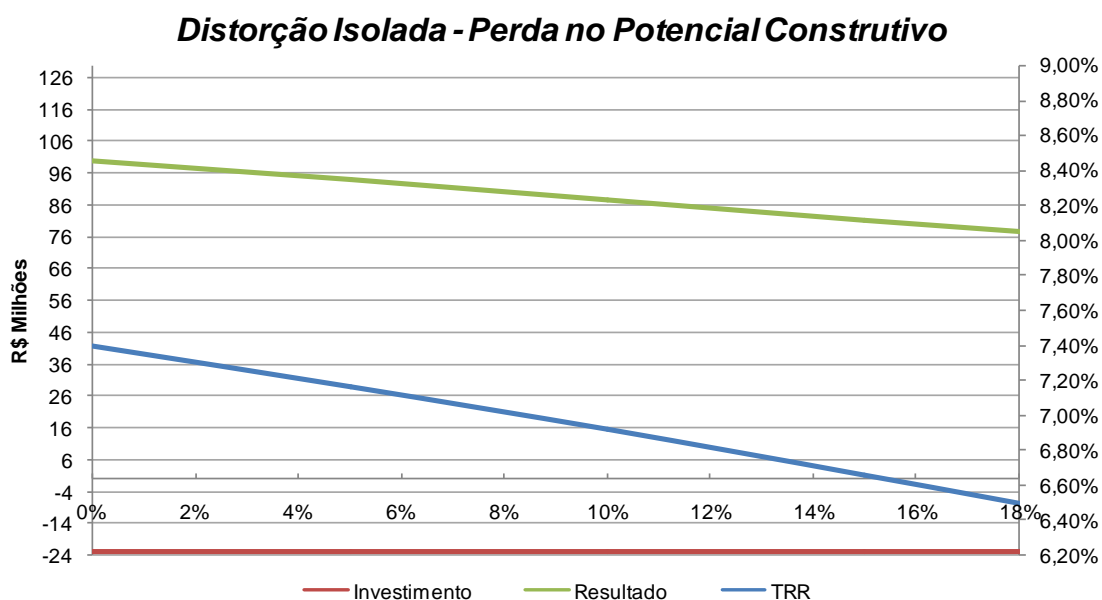


Setor 6A

Tabela 36 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 6ª

Distorção Isolada - Perda no Pot. Construtivo			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	7,39%	-22.711.048	100.117.530
5%	7,16%	-22.711.048	93.949.390
10%	6,92%	-22.711.048	87.781.268
15%	6,66%	-22.711.048	81.613.131
20%	6,38%	-22.711.048	75.445.009
25%	6,09%	-22.711.048	69.276.868
30%	5,78%	-22.711.048	63.108.728

Gráfico 13 – Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo do Setor 6A



Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento

No caso do FII, o atraso no lançamento impacta mais que a redução na velocidade de vendas, porque diferentemente de um empreendimento, não ocorre um descasamento da receita com a curva de desembolso de obra, aumentando assim o investimento. Neste caso, há apenas uma “lentidão” na entrada da receita que irá acontecer independentemente da velocidade inicial, durante os trinta meses (cinco de lançamento, mais vinte e quatro de obra e um na conclusão da obra). Levando em consideração o longo horizonte de investimento, esse fator não consegue ser tão expressivo para a análise.

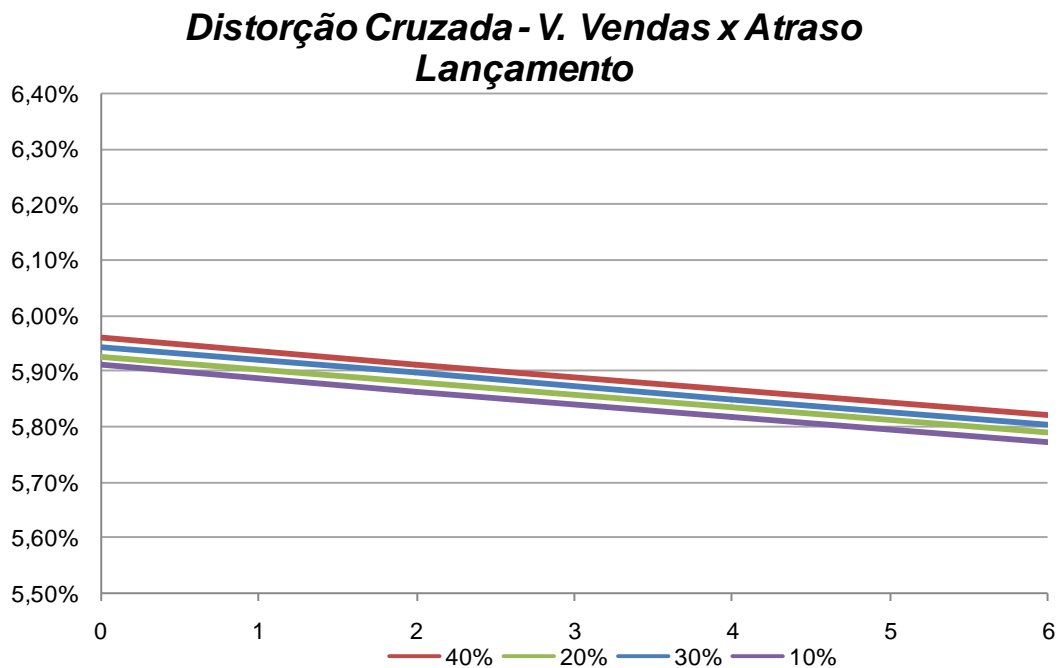
Setores 1 e 6B

A tabela 37 (Setores 1 e 6B), 38 (Setor 7), 39 (Setor 8) e 40 (Setor 6A) e os gráficos 14 (Setores 1 e 6B), 15 (Setor 7), 16 (Setor 8) e 17 (Setor 6A) referem-se à distorção cruzada de velocidade de vendas e atraso no lançamento dos setores respectivos.

Tabela 37 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B

Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no lançamento - TRR						
		5,96%	40%	30%	20%	10%
meses	0	5,96%	5,96%	5,94%	5,93%	5,91%
	2	5,91%	5,91%	5,90%	5,88%	5,86%
	4	5,87%	5,87%	5,85%	5,83%	5,82%
	6	5,82%	5,82%	5,80%	5,79%	5,77%

Gráfico 14 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento dos Setores 1 e 6B

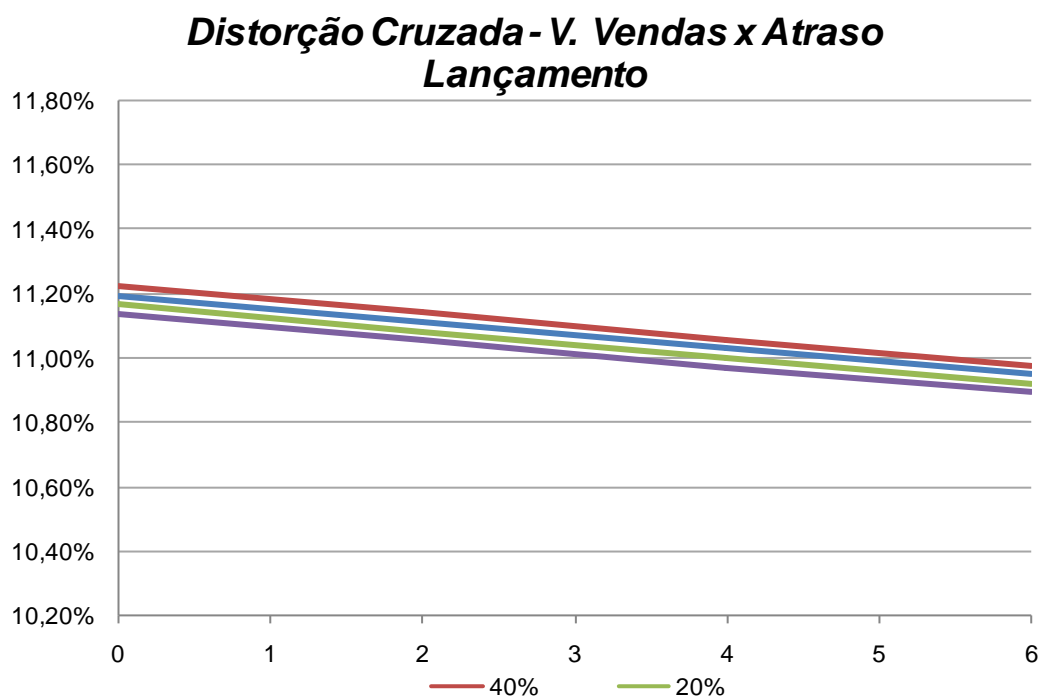


Setor 7

Tabela 38 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 7

Distorção Cruzada Velocida de Vendas e Atraso no lançamento - TRR						
		11,23%	40%	30%	20%	10%
meses	0		11,23%	11,20%	11,17%	11,14%
	2		11,14%	11,11%	11,08%	11,05%
	4		11,06%	11,03%	11,00%	10,97%
	6		10,98%	10,95%	10,92%	10,89%

Gráfico 15 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 7

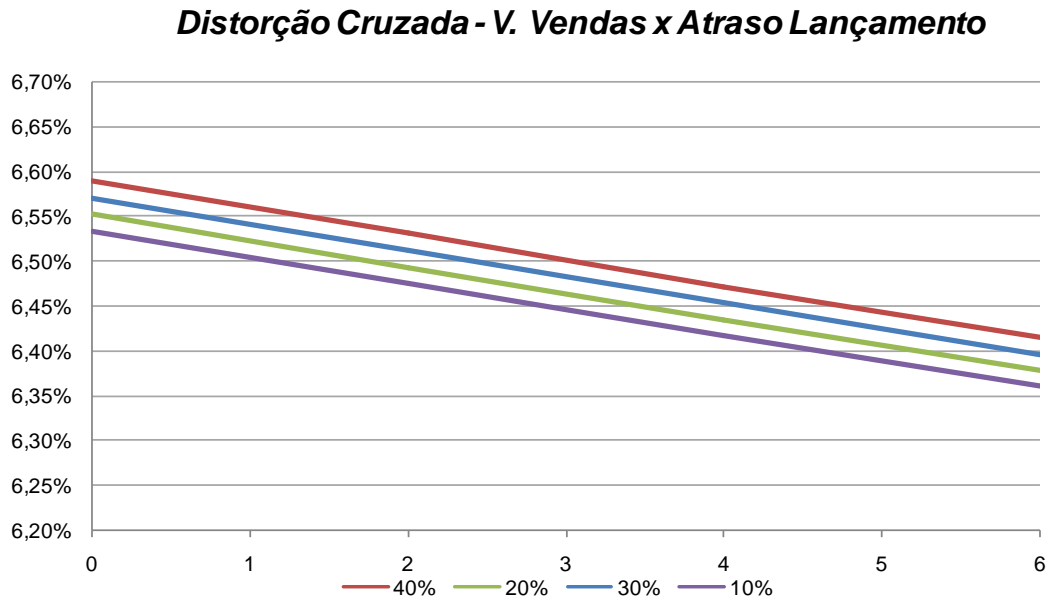


Setor 8

Tabela 39 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 8

Distorção Cruzada Velocida de Vendas e Atraso no lançamento - TRR						
		6,59%	40%	30%	20%	10%
meses	0		6,59%	6,57%	6,55%	6,53%
	2		6,53%	6,51%	6,49%	6,47%
	4		6,47%	6,45%	6,44%	6,42%
	6		6,41%	6,40%	6,38%	6,36%

Gráfico 16 – Distorção Cruzada - Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 8

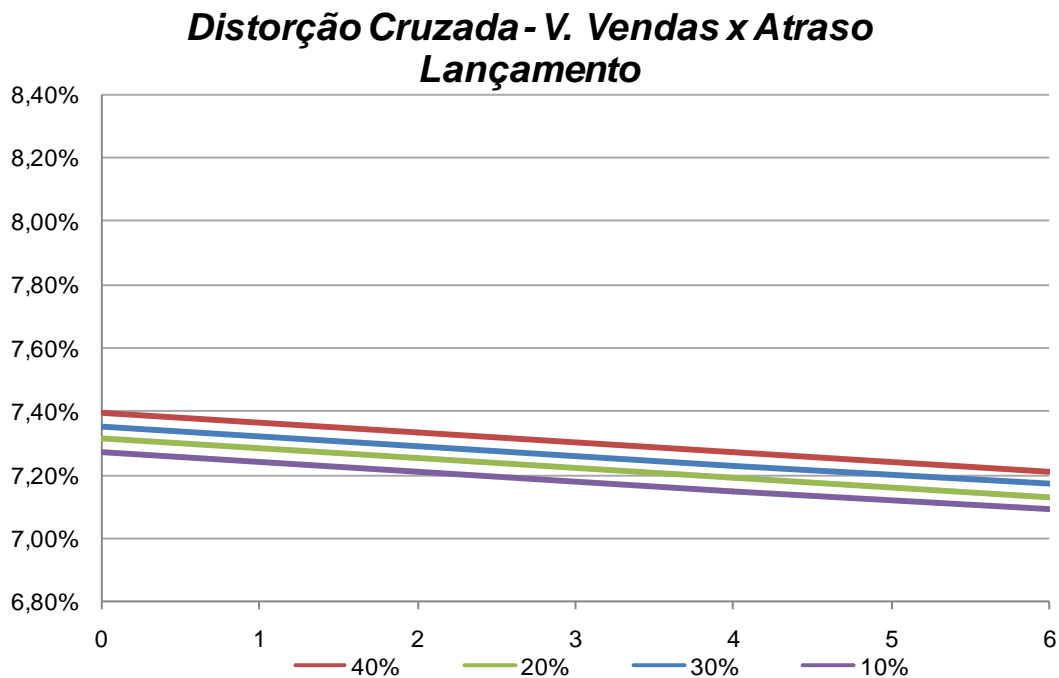


Setor 6A

Tabela 40 – Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 6A

Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no lançamento - TRR					
	7,39%	40%	30%	20%	10%
0		7,39%	7,35%	7,31%	7,27%
2		7,33%	7,29%	7,25%	7,21%
4		7,27%	7,23%	7,19%	7,15%
6		7,21%	7,17%	7,13%	7,09%

Gráfico 17 – Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento do Setor 6A



5.3.5 Análise da Qualidade dos Investimentos do Cotista do FII Panamby

Antes da construção do Fluxo do Cotista do FII Panamby, foi necessário montar um fluxo do FII, juntando as despesas e receitas dos setores 6A, 8, 7, 1, 6B e Villaggio a partir da data base (fevereiro de 2013). A última distribuição de resultados ocorreu em janeiro de 2013, e, segundo essa análise, o FII é capaz de distribuir resultados apenas quando um empreendimento for lançado. A receita do Villaggio está suportando a despesa operacional do FII, e mesmo assim, resta um saldo devedor de R\$12.387 da base, por mês que deve estar sendo suportado pelo Reserva Especial do FII. Na constituição, foram destinados R\$200 mil (valor histórico) para a criação da Reserva Especial, a fim de garantir o cumprimento dos compromissos do FII. Esse valor é corrigido mensalmente pelo IGP-M, e, em fevereiro de 2013, o valor era de R\$923 mil da base.

Desta forma, enquanto não houver lançamento o Fundo de Reserva deverá arcar com R\$12.387 da base por mês. Como metodologia desta análise, foi considerado que o saldo devedor acumulado deve ser descontado da primeira receita do lançamento, antes de ser distribuído ao cotista. Como o investimento do cotista ocorreu em um único momento

(aquisição das cotas), não há aumento de investimento para o cotista, apenas uma redução da receita futura.

Com esse critério, foi possível montar o fluxo de receita do cotista que está previsto para incorrer e unir o fluxo de incorridos (valores repassados pelo Banco Brascan), que foi o investimento inicial (aquisição das cotas em março de 1995) e todas as distribuições de resultados que ocorreram até a data base (Fevereiro de 2013). Todos os incorridos foram corrigidos por IGP-M até a base.

Segue tabela 41 como os Indicadores da Qualidade dos Investimentos do Cotista do FII no cenário referencial prospecto:

Tabela 41 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Referencial Prospecto)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	680.833.775 R\$ de 0
<i>TRR</i>	7,92% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	265

A TRR do cotista ficou bem abaixo da expectativa apresentada no prospecto (14% a.a.) e da TAT, e um pouco abaixo do COP.

O ciclo de desenvolvimento está sendo bem maior, ou seja, a expectativa do *pay-back* no prospecto era de ocorrer no mês 80 e, no cenário referencial, aconteceu no mês 169 (março de 2009), isto é, levou mais do dobro do tempo. Com certeza, esse é um dos principais fatores para a expressiva redução da TRR.

A redução da TRR não foi maior porque a expectativa do preço do m² para a região está bem acima do projetado no prospecto do FII. Para os empreendimentos residenciais do Panamby, foi previsto o valor médio de m² de R\$1.273 (valor histórico), que seria equivalente em Fevereiro de 2013 corrigido por IGP-M a R\$5.878. Nos Setores 1 e 6B, o valor projetado para lançamento era de R\$7.500/m² em moeda da base, 28% maior do que o corrigido. Da mesma forma aconteceu nos Setores comerciais (7, 8 e 6A). No

prospecto, o valor arbitrado era de R\$1.580/m² (valor histórico), que seria equivalente na moeda da base a R\$7.296. O valor médio projetado para esses lançamentos era de R\$8.600/m² em moeda da base, um aumento de 18% acima do valor corrigido.

Outro fator importante para ser analisado é que o percentual de permuta prevista no prospecto para os empreendimentos residenciais era de 19% e, no 1 e 6B, foi comercializado por 24% de permuta mais R\$30.400 mil da base. Já nos setores comerciais, era previsto permuta de 20%, e no Setor 7, já comercializado, foi feita uma negociação com 20% de permuta mais R\$46.500 mil de 0 (este setor poderá sofrer redução no percentual de permuta, mas é importante ressaltar que, caso não ocorra esse problema, a negociação será melhor que a projetada). Já nos terrenos em estoque, considerados comerciais no prospecto, está sendo previsto uma permuta de 22%, de acordo com o Banco Brascan. Desta forma, é possível considerar que em todos os setores analisados, as negociações tiveram (ou está sendo previsto) um percentual maior do que o apresentado no prospecto como expectativa.

Diante dessas análises, é difícil supor que o longo período para o desenvolvimento foi suficiente para reduzir tanto a TRR do FII. Mas realmente, o FII sozinho não seria capaz de tamanha redução. Outro fator que prejudicou esse indicador foi a redução significativa de área computável em alguns dos setores analisados. Segue a tabela 42, que mostra a área computável prevista para cada setor e a área que está sendo considerada atualmente pelo Banco Brascan na análise da qualidade de investimento do FII.

No total, ocorreu uma perda de 36.091m² de área computável em relação ao que era esperado no prospecto. Esta redução pode ter acontecido não apenas pela doação de parte da área do Setor 7 para o parque, mas, no caso dos Setores 1 e 6B, uma maior rigidez na legislação dificulta tamanho aproveitamento da área. O valor é muito significativo e com certeza um dos responsáveis pela redução na TRR.

Tabela 42 – Quadro Comparativo de Área Computável

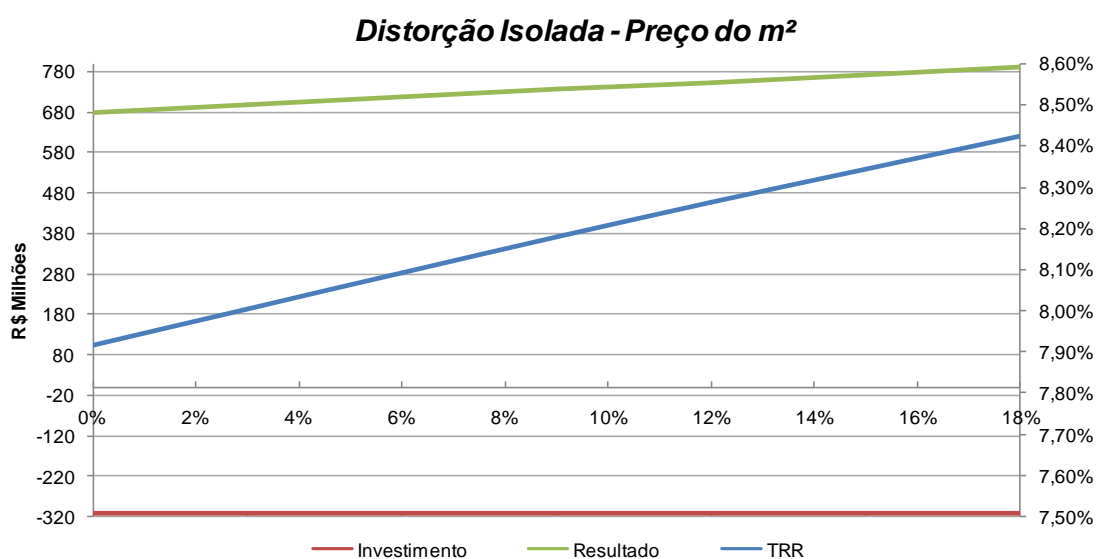
Área Computável			
Setores	Prospecto	Cenário Referencial	Diferença
1 e 6B	221.871	175.000	-46.871
7	135.209	71.719	-63.490
8	26.075	51.248	25.173
6A	19.507	68.604	49.097
Total	402.662	366.571	-36.091

Diante deste entendimento, apresenta-se na tabela 43 e gráfico 18 a sensibilidade da TRR diante dos riscos que os setores analisados ainda estão expostos (valores em R\$ da base):

Tabela 43 – Distorção Isolada - Preço do m² (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Isolada - Preço do m ²			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	7,92%	-309.981.143	680.833.775
3%	8,01%	-309.981.143	699.168.998
6%	8,09%	-309.981.143	717.504.155
9%	8,18%	-309.981.143	735.839.302
12%	8,26%	-309.981.143	754.174.516
15%	8,34%	-309.981.143	772.509.661
18%	8,43%	-309.981.143	790.844.872

Gráfico 18 – Distorção Isolada - Preço do m² (Cenário Referencial Prospecto)



Mesmo com um aumento de 18% no preço projetado para todos esses setores, a TRR

ainda se mantém abaixo da TAT. E considerar um aumento superior a 18% acima do IGP-M, é cogitar um cenário um tanto quanto otimista.

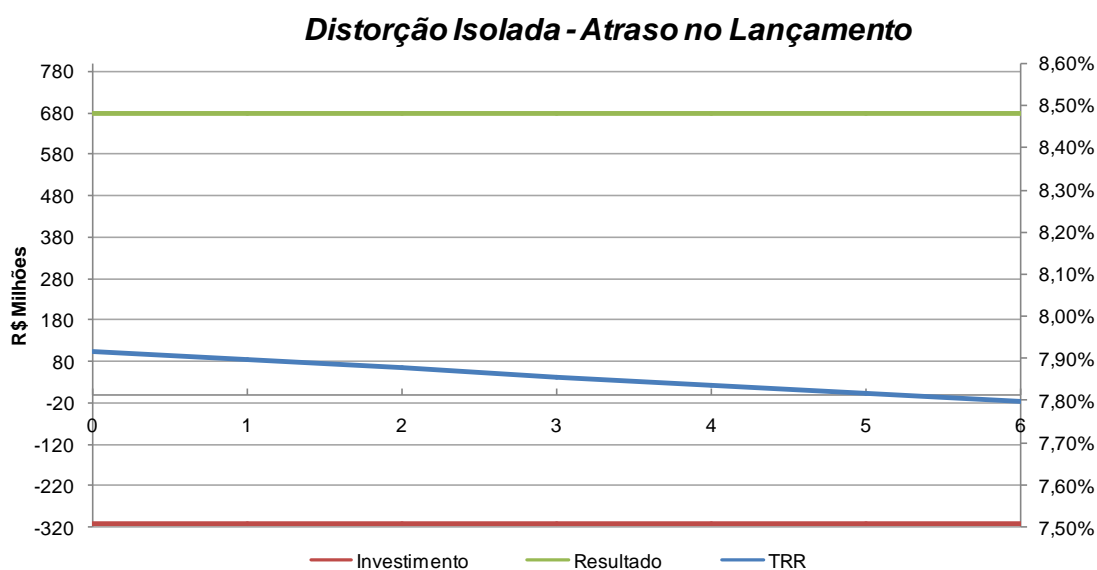
A TRR do cotista reduz 0,12% a.a. em seis meses. Percentualmente, a TRR do cotista é menos sensível do que a TRR dos setores que reduz 0,20% a.a. A razão é que há aumento do investimento para os cotistas por conta das despesas operacionais, pois elas são suportadas pela receita do Villaggio, e o restante, pela Reserva Especial que atualmente é de mais de R\$900 mil da base. Quando o FII receber a primeira receita do lançamento, será descontado esse acumulado antes de ocorrer a distribuição dos resultados. É importante destacar que há setores ainda não comercializados, e o tempo que se leva para fazer os projeto e aprová-los pode prorrogar esses lançamentos além do esperado. Trata-se de um fator que deve ser acompanhado pelo administrador.

A tabela 44 e o gráfico 19 referem-se à distorção isolada referente ao atraso no lançamento.

Tabela 44 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Isolada - Atraso no Lançamento			
Distorção (mês)	TRR	Investimento	Resultado
0	7,92%	-309.981.143	680.833.775
1	7,90%	-309.981.143	680.675.670
2	7,88%	-309.981.143	680.517.565
3	7,86%	-309.981.143	680.359.460
4	7,84%	-309.981.143	680.201.354
5	7,82%	-309.981.143	680.043.249
6	7,80%	-309.981.143	679.885.144

Gráfico 19 – Distorção Isolada - Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)



A perda do potencial construtivo pode ocorrer apenas nos Setores 6A e 8. A redução no potencial construtivo afeta significativamente a TRR do cotista. E, apenas recordando, o potencial construtivo sofreu um aumento de quase 100%, ou seja, não se pode eliminar esse risco da análise.

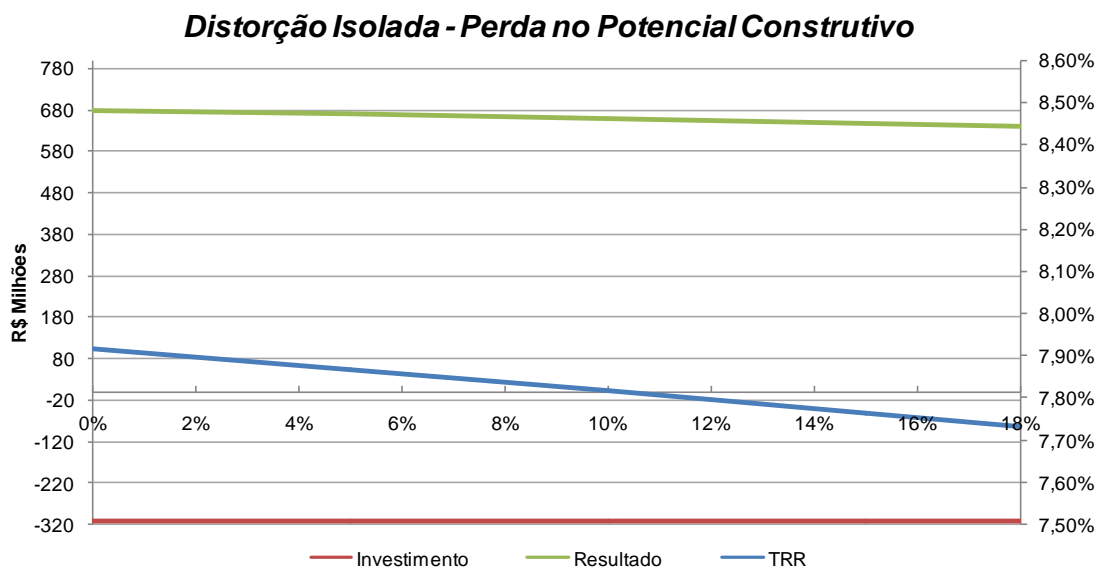
A tabela 45 e o gráfico 20 referem-se a distorção isolada relativa à perda do potencial construtivo.

Tabela 45 – Distorção Isolada - Perda no Potencial Construtivo (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Isolada - Perda no Pot. Construtivo			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	7,92%	-309.981.143	680.833.775
5%	7,87%	-309.981.143	669.983.548
10%	7,82%	-309.981.143	659.133.341
15%	7,76%	-309.981.143	648.283.142
20%	7,71%	-309.981.143	637.432.939
25%	7,66%	-309.981.143	626.582.714
30%	7,61%	-309.981.143	615.732.487

* Distorção acontece apenas para os Setores 6A e 8.

Gráfico 20 – Distorção Isolada - Perda no Potencial Construtivo (Cenário Referencial Prospecto)



A perda do percentual de permuta apenas do Setor 7 é equiparável à perda de 30% do potencial construtivo dos Setores 8 e 6A, ou seja, é um fator que afeta consideravelmente a TRR do cotista. E como a perda de permuta (tabela 46 e gráfico 21) tem uma grande probabilidade de acontecer, segue a distorção cruzada de perda de potencial construtivo e perda no percentual de permuta (tabela 47 e gráfico 22).

Os dois fatores são os que mais impactam a TRR. Caso ocorra a perda, a rentabilidade do cotista pode sofrer uma queda considerável, sendo esse o principais alerta ao administrador.

Tabela 46 – Distorção Isolada - Perda no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Isolada - Perda no % de Permuta			
Distorção	TRR	Investimento	Resultado
0%	7,92%	-309.981.143	680.833.775
2%	7,86%	-309.981.143	670.244.163
4%	7,80%	-309.981.143	659.654.523
6%	7,75%	-309.981.143	649.064.894
8%	7,69%	-309.981.143	638.475.266
10%	7,63%	-309.981.143	627.885.619
12%	7,57%	-309.981.143	617.295.997

* Distorção acontece apenas para o Setor 7.

Gráfico 21 – Distorção Isolada - Perda no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)

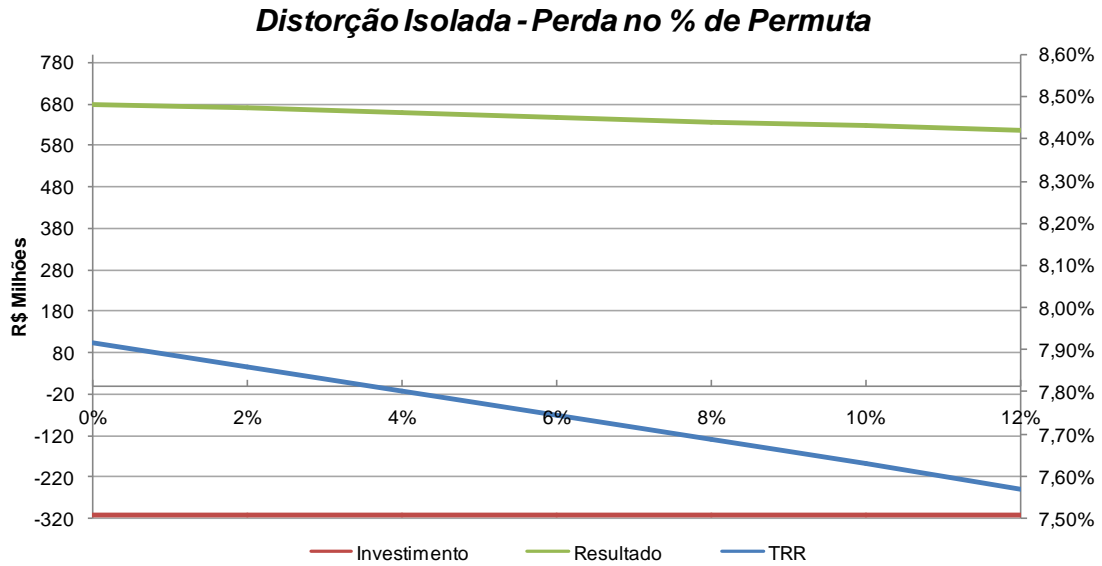
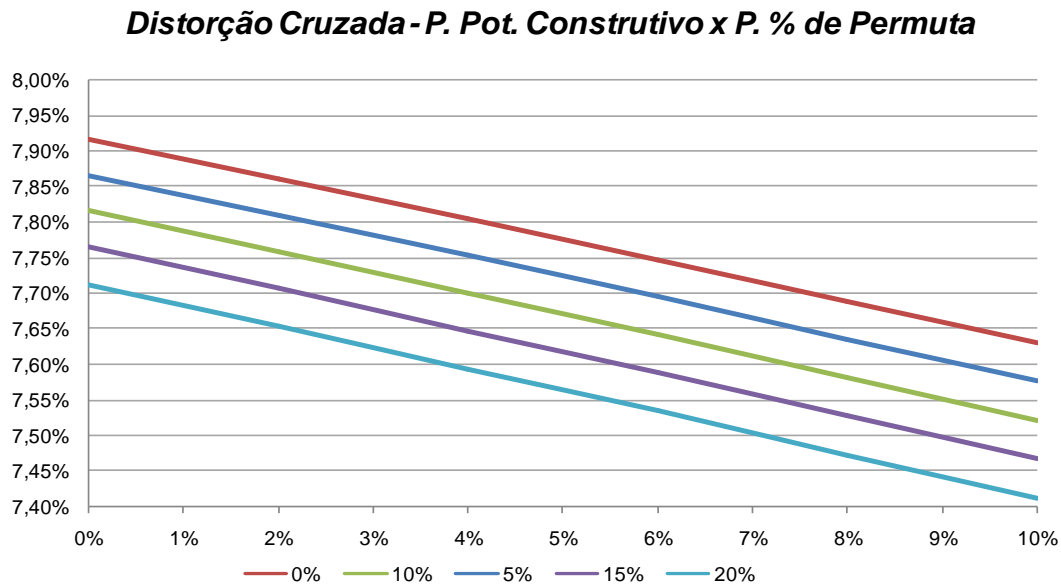


Tabela 47 – Distorção Cruzada - Perda no Potencial Construtivo e no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Cruzada Perda no Pot. Construtivo e no % de Permuta - TRR						
	7,92%	0%	5%	10%	15%	20%
0%		7,92%	7,87%	7,82%	7,76%	7,71%
2%		7,86%	7,81%	7,76%	7,71%	7,65%
4%		7,80%	7,75%	7,70%	7,65%	7,59%
6%		7,75%	7,69%	7,64%	7,59%	7,53%
8%		7,69%	7,64%	7,58%	7,53%	7,47%
10%		7,63%	7,58%	7,52%	7,47%	7,41%

Gráfico 22 – Distorção Cruzada - Perda no Potencial Construtivo e no % de Permuta (Cenário Referencial Prospecto)

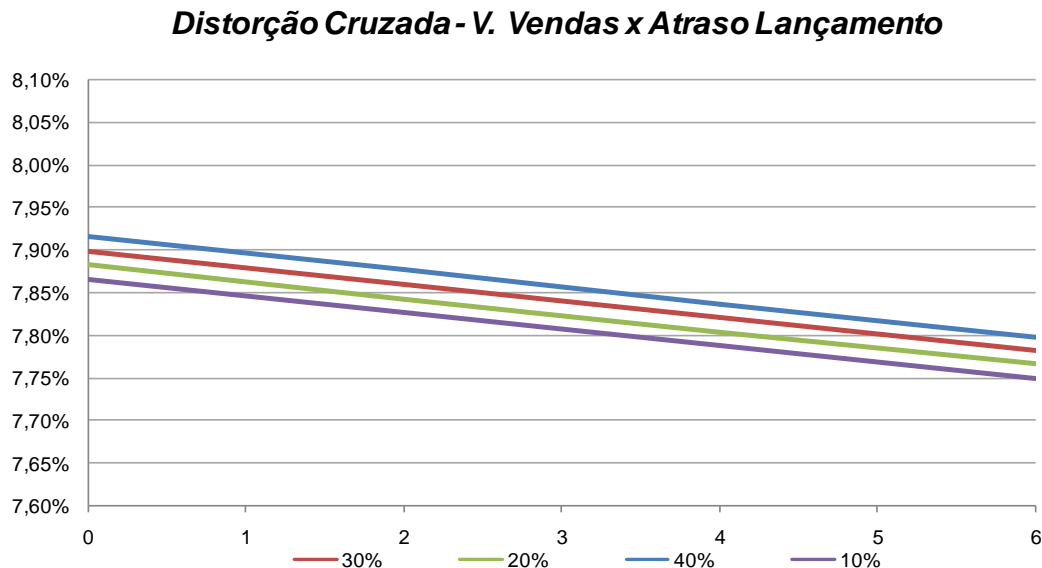


Assim como nos setores, o atraso no lançamento impacta mais a TRR do cotista do que a redução na velocidade de vendas. Neste caso ocorre apenas uma “lentidão” na entrada da receita que irá acontecer independentemente da velocidade inicial, durante os trinta meses (cinco de lançamento, mais vinte e quatro de obra e um na conclusão da obra). Levando em consideração o longo horizonte de investimento este fator não consegue ser tão expressivo para esta análise (tabela 48 e gráfico 23).

Tabela 48 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento (Cenário Referencial Prospecto)

Distorção Cruzada Velocidade de Vendas e Atraso no lançamento - TRR						
		7,92%	40%	30%	20%	10%
meses	0		7,92%	7,90%	7,88%	7,87%
	2		7,88%	7,86%	7,84%	7,83%
	4		7,84%	7,82%	7,80%	7,79%
	6		7,80%	7,78%	7,77%	7,75%

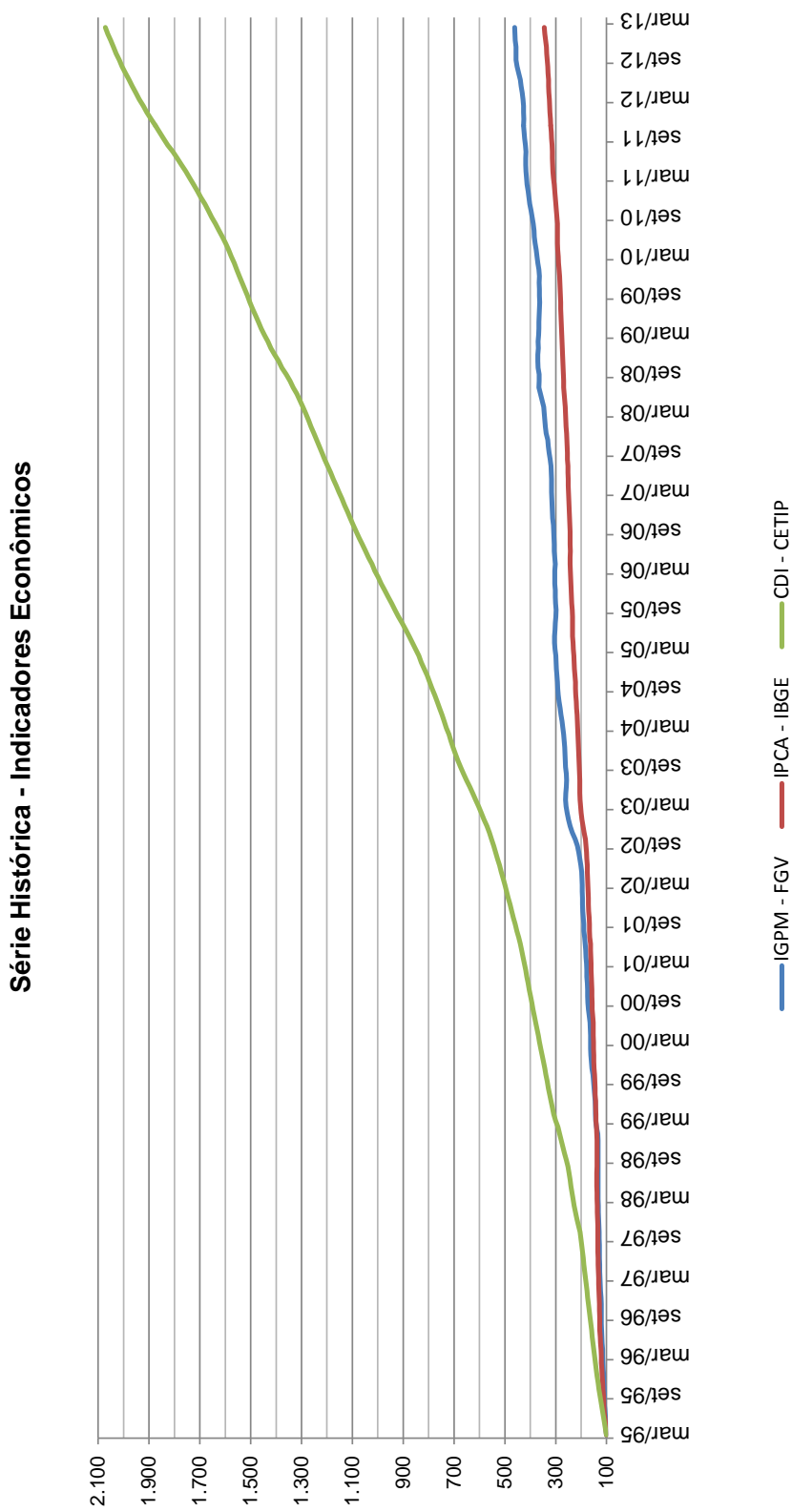
Gráfico 23 – Distorção Cruzada – Velocidade de Vendas e Atraso no Lançamento
(Cenário Referencial Prospecto)



Cenário Prospecto IGPM x IPCA

O Banco Brascan utiliza, desde o início do FII, o IGP-M como índice indexador. Desta forma, até mesmo para ser possível à comparação da taxa de retorno analisada no Cenário Prospecto com a expectativa inicial do FII, adotou-se o mesmo índice. Mas é fato que, nesse longo período de investimento (18 anos), o IGP-M passou por grandes oscilações, podendo assim distorcer a análise da qualidade do investimento. A fim de reduzir a “interferência” do índice nos resultados da taxa de retorno, foi feito um Cenário Prospecto Alternativo usando como índice o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o qual, como mostra o gráfico 24, foi mais estável que o IGPM e que o CDI durante todo o período do investimento.

Gráfico 24 – Série Histórica – Indicadores Econômicos



A tabela 49 e 50 apresentam os indicadores da qualidade do investimento no Cenário Prospecto IGP-M e Cenário Prospecto IPCA.

Tabela 49 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	680.833.775 R\$ de 0
<i>TRR</i>	7,92% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	265

Tabela 50 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IPCA)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(231.344.461) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	555.544.900 R\$ de 0
<i>TRR</i>	8,71% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	149
<i>PB a COP</i>	154
<i>PB a TAT</i>	253

Como previsto, apenas com a alteração do IGP-M para o IPCA, a TRR do cotista do FII teve uma aumento de 0,79%. Com o indexador mais estável, os investimentos incorridos sofrem um reajuste menor, reduzindo assim o impacto do longo período de investimento.

5.3.6 Cenário Referencial Prospecto x Cenário Referencial Mercado

O Cenário Referencial de Mercado usa como base o Cenário Referencial Prospecto revendo o número de lançamento por ano e o preço por m² proposto, de acordo os últimos lançamentos da região do Panamby e entorno (tabela 51).

Tabela 51 – Comparativo Cenário Prospecto x Cenário Mercado

	Cenários	
	Prospecto	Mercado
Nº de Lanç./Ano	O mesmo adotado no Prospecto	De acordo com os últimos lançamentos da região
Preço/m ²	Expectativa do Incorporador repassada ao B. Brascan	Média do preço comercializado na região

O Cenário de Mercado leva em consideração o histórico dos últimos lançamentos na região, que abrange o bairro do Panamby e entorno. Para a pesquisa dos empreendimentos comerciais, foi necessário adotar um raio de pesquisa maior para obter, no mínimo, quatro empreendimentos analisados.

Residencial

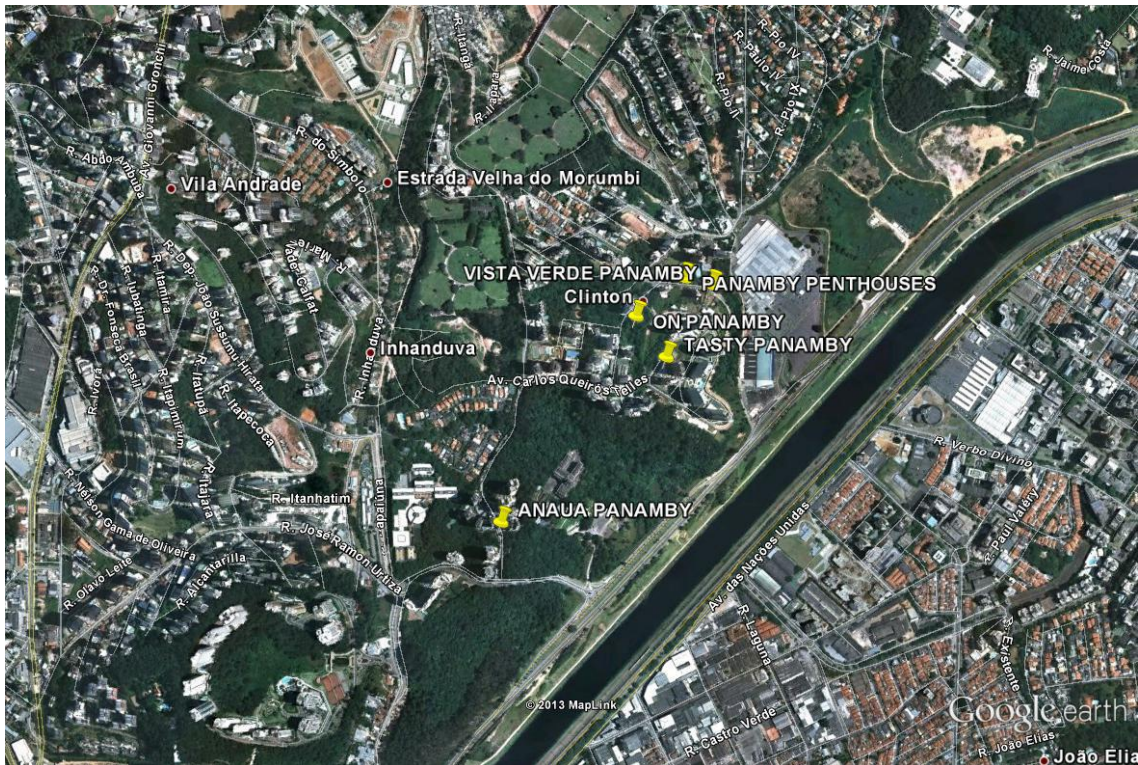
Os lançamentos apresentados na tabela 52 e figura 7 foram os últimos da região desde novembro de 2009. Foram criadas quatro colunas em “Valor do m²”: a primeira apresenta o valor comercializado na época do lançamento, a segunda, o valor corrigido por INCC até maio de 2013, a terceira, o mesmo valor corrigido por IGP-M até maio de 2013, e a última, o valor que estava realmente sendo comercializado em maio de 2013 (tabela de venda). Nesta pequena amostra, já é possível observar que tanto no empreendimento Tasty Panamby quanto no Anaua Panamby, lançados em 2011, o valor lançado sofreu forte valorização até maio de 2013. É possível afirmar isto, verificando que o valor comercializado atualmente está bem acima dos valores corrigidos por INCC e por IGP-M. No On Panamby ocorreu a valorização acima dos índices, mas de forma menos expressiva que os exemplos anteriores. Já no Vista Verde, apenas nas unidades maiores ocorreu uma valorização acima dos índices. E no último lançamento da região, em 2012, apesar de uma boa absorção, o valor atual comercializado não está conseguindo acompanhar a correção dos índices.

Tabela 52 – Pesquisa de Mercado (Residencial)

Pesquisa de Mercado												
Data Lançto	Nome Empreend.	Incorp.	Área Privat.(m ²)	Total de Unidades	Área Privat. Total (m ²)	VGV Lanç. (R\$ mm)	Valor do m ²				Valor da Unid. em Maio/13 (R\$ mil)	Absorção (%)
							Lanç. (R\$/m ²)	Mai/13 INCC (R\$/m ²)	Mai/13 IGPM (R\$/m ²)	Mai/13 Tabela (R\$/m ²)		
jul/12	PANAMBY PENTHOUSES	BROOKFIELD	148	46	6.808	46	6.827	7.129	7.294	7.092	1.050	71,74%
			178	46	8.188	56	6.818	7.120	7.284	7.094	1.263	80,43%
mai/12	VISTA VERDE PANAMBY	STUHLBERGER	72	40	2.880	18	6.435	6.896	6.904	6.811	489	97,50%
			93	40	3.720	26	6.934	7.430	7.440	7.825	731	92,50%
out/11	ON PANAMBY	KALLAS	76	100	7.600	55	7.168	7.966	7.927	8.087	617	71,00%
mai/11	TASTY PANAMBY	STUHLBERGER	213	46	9.798	61	6.243	7.003	6.913	7.698	1.642	69,57%
nov/09	ANAUA PANAMBY	BKO	441	23	10.143	53	5.196	6.616	6.601	8.023	3.537	100,00%

Fonte: Geoimovel

Figura 7 – Mapa com a localização dos últimos lançamentos residenciais



Fonte: Google Earth

Comercial

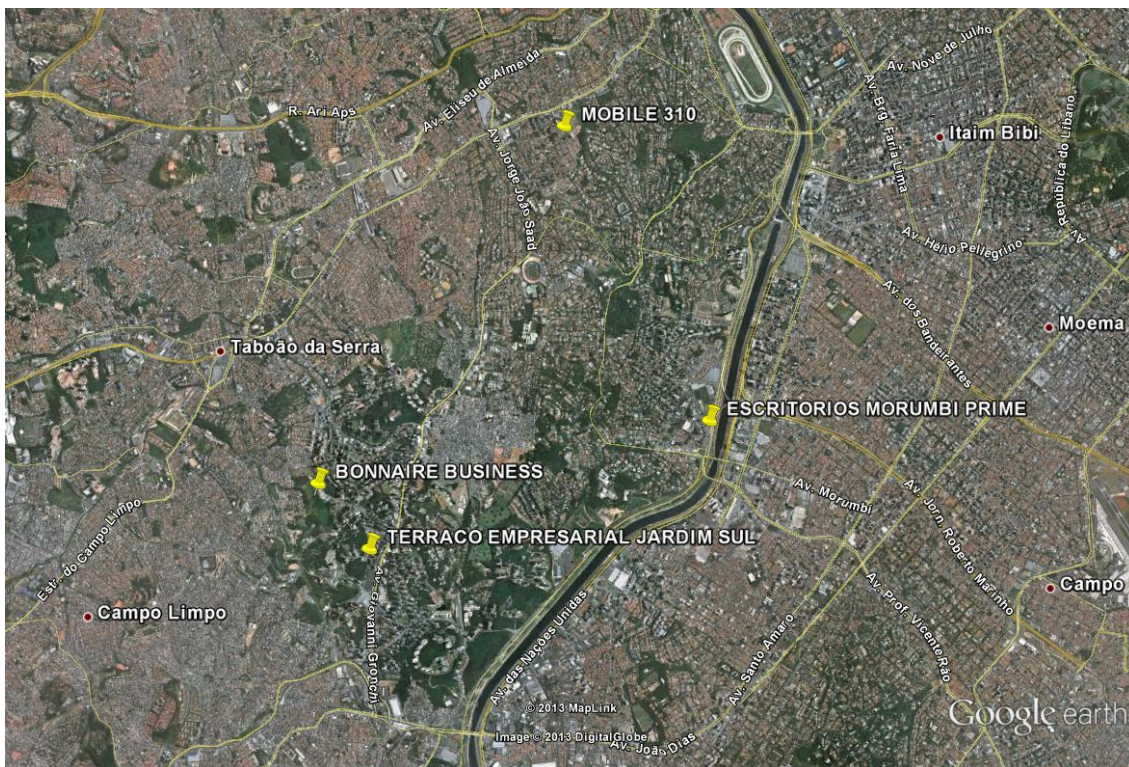
Já no mercado comercial, apenas o último empreendimento lançado em dezembro de 2011 (Mobile 310) está com o valor de comercialização abaixo dos valores corrigidos pelos índices. É importante destacar que sua absorção foi de 100%, assim, não se pode afirmar que ele não conseguiu corrigir os valores acima dos índices, mas pode ter sido uma estratégia utilizada para conseguir alcançar os 100% de absorção. Os demais empreendimentos além de serem comercializados por um valor acima dos índices, estão com uma absorção alta (tabela 53 e figura 8).

Tabela 53 – Pesquisa de Mercado (Comercial)

Pesquisa de Mercado												
Data Lanço	Nome Empreend.	Incorp.	Área Privat.(m²)	Total de Unidades	Área Privat.Total (m²)	VGV Lanç. (R\$ mm)	Valor do m²				Valor da Unid. em Maio/13 (R\$ mil)	Absorção (%)
							Lanç. (R\$/m²)	Maio/13 INCC (R\$/m²)	Maio/13 IGPM (R\$/m²)	Maio/13 Tabela (R\$/m²)		
dez/11	MOBILE 310	SOUZA LIMA	44	49	2.156	18	8.500	9.344	9.244	9.000	399	100,00%
set/11	ESCRITORIOS MORUMBI PRIME	CYRELA	43	38	1.634	21	12.844	14.274	14.203	15.215	647	89,47%
			46	38	1.748	23	13.115	14.574	14.502	15.535	715	86,84%
			48	18	864	11	13.250	14.724	14.652	15.695	753	83,33%
			58	38	2.204	29	13.250	14.724	14.652	15.695	910	84,21%
			60	38	2.280	31	13.791	15.325	15.250	16.336	980	86,84%
			56	18	1.008	14	14.264	15.851	15.773	14.848	832	100,00%
dez/11			42	38	1.596	22	13.993	15.551	15.474	16.576	688	100,00%
mai/10	TERRACO EMPRESARIAL JARDIM SUL	CAMARGO CORREA	40	271	10.840	74	6.806	8.286	8.273	11.143	448	93,73%
nov/08	BONNAIRE BUSINESS	ODEBRECHT	44	494	21.736	109	5.002	6.614	6.254	9.598	423	94,33%

Fonte: Geoimovel

Figura 8 – Mapa com a localização dos últimos lançamentos comerciais



Fonte: Google Earth

Observa-se que, tanto no segmento comercial quanto no residencial não houve mais de dois lançamentos por ano, e todos esses empreendimentos têm área privativa total

semelhante ou inferior ao arbitrado para a torre padrão da análise (13.500m² de área privativa), exceto o Panamby Penthouses que tem quase 15mil m² de área privativa total.

Contudo, não se pode afirmar que esse número de lançamentos seja o limite de absorção do mercado. Historicamente, é a quantidade de lançamentos que ocorreu por ano e que o mercado absorveu de acordo com a expectativa de velocidade de vendas satisfatória com o preço por m² arbitrado.

O Banco Brascan arbitra, para a análise financeira, uma velocidade de vendas de 40% até o início da obra, 40% durante a construção e 20% na entrega das unidades, a mesma utilizada nos Cenários desta monografia, o que, significa 6 meses de lançamento e mais 24 meses de obra, totalizando 30 meses. No Residencial apenas o empreendimento Tasty Panamby teve velocidade de vendas abaixo desta expectativa, e no Comercial apenas o Terraço Empresarial Jardim Sul.

Para entender melhor os motivos pelo qual esses dois empreendimentos tiveram uma absorção mais lenta, solicitou-se a opinião do analista de Mercado da Brookfield Incorporações, Roberto Ferraz:

O Tasty está com uma absorção menor porque o produto tem alguns pênaltis, como por exemplo: o terreno fica entre duas ruas e tem uma boa inclinação, a projeção da torre vai ficar na parte mais baixa do terreno e conseqüentemente algumas unidades mais baixas ficaram no mesmo nível da rua de cima. Além disso, as unidades são de 213m², ou seja, o ticket (valor da unidade) acaba ficando muito alto, acima de R\$1,5 milhões, valor alto para a região.

O Terraço Jardim Sul não está com uma absorção tão ruim. No caso, essa região não tem perfil comercial e esse empreendimento tem quase 300 unidades. Portanto, acho que o grande problema foi o tamanho do empreendimento em uma região que não tem muita demanda por esse tipo de produto.

Com essa pequena amostra, não é possível afirmar se a região está valorizando acima dos índices, pois cada empreendimento tem particularidades que podem interferir na valorização. Unidades maiores, por exemplo, às vezes, não conseguem ser comercializadas pelo mesmo valor do m² de unidades menores. Outro exemplo é a localização, planta, fachada, insolação podem ser características que interferem diretamente no preço.

Pode afirmar, no entanto, que a absorção se encontra conforme a expectativa utilizadas nas análises, e o preço muitas vezes não acompanha os índices, mas não está havendo uma redução nos preços comercializados.

Cenário Referencial Mercado

Esse Cenário tem o objetivo de auferir a TRR do cotista levando em consideração as informações de mercado (número de lançamentos por ano e preço médio comercializado). Porém, o que ocorre atualmente no mercado imobiliário não é garantia para o amanhã, desta forma, esse Cenário tem o intuito apenas de atualizar a premissa de número de lançamentos por ano do Prospecto e a expectativa do preço/m² do incorporador para compará-lo com o Cenário Prospecto.

Segue tabela 54 que compara o número de torres lançadas por ano e a expectativa de preço por Cenário:

Tabela 54 – Cenário Prospecto x Cenário Mercado

Uso	Setores	N° de Torres	Cenário Prospecto			Cenário Mercado		
			Preço/m ²	Data de Lanç.	N° de Torres Lanç./ano	Preço/m ²	Data de Lanç.	N° de Torres Lanç./ano
Comercial	6A	5	R\$ 9.000	mar/16	3	R\$ 11.500	mar/15	2
				mar/17	2		mar/16	2
				-	-		mar/17	1
	8	3	R\$ 9.000	mar/15	3	R\$ 11.500	mar/17	1
				-	-		mar/18	2
	7	6	R\$ 8.000	set/13	3	R\$ 11.500	set/13	2
set/14				3	set/14		2	
-				-	set/15		2	
Residencial	1 e 6B	12	R\$ 7.500	set/13	4	R\$ 7.500	set/13	2
				set/14	4		set/14	2
				set/15	4		set/15	2
				-	-		set/16	2
				-	-		set/17	2
				-	-		set/18	2

Observa-se que, no Cenário Mercado, os lançamentos foram divididos em mais fases de forma que não ocorressem mais de dois lançamentos por ano no mesmo segmento. No Prospecto, o Setor 6A é destinado para o mercado hoteleiro, mas com o aumento do potencial construtivo o número de torres fica acima do pretendido para este mercado. Desta forma, foram mantidas duas torres de hotel lançadas em março de 2015 e as demais,

que serão destinadas para o mercado comercial, seguindo o raciocínio de não serem ultrapassados dois lançamentos por ano.

Essa opção acabou prorrogando um pouco os lançamentos, ou seja, no Cenário Prospecto, o último lançamento ocorreria em março de 2017 e, no Cenário Mercado, em setembro de 2018.

Em relação aos preços, no segmento residencial não houve alteração do Cenário Prospecto para o de Mercado. Na tabela 55, que apresenta os últimos lançamentos, foi possível observar que o valor de R\$7.500/m² é realmente a média comercializada na região. Já no segmento comercial, os valores de R\$8.000 e R\$9.000/m² estão abaixo dos valores comercializados. O único empreendimento comercializado a R\$9.000/m² é o mais distante da região do Panamby e se encontra em uma região inferior a ela. A média de preço/m² da análise, ponderada pelo VGV do empreendimento, é de R\$12.546/m². Mas, como o empreendimento Morumbi Prime (preço médio de R\$15.785/m²) encontra-se em uma região mais bem localizada, adotou-se o valor de R\$11.500/m² para os empreendimentos comerciais nesta análise.

Seguem-se as tabelas 55 e 56 com os resultados do Cenário Prospecto e de Mercado:

Tabela 55 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	680.833.775 R\$ de 0
<i>TRR</i>	7,92% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	265

Tabela 56 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Mercado IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	789.161.651 R\$ de 0
<i>TRR</i>	8,17% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	270

Nesta análise, é possível verificar que apesar de terem sido “diluídos” os lançamentos por um período maior, para que não houvesse mais de dois lançamentos do mesmo segmento por ano, o aumento no preço/m² do segmento comercial de quase 28% foi mais significativo, conseguindo assim elevar a TRR do cotista do FII.

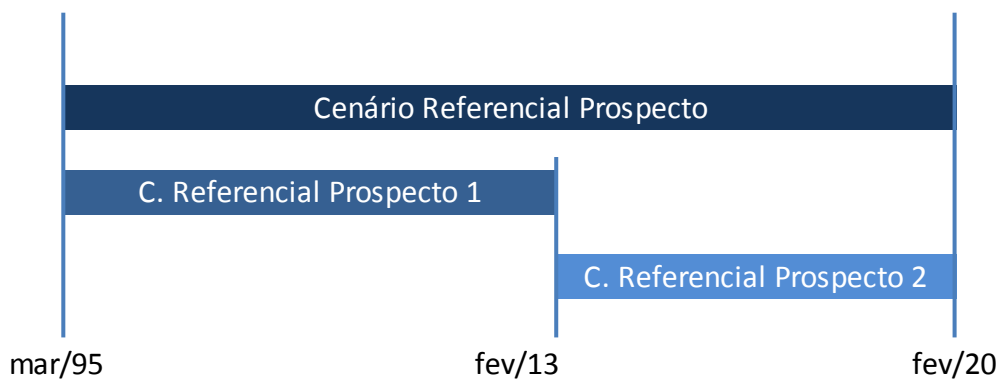
5.3.7 Análise em Diferentes Ciclos de Investimento

Em todas as análises apresentadas neste trabalho, o ciclo do investimento foi março de 1995 (início do FII) até o recebimento da última receita proveniente dos empreendimentos. Serão apresentados mais dois Cenários:

- a) *Cenário Referencial Prospecto 1*: Cotista comprou as cotas no início do FII e pretende vendê-las em fevereiro de 2013 (data base das análises) pelo valor de R\$105,01, o valor real da cota comercializada nessa data no mercado financeiro;
- b) *Cenário Referencial Prospecto 2*: Cotista comprou suas cotas em Fevereiro de 2013 e pretende permanecer no FII até o final deste.

O gráfico 25 apresenta o ciclo de investimentos.

Gráfico 25 – Ciclo de Investimento



Seguem as tabelas 57, 58 e 59 com os resultados destes Cenários:

Cenário Referencial Prospecto

Tabela 57 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	680.833.775 R\$ de 0
<i>TRR</i>	7,92% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	265

Cenário Referencial Prospecto 1

Tabela 58 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto 1)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	141.361.378 R\$ de 0
<i>TRR</i>	3,77% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	-

Cenário Referencial Prospecto 2

Tabela 59 – Indicadores da Qualidade dos Investimentos (Cenário Prospecto 2)

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(79.639.584) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	517.846.578 R\$ de 0
<i>TRR</i>	71,68% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	37
<i>PB a COP</i>	37
<i>PB a TAT</i>	38

Há uma expressiva diferença entre a TRR do Cenário Prospecto 1 para o 2, por dois motivos. No Cenário 1, o período do investimento foi de 18 anos e o valor comercializado da cota (R\$105,01) está muito baixo do valor da cota patrimonial, que em dezembro de 2012 era de R\$410,56 e do valor da cota do início do FII (R\$88,50) corrigida por IPCA até fevereiro de 2013 (R\$305,04). Em outras palavras, no Cenário 2, o investidor está

pagando um preço baixo pela cota e a projeção para receber a última receita é até fevereiro de 2020, menos de sete anos de investimento.

Além disso, no Cenário Referencial Prospecto, é possível observar que a sua TRR está bem acima do Cenário 1, pois o valor da cota está baixo, e se os lançamentos ocorrerem da forma projetada, haverá uma entrada de receita mais rápida, aumentando a TRR do cotista.

6. CONCLUSÕES

As operações de baixo risco (renda fixa) são atreladas à SELIC, que alcançou em outubro de 2012 a menor taxa histórica (7,25%) e continua sendo projetada pelo Banco Central até 2015 de forma que não ultrapasse o patamar dos 10%. Com essas condições, muitos investidores serão induzidos a buscarem novas alternativas de investimentos mais rentáveis e com maior risco.

Atualmente, o Fundo de Investimento Imobiliário é uma das oportunidades de investimento do mercado, pois oferece benefícios fiscais diferenciados (isenção de Imposto de Renda para os valores recebidos mensalmente a título de rendimento), além de possibilitar a entrada de vários investidores, que, sozinhos, seriam incapazes de investir nesses produtos.

No caso do FII Panamby, as cotas são comercializadas em lotes de 1.000, ou seja, se a cota atualmente é comercializada por R\$100,00, o investimento mínimo será de R\$100.000,00, o que, acaba reduzindo o número de investidores qualificados, e consequentemente, a liquidez das cotas no mercado. Contudo, não foi por acaso, que desde o seu começo, esse investimento foi voltado para as entidades de previdência privada do país, as quais foram as primeiras a adquirir e manter as cotas (atualmente 90% das cotas do FII).

O FII foi criado para desenvolver um bairro de alto padrão na cidade de São Paulo, ou seja, com características que atendessem a esse público e que justificasse a sua opção por uma região um pouco mais afastada do centro da cidade. De fato, foi projetado e implantado algo diferencial, tanto em infraestrutura, paisagismo e urbanismo. Não há dúvidas que, de certo modo, trata-se uma região privilegiada e valorizada da cidade de São Paulo, fato que permite, nesse aspecto, reconhecer o sucesso do desenvolvimento do FII.

Já no aspecto econômico do FII Panamby, percebe-se, após estas análises, que ele não foi e dificilmente será capaz de alcançar o patamar de rentabilidade projetado e divulgado no Prospecto datado de 1995 (Taxa de Retorno de 14% a.a.). Para a análise, foi montado um Cenário Referencial, nomeado de Cenário Prospecto, já que foram usadas as mesmas

premissas do Prospecto inicial do FII, com a expectativa de preço/m² dos incorporadores que repassaram essa informação ao Banco Brascan para projeção da receita. Desta forma, foi possível comparar a expectativa de rentabilidade inicial do FII com o atual Cenário, e verificar que, mesmo ao projetar uma valorização no preço/m² de 18% acima do IGP-M, a rentabilidade (TRR) manteve-se no patamar de 8,43% a.a. efetiva acima do IGP-M.

E, a fim de avaliar a qualidade do investimento do FII sem o “impacto” das variações que ocorram ao longo de todo o período (1995-2013) no índice IGP-M, adotou-se o IPCA como o índice para correção, e de fato, a TRR do cotista subiu de 7,92% a.a. para 8,71% a.a..

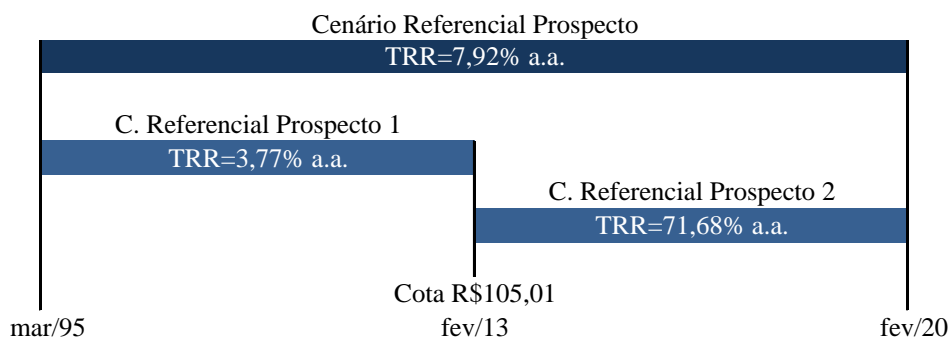
O IPCA não foi considerado o índice do Cenário Referencial porque o seu objetivo é compará-lo com o Prospecto do FII, que utilizou o IGP-M como o índice da análise, e o índice utilizado pelo Banco Brascan. E como o Cenário Mercado decorreu do Cenário Referencial Prospecto, e o intuito era compará-los, manteve-se o mesmo índice para os dois.

No Cenário Mercado, foi revisto o número de lançamentos que ocorreu por ano na região e o valor do m² comercializado. Observou que, apesar de prorrogar alguns lançamentos para não ultrapassar o número de duas torres lançadas por ano, o aumento do preço do m² para o segmento comercial de R\$9.000/m² (expectativa das incorporadoras repassadas ao Banco Brascan) para R\$11.500/m² (valor médio da região levando em consideração a proximidade com os empreendimentos do mesmo segmento) e a quantidade de torres comerciais ainda a serem lançadas, acabou elevando a TRR do cotista que no Cenário Prospecto era de 7,92% a.a. para 8,17% a.a. efetiva acima do IGP-M.

Além desse novo Cenário, foram montados outros dois, buscando verificar a rentabilidade do cotista caso ele venda suas cotas pelo valor comercializado no mercado na data base da análise (fevereiro de 2013), Cenário Prospecto 1, e qual a rentabilidade auferida pelo cotista que compra essas cotas e permanece com elas até a extinção do FII, Cenário Prospecto 2. Primeiramente, é importante destacar que essas taxas de retorno serão alcançadas se os lançamentos ocorrerem como planejado no Cenário Prospecto. Mas de qualquer forma, o valor comercializado da cota (fevereiro de 2013 - R\$105,01) está muito baixo do valor da cota patrimonial, que, em dezembro de 2012, era de R\$410,56 e do

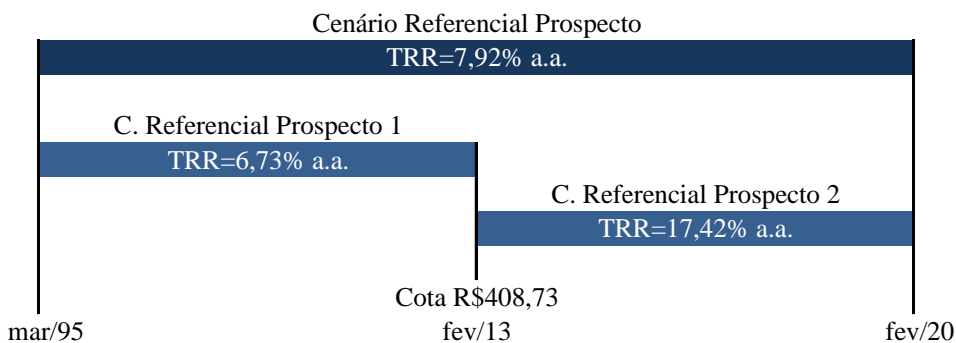
valor da cota do início do FII (R\$88,50) corrigida até fevereiro de 2013 por IPCA é de R\$305,04, e por IGP-M, R\$408,73. Em outras palavras, se o cotista comprou as cotas no início do FII e nele permanece até o fim, terá uma TRR de 7,92% a.a.. Caso venda suas cotas pelo valor de mercado em fevereiro de 2013, sua TRR cai para 3,77% a.a., e o novo investidor que acabou de comprar as suas cotas por um valor baixo terá até o fim do FII uma TRR de 71,68% a.a. (gráfico 26).

Gráfico 26 – Ciclo de Investimento (Cota Valor de Mercado)



Mas se o valor da cota de fevereiro de 2013 tivesse ao menos sendo comercializada pelo valor da cota corrigido por IGP-M (R\$408,73), a TRR do cotista que comprou as cotas no início do FII aumentaria de 3,77% a.a. para 6,73% a.a., e a TIR do cotista que estaria entrando agora no FII e ficará até o final deste, cai de 71,68% a.a. para 17,42% a.a. (gráfico 27).

Gráfico 27 – Ciclo de Investimento (Cota corrigida por IGP-M)



Esse cenário deixa claro que a alta TRR do cotista que decide comprar a cota do FII em 2013 está diretamente relacionada com o baixo valor da cota. Após sua correção, o investimento continua com uma TRR atrativa, mas com uma redução significativa.

Desta forma, parece fácil para o investidor tomar a decisão de não vender as cotas, mas a questão é que o valor da cota continua caindo. No dia 1º de Julho de 2013, essa cota foi comercializada a R\$88,00, ou seja, abaixo do valor inicial do FII em 1995. E a grande questão é que se não for aprovado o desenvolvimento de nenhum dos empreendimentos propostos para a região, a cota não terá mais valor no mercado, já que se perdeu a capacidade de produzir receita.

Segue assim os resultados do FII caso não seja mais aprovado projeto para aquela região e a cota não tenha mais liquidez de mercado:

Indicador da Qualidade do Investimento	
<i>IP 0</i>	(309.981.143) R\$ de 0
<i>Retorno</i>	61.721.794 R\$ de 0
<i>TRR</i>	2,06% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
<i>PB Primário</i>	169
<i>PB a COP</i>	176
<i>PB a TAT</i>	-

O objetivo deste trabalho não foi a de adotar o comportamento do investidor e indicar a atitude a ser tomada, mas, sim, de apresentar todos os possíveis cenários e análises para que o cotista que investe no FII ou um que queira nele investir, esteja ciente dos riscos e o retorno possível de ser oferecido. Existe uma tendência de quanto maior o risco de um investimento maior o retorno. De fato, é o que acontece nesse FII, porque se observa que o valor da cota continua caindo (falta de confiança do mercado quanto à capacidade do FII de distribuir recebíveis), mas caso os projetos sejam aprovados e lançados conforme projetado, a TRR do cotista com certeza será uma das maiores do mercado.

É importante ressaltar que a região do Panamby é atualmente uma região valorizada, que já foi incorporada pelo crescimento da cidade, e que, oferece uma infraestrutura diferenciada. De certo modo, essa condição poderá pressionar os órgãos a aprovar futuros lançamentos, mas ressalva-se, este é um dos maiores riscos do FII que, de fato, está vivenciando a dificuldade há mais de ano.

7. BIBLIOGRAFIA DE REFERÊNCIA

Dissertações e Teses:

BARROSO, D. A. **Projeto Urbanístico Panamby: uma “nova cidade” dentro de São Paulo?** São Paulo: USP - FFLCH – DG – Dissertação de Pós Graduação, 2006.

BOTELHO, A. **Os Dois Lados da Moeda: Panamby e City Jaraguá, Exemplos da Fragmentação do Espaço Urbano Paulistano.** In: Espaço e Tempo, nº27, GEOUSP: São Paulo, 2010. pp.09-31. Disponível em: <<http://citrus.uspnet.usp.br/geousp/ojs-2.2.4/index.php/geousp/article/view/3/1>>. Acesso em: 8 jul. 2012.

FERREIRA, M. F. **Fundo de Investimento Imobiliário – Governança Corporativa.** S. Paulo, 2011. 211 p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=51&nivel=2>>. Acesso em: 8 jul. 2012.

JENSEN, M. L. **O Negócio Loteamento Residencial e sua Avaliação como Alternativa de Investimento no Mercado Imobiliário: o Estudo de Caso de um Loteamento.** São Paulo: Monografia – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo – MBA Real Estate, 2004. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=52&nivel=2>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **Princípios para Análise de Qualidade de Empreendimento: o Caso dos Empreendimentos de Base Imobiliária.** Boletim Técnico/PCC/153, EPUSP, São Paulo, 1993. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=24&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **O conceito de taxa de retorno.** Boletim Técnico/PCC/158, EPUSP, São Paulo, 1996. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=24&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **Aspectos avançados no uso da taxa interna de retorno como indicador da qualidade de empreendimento imobiliário.** Conferência Internacional da LARES – Latin American Real Estate Society, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=24&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

SANTORO, P. F., **Planejar a expansão urbana: dilemas e perspectivas.** 2012, 361 p. Tese (Doutorado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/16/16137/tde-06062012-143119/pt-br.php>>. Acesso em: 3 nov. 2012.

Guia:

CVM. **Guia CVM do Investidor (Fundo de Investimento Imobiliário).** 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/taxas/GUIA_FII%20%282%29.pdf>. Acesso: 14 abr. 2013.

Leis:

_____. **Lei nº 8.668/93**, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Lei nº 9.779/99**, de 19 de janeiro de 1999. Altera a regulamentação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Lei nº 9.785/99**, de 29 de janeiro de 1999. Altera o Decreto-Lei nº 3.365, de 21 de junho de 1941 (desapropriação por utilidade pública) e as Leis nºs 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (registros públicos) e 6.766, de 19 de dezembro de 1979 (parcelamento do solo urbano). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9785.htm> Acesso em: 4 dez. 2012.

_____. **Lei nº 11.033/04**, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais e dá outras providências. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Lei nº 12.024/09**, de 27 de agosto de 2009. Altera a Lei nº 11.196 de 21 de novembro de 2005 e a Lei nº 8.668 de 25 de junho de 1993, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.leidireito.com.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 205**, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o financiamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 206**, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 389**, de 3 de junho de 2003. Altera Instrução CVM nº 205. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 409**, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 472**, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455,

de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 478**, de 11 de setembro de 2009. Altera a instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

_____. **Instrução Normativa nº 482**, de 5 de abril de 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2012.

Documentos Relacionados ao FII Panamby:

Bolsa de Valores de São Paulo – Prospecto do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby. São Paulo, 72p. 1995. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/download/FII-Panamby-Prospecto.pdf>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby. São Paulo, 28p. 2009. Disponível em: <http://www.bancobrascan.com.br/fundos_detalhes.aspx?codigo=11> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – Demonstrativo Financeiro do FII Panamby – Dezembro de 2011. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – Demonstrativo Financeiro do FII Panamby – Dezembro de 2012. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Sites:

Comissão de Valores Mobiliários – CVM – Fundo de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso: 22 set. 2012.

Revista Exame – Histórico das Cotas PABY11. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/fundos/PABY11/historico>> Acesso: 22 set. 2012.

Espaço Jurídico da BM&FBOVESPA - Artigo de Olivar Vitale em março de 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/100308NotB.asp>> Acesso: 20 out. 2012.

Site Exame.Com: 8 sinais de que o fundo imobiliário é o investimento da vez de 31 e setembro de 2012. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/8-sinais-de-que-o-fundo-imobiliario-e-o-investimento-da-vez>> Acesso: 20 out.2012.

Receita Federal – Incorporação e Loteamento. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoafisica/irpf/2006/perguntas/IncorporacaoLoteamento.htm>> Acesso: 4 dez. 2012.

Scavone Advogados – Loteamentos e desmembramentos (Lei n. 6.766/79) – alguns aspectos das modificações introduzidas pela Lei n. 9.785/99. São Paulo. Disponível em: <<http://www.scavone.adv.br/index.php?loteamentos-e-desmembramentos-lei-n-676679-alguns-aspectos-das-modificacoes-introduzidas-pela-lei-n-978599>>. Acesso: 4 dez. 2012.

Fundo de Investimento Imobiliário – Gráfico: Evolução dos Índices desde 2011 (jan/11=100). Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/institucional.htm>>. Acesso: 2 jul.2013.

Banco Central do Brasil – Relatório de Inflação (Junho de 2013). Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso: 2 jul.2013.

Secovi-SP – Balanço do Mercado Imobiliário (1º Trimestre/2013). São Paulo. Disponível em: <<http://www.secovi.com.br/pesquisas-e-indices/balanco-do-mercado-imobiliario>>. Acesso: 2 jul.2013.

8. BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

Dissertações e Teses:

ALMEIDA, E. M. G. **A Vocação da Marginal Direita do Rio Pinheiros para Implantação de Empreendimentos de Uso Misto (Mixed-Use)**. São Paulo: Monografia – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo – MBA Real Estate, 2004. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=52&nivel=2>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

AMATO, F. B., TAKAOKA, M. V., ROCHA LIMA JR., J. e SECURATO, J. R.. **Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: Uma Análise do Desempenho Recente e seus Fatores de Influência**. In: Apresentação no VIII Seminário em Administração FEA-USP. São Paulo, 11 a 12 de agosto de 2005. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=24&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

AMATO, F. B. **Implantação de Empreendimentos de Base Imobiliária por Meio de Fundos de Investimento Imobiliário: Critérios de Governança dos Recursos Financeiros para Mitigação de Riscos Capaz de Potencializar a Captação de Investimentos Privados com Característica de Poupança**. 2009, 217 p. Tese (Doutorado). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=50&nivel=2>>. Acesso em: 8 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária**. Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo, 1994. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=24&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **Decidir sobre Investimentos no Setor da Construção Civil**. Boletim Técnico/PCC/200. EPUSP, São Paulo, 1998. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=23&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

ROCHA LIMA JR., J. **Análise Econômica de Empreendimentos de Longo Horizonte de Maturação – Indicadores Avançados para Análise da Qualidade do Investimento**. Boletim Técnico/PCC/271. EPUSP, São Paulo, 2001. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=23&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

Sites:

Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa – Fundos Imobiliários. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Fundos-Listados/FundosListados.aspx?Idioma=pt-br&tipoFundo=imobiliario>>. Acesso: 14 abr. 2013.

Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa – Balanço de Operações de Março de 2013. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/Noticias/2013/download/balanco_0313.pdf>. Acesso: 14 abr. 2013.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM – Cadastro de Patrimônio Líquido de Fundo de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/ListaPLFII/CPublicaListaPLFII.aspx>>. Acesso: 14 abr. 2013.

9. ANEXOS

Lista dos Fundos de Investimento Imobiliários listados na CVM no fechamento de março de 2013.

Nº	RAZAO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	(R\$)	Nº DE COTAS
1	AESAPAR FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	72.274.849,78	752.500
2	AF INVEST SÃO SEBASTIÃO FUNDO DE	CITIBANK DTVM SA	88.549.761,46	93.459
3	AQUILLA FUNDO DE INVESTIMENTO	FOCO DTVM LTDA.	96.516.669,37	65.558
4	ARENA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	384.922.459,88	386.201.000
5	ÁTICO RENDA FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	22.720.141,00	22.150.000
6	ATRIUM NAÇÕES UNIDAS FUNDO DE	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	-10.694.778,93	1.000
7	BANCO DO NORDESTE - AGENCIAS - FUNDO DE	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	1	1
8	BANRISUL NOVAS FRONTEIRAS FUNDO DE	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	69.625.313,40	700.000
9	BB FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	196.693.133,76	130.000
10	BB PROGRESSIVO II FUNDO DE INVESTIMENTO	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	1.567.100.926,82	15.919.690
11	BB RENDA CORPORATIVA FUNDO DE	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	153.836.383,57	1.590.000
12	BB RENDA DE PAPÉIS IMOBILIÁRIOS FII	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	105.343.473,99	107.481
13	BRPR 68 FUNDO DE INVESTIMENTO	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	514.063.064,56	532.211
14	BTG PACTUAL FUNDO DE DESENVOLVIMENTO	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	27.096.965,38	25.050
15	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	2.178,46	10
16	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	2.206,28	10
17	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	204.981.245,62	205.329
18	CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	3.751.600.843,76	3.500.000.000
19	CIBRASEC CRÉDITO IMOBILIÁRIO - FII	CITIBANK DTVM SA	39.895.930,45	46.135
20	CLARITAS LOGÍSTICA I - FUNDO DE	CITIBANK DTVM SA	67.102.195,21	6.600
21	CSHG BRASIL SHOPPING - FUNDO DE	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	795.428.902,28	450.000
22	CSHG DESENVOLVIMENTO DE SHOPPINGS	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	99.026.772,73	100.000
23	CSHG JHSF PRIME OFFICES - FUNDO DE	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	188.697.620,67	165.000
24	CSHG LOGÍSTICA - FUNDO DE INVESTIMENTO	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	375.277.682,58	340.100
25	CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	869.077.858,12	600.000
26	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS BC - FUNDO	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	111.463.746,34	104.709
27	DOVEL FII	BNY MELLON SERVICOS FINANCE	125.036.942,10	55.100
28	ESTRUTURA II - FUNDO DE INVESTIMENTO	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	1	1
29	EXITUS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	421.913.617,63	400.235
30	F BRASILIO MACHADO II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	11.746.882,90	140.000
31	F FORTALEZA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	74.539.981,45	500.000
32	F SIGMA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	567.719,04	80.000
33	FATOR VERITA FUNDO DE INVESTIMENTO	BANCO FATOR S/A	32.870.869,23	289.419
34	FII - PRESIDENTE VARGAS	BEM DTVM LTDA	248.129.700,00	195.000
35	FII ARAUCÁRIAS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	2.092.021,67	10.000
36	FII CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	78.789.933,22	36.319.906
37	FII COMPREV	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	12.034.842,30	12.243.472
38	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	BR-CAPITAL DTVM S.A.	54.972.878,04	69.033.500
39	FII CR2 LARANJEIRAS	BANCO CR2 S.A.	190.551,81	44.720
40	FII CR2 RJZ II	BANCO CR2 S.A.	148.167,17	38.400
41	FII EDIFÍCIO OURINVEST	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	40.165.213,25	236.000
42	FII EUROPAR	BANIF BANCO DE INVESTIMENTO	25.331.523,71	355.000
43	FII FCM	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	-9.762.128,75	46.971
44	FII FIDELIDADE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	-196.683,75	320
45	FII GEO GUARARAPES	BCV - BANCO DE CRÉDITO E VAR	826.436,11	12.583.000
46	FII GRAND PLAZA SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	588.448.083,44	61.019.165
47	FII HERMES	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	47.196.689,08	54.316
48	FII INCA II	SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA	43.000.000,00	200.000
49	FII MANHATTAN	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	4.886.619,96	106.700
50	FII MEMORIAL OFFICE	COIN - DTVM LTDA.	73.536.799,58	508.008
51	FII MERCANTIL DO BRASIL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	103.275.179,66	101.664
52	FII MISTRAL	CORRETORA GERAL DE VALORES	27.844.712,82	8.703.994
53	FII NOVA MORADA	C & D DTVM S/A	3.452.166,00	66.100
54	FII PANAMBY	BANCO BRASCAN SA	309.944.020,22	758.400
55	FII PATEO MOINHOS DE VENTO	BR-CAPITAL DTVM S.A.	59.283.625,04	233.608
56	FII PATRIMONIAL II	GDC PARTNERS SERV. FIDUCIÁRI	-470.908,75	100
57	FII PATRIMONIAL IV	GDC PARTNERS SERV. FIDUCIÁRI	-63.414,71	100
58	FII PENINSULA	BANCO OURINVEST SA	823.692.540,19	224.952
59	FII PHORBIS	CORRETORA GERAL DE VALORES	106.292.567,06	27.149
60	FII PROJ AGUA BRANCA	COIN - DTVM LTDA.	243.376.224,14	750.000

N°	RAZAO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	(R\$)	N° DE COTAS
61	FII PROPERTY	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	165.807.539,88	54.000
62	FII RB LOGÍSTICA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	-62.686.086,97	117.127.515
63	FII RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	170.454.982,51	94.109.560
64	FII SÃO FERNANDO	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	96.206.530,52	981.472
65	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	107.321.057,60	578.353
66	FII SUPERQUADRA 311 NORTE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	1.131.089,69	223.897
67	FII THE ONE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	104.187.669,90	91.111
68	FII VEREDA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	57.436.231,03	521.694
69	FII VIA PARQUE SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	476.642.591,86	2.120.589
70	FII VILLE DE FRANCE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	164.138,76	1.200
71	FII VOTORANTIM SECURITIES	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	617.741.005,04	605.142
72	FP F ANDROMEDA FII	COINVALORES CCVM LTDA	167.400.933,41	1.835.484
73	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	232.305.503,37	1.144.800
74	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	584.558.910,76	407.150
75	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	66.698.612,90	518.007
76	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	164.885.958,31	1.452.738
77	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	230.007.680,00	167.000
78	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	314.238.793,62	2.976.700
79	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII ED	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	247.004.039,36	104.800
80	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	163.608.267,39	1.327.300
81	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	150.732.910,03	1.461.280
82	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	53.203.783,79	48.000
83	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	75.184.840,63	483.796
84	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	52.920.923,60	200.000
85	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	161.562.945,04	714.516
86	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	89.440.539,64	59.245
87	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	148.929,90	5.000
88	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	188.164.972,97	119.000
89	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	1.254.428,40	170.300
90	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	649.628.927,43	3.130.000
91	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	158.487.160,44	936.613
92	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	19.684.270,55	40.000
93	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	12.609.339,38	2.003.141
94	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	1.064.874.188,16	1.629.280
95	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	99.869.406,89	989.339
96	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	-1.848.403,55	600.000
97	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	300.736.619,46	104.700
98	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	695.485.964,61	3.935.562
99	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	CITIBANK DTVM SA	171.600.447,90	1.784.828
100	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	424.000,99	5.000
101	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BM	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	97.190.554,21	998.405
102	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BM	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	230.956.264,07	1.958.330
103	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BM	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	132.703.410,00	1.368.247
104	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BM	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	369.559.879,55	3.812.055
105	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BM	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	212.758.525,45	2.223.060
106	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	29.807.360,64	301.000
107	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	1.792.762.909,23	11.000.000
108	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BANCO PETRA S.A.	10.000,00	10
109	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CAIXA	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	67.332.555,84	68.518
110	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CAIXA	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	293.205.004,20	298
111	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CAIXA	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	50.676.757,00	50
112	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO CAIXA	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	51.222.551,39	53.597
113	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO DA	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	210.518.450,35	213.589.405
114	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	546.476.354,80	769.708
115	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	BR-CAPITAL DTVM S.A.	0	10
116	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO GWI	BR-CAPITAL DTVM S.A.	38.233.290,68	382.017
117	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	COINVALORES CCVM LTDA	56.055.959,51	664.516
118	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO	CITIBANK DTVM SA	234.327.932,54	2.676.000
119	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO SC 401	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	10.340.591,86	30.000
120	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO VBI FL	BRAZILIAN MORTGAGES COMPAN	205.839.965,60	2.150.000
121	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	1	1
122	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	841.704.666,53	814.320
123	JPP FII - FII	BEM DTVM LTDA	40.539.643,62	42
124	JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO - FII	BANCO J. SAFRA S.A.	485.106.025,97	419.406
125	JS REAL ESTATE RENDA IMOBILIÁRIA - FII	BANCO J. SAFRA S.A.	90.408.453,03	91.426
126	KINEA II REAL ESTATE EQUITY FII	INTRAG DTVM LTDA.	28.843.145,87	29.774.281
127	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA - FII	INTRAG DTVM LTDA.	872.712.422,80	772.200

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	(R\$)	Nº DE COTAS
128	LAGRA FII	MOMENTO DTVM LTDA	147.779.820,89	56.701
129	LOGINVEST FII INDUSTRIAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	47.982.175,47	17.100
130	MAIS SHOPPING LARGO 13 FUNDO DE	BANCO BRADESCO S.A.	88.689.817,20	90.840
131	MAXI RENDA FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	53.142.648,74	538.834
132	MÁXIMA RENDA CORPORATIVA FUNDO DE	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	41.371.433,41	415.700
133	MSL 13 - FUNDO DE INVESTIMENTO	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	113.875.284,05	107.152
134	MULTIGESTAO RENDA COMERCIAL FUNDO DE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	38.873.362,31	296.610
135	OPPORTUNITY FUNDO DE INVESTIMENTO	BANCO OPPORTUNITY SA	1.861.564.362,86	550.694
136	PERSONALE I FUNDO DE INVESTIMENTO	BNY MELLON SERVICOS FINANCE	59.756.544,40	51.699.979
137	POLO FII - FII RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS I	CITIBANK DTVM SA	97.485.250,23	954.304
138	PORTO DA PONTA FUNDO DE INVESTIMENTO	BANCO OPPORTUNITY SA	2.765.267,29	3.000
139	RB CAPITAL AGRE - FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	26.459.467,81	687.500
140	RB CAPITAL ANHANGUERA FII	GDC PARTNERS SERV. FIDUCIÁRI	-359.695,78	100
141	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL	CITIBANK DTVM SA	119.250.408,63	126.523
142	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII	CITIBANK DTVM SA	108.292.100,92	1.078.000
143	RB CAPITAL PATRIMONIAL V - FII	GDC PARTNERS SERV. FIDUCIÁRI	191.865,30	100
144	RB CAPITAL PRIME REALTY I - FII	CITIBANK DTVM SA	58.466.055,26	1.000.000
145	RB CAPITAL PRIME REALTY II - FUNDO DE	CITIBANK DTVM SA	76.889.263,12	800.000
146	RB CAPITAL RENDA I FII	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	143.262.612,51	927.162
147	RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE	VOTORANTIM ASSET MANAGEME	123.547.349,20	1.851.786
148	REAL MINAS FII	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	108.156.594,64	956.315
149	RENDA DE ESCRITÓRIOS FUNDO DE	BB GESTÃO DE RECURSOS DTVM	72.209.083,37	742.000
150	REP 1 CCS - FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO	10.177.721,13	10.000
151	RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FUNDO DE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DIS	53.036.754,03	53.100
152	SABIÁ FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO -	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	9.270.355,73	13.491
153	SALUS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO -	GDC PARTNERS SERV. FIDUCIÁRI	1.484.801,40	100
154	SCP FII	BR-CAPITAL DTVM S.A.	21.372.707,92	4.200.000
155	SONDA - FII	CITIBANK DTVM SA	0,01	1
156	STARX FII - FII	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	26.912.911,98	3.334
157	TAG GR IV - FUNDO DE INVESTIMENTO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	101.638.897,01	17.450
158	TAG OAR - FUNDO DE INVESTIMENTO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	66.433.925,95	59.407
159	TAG SUCCESS FUNDO DE INVESTIMENTO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	968.648,06	1.000
160	TAG TREVISÓ FUNDO DE INVESTIMENTO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	920.994,77	1.000
161	TERRA - FUNDO DE INVESTIMENTO	BANCO PETRA S.A.	6.855.899,85	7.817
162	TP CORPORATE - FUNDO DE INVESTIMENTO	BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE T	33.268.320,16	16.150
163	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FUNDO DE	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	159.251.604,53	1.591.357
164	VENTURA II-A FI IMOBILIÁRIO FII	BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANC	1.057.010.028,37	692.600
165	VERONA FUNDO DE INVESTIMENTO	FOCO DTVM LTDA.	19.472.137,75	16.025
166	WM RB CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	68.087.450,47	66.085
167	XP GAIA LOTE I - FUNDO DE INVESTIMENTO	CITIBANK DTVM SA	104.222.712,54	1.050.973
TOTAL:			33.312.310.183,83	

Lista dos Fundos de Investimento Imobiliários listados no fechamento de março de 2013 na BM&FBOVESPA.

Nº	Fundo	Segment	Código
1	AESAPAR		AEFI11
2	Ancar IC	MB	ANCR11
3	Ananguera Educacional	MB	FAED11
4	Áquilla	MB	AQLL11
5	Banrisul Novas Fronteiras		BNFS11
6	BB Fundo de Investimento	MB	BBFI11B
7	BB Renda Corporativa		BBRC11
8	BB Renda de Papéis		RNDP11
9	BB Votorantim JHSF Cidade Jardim		BBVJ11
10	BM Brascan Lajes Corporativas	MB	BMLC11
11	BM Edifício Galeria	MB	EDGA11
12	Brasílio Machado		BMII11
13	BTG Fundo de Fundos	MB	BCFF11
14	BTG Pactual Corporate Office Fund		BRCR11
15	BTG Pactual Fundo de CRI	MB	FEXC11
16	Caixa Cedae	MB	CXCE11
17	Caixa TRX Logística Renda		CXTL11
18	Campus Faria Lima	MB	FCFL11
19	Cenesp	MB	CNES11
20	CSHG Brasil Shopping		HGBS11
21	CSHG Desenvolvimento de	MB	CSHP11
22	CSHG JHSF Prime Offices		HGJH11
23	CSHG Logística		HGLG11
24	CSHG Real Estate		HGRE11
25	CSHG Recebíveis Imobiliários BC		CSBC11
26	Cyrela Thera Corporate	MB	THRA11
27	Dovel	MB	DOVL11
28	Edifício Almirante Barroso	MB	FAMB11
29	Edifício Ourinvest	MB	EDFO11
30	Europar		EURO11
31	Fator Verita		VRTA11
32	Floripa Shopping	MB	FLRP11
33	Grand Plaza Shopping		ABCP11
34	GWI Condomínios Logísticos		GWIC11
35	Hospital da Criança	MB	HCRI11
36	Hospital Nossa Senhora de Lourdes	MB	NSLU11
37	Hotel Maxinvest	MB	HTMX11
38	Industrial do Brasil		FIIB11
39	JS Real Estate Multigestão		JSRE11
40	JS Real Estate Renda Imobiliária		JSIM11

Nº	Fundo	Segment	Código
41	Kinea II Real Estate Equity		KNRE11
42	Kinea Renda Imobiliária		KNRI11
43	Mais Shopping Largo 13		MSHP11
44	Max Retail	MB	MAXR1
45	Maxi Renda		MXRF11
46	Memorial Office		FMOF11
47	Mercantil do Brasil		MBRF11
48	MSL 13	MB	MSLF11
49	Multigestão Renda Comercial	MB	DRIT11B
50	Opportunity	MB	FTCE11
51	Panamby		PABY11
52	Parque Dom Pedro Shopping Center		PQDP11
53	Personale	MB	PRSN11
54	Polo		PLRI11
55	Presidente Vargas		PRSV11
56	Projeto Água Branca		FPAB11
57	RB Capital Agre		RBAG11
58	RB Capital Desenvolvimento		RBDS11
59	RB Capital General Shopping		RBGS11
60	RB Capital Prime Realty I		RBPR11
61	RB Capital Prime Realty II		RBPD11
62	RB Capital Renda I	MB	FIIP11B
63	RB Capital Renda II		RBRD11
64	Renda de Escritórios		RDES11
65	REP 1 CCS		RCCS11
66	Rio Bravo Crédito Imobiliário I		RBCB11
67	Rio Bravo Renda Corporativa		FFCI11
68	Rio Negro		RNGO11
69	São Fernando		SFND11
70	SCP		SCPF11
71	Shopping Jardim Sul	MB	JRDM11
72	Shopping Pátio Higienópolis		SHPH11
73	Square Faria Lima		FLMA11
74	The One		ONEF11
75	Torre Almirante	MB	ALMI11
76	Torre Norte	MB	TRNT11
77	TRX Realty Logística Renda I		TRXL11
78	VBI FL 4440	MB	FVBI11B
79	Via Parque		FVPQ11
80	Vila Olímpia Corporate		VLOL11
81	West Plaza	MB	WPLZ11
82	WM RB Capital	MB	WMRB1
83	XP GAIA LOTE I		XPGA11