

**Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP**  
**Departamento de Engenharia de Construção Civil**

ISSN 0103-9830  
**BT/PCC/130**

---

**Fundos de Investimento  
Imobiliário e Títulos de  
Investimento de Base Imobiliária**

---

**João da Rocha Lima Jr.**

**São Paulo - 1994**

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo  
Departamento de Engenharia de Construção Civil  
Boletim Técnico - Série BT/PCC

Diretor: Prof. Dr. Célio Taniguchi  
Vice-Diretor: Prof. Dr. Eduardo Camilher Damasceno

Chefe do Departamento: Prof. Dr. Paulo Helene  
Suplente do Chefe do Departamento: Prof. Dr. Vahan Agopyan

Conselho Editorial  
Prof. Dr. Alex Kenya Abiko  
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.  
Prof. Dr. Luiz Sérgio Franco  
Prof. Dr. Orestes Marraccini Gonçalves  
Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Maria Alba Cincotto

Coordenador Técnico  
Prof. Dr. Alex Kenya Abiko

O Boletim Técnico é uma publicação da Escola Politécnica da USP/ Departamento de Engenharia de Construção Civil, fruto de pesquisas realizadas por docentes e pesquisadores desta Universidade.

Rocha Lima Jr., João da

Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária / J. da Rocha Lima Jr. -- São Paulo : EPUSP, 1994.

33p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/130)

1. Construção civil - Administração 2. Mercado imobiliário I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II. Título III. Série

CDU 69.008  
332.72

SECURITIZAÇÃO DE PORTFOLIOS DE BASE IMOBILIÁRIA  
**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO e**  
**TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA**

---

**ÍNDICE**

---

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>AS TRANSAÇÕES NA SECURITIZAÇÃO</b>	<b>6</b>
	2.1. O caso de Fundo de Investimento Imobiliário	8
	2.2. O caso de Sociedade de Propósito Exclusivo	11
<b>3.</b>	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO OU TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA</b>	<b>13</b>
	3.1. A posição relativa Empreendedor x Investidor	15
	3.2. O conceito de renda do investimento	16
	3.3. O conceito de lastro do investimento	18
	3.4. O conceito de liquidez para o investimento	19
	3.5. O conceito de concentração ou difusão de risco	20
	3.6. A rigidez na implantação	21
	3.7. A rigidez na operação	25
<b>4.</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>29</b>



SECURITIZAÇÃO DE PORTFOLIOS DE BASE IMOBILIÁRIA  
**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO e**  
**TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

---

## 1. INTRODUÇÃO

O Setor da Construção Civil está vivendo, nesta conjuntura, um movimento agudo de reorganização nas táticas de desenvolvimento de empreendimentos, sejam os exclusivamente imobiliários como, especialmente, os de base imobiliária<sup>1</sup>.

No Brasil, em particular, em virtude da desestruturação do Sistema Financeiro da Habitação, que vinha, desde a segunda metade da década de sessenta, sustentando as ações do setor neste segmento, com ênfase, é natural, no mercado de produção de habitações, a perplexidade, resultante da súbita falta de suporte, vem servindo para que se engendre a concepção de diferentes alternativas para obtenção de recursos para produção, o que tem ocorrido: [i] - através da criatividade na reorganização das relações dos empreendedores com o mercado, mas, [ii] - com mais profundidade, buscando os mecanismos de aproximação dos empreendedores com investidores de presença difusa no mercado de capitais, para os quais não havia se sedimentado uma rotina de acesso ao mercado da construção civil.

---

1 O setor tem duas grandes vertentes de atuação: [i] - a prestação de serviços de construção civil e [ii] - as operações de produção de bens.

Na produção, os empreendimentos são caracterizados pelas diferenças no teor das transação produtor com o mercado: [ii - 1] - o objetivo de determinados empreendimentos é produzir para vender e de outros [ii - 2] - produzir para explorar uma certa atividade econômica baseada no imóvel, podendo esta se resumir meramente no seu arrendamento, como nos edifícios de escritórios, ou então, se revestir de maior complexidade, como nos shopping-centers, hotéis, complexos multifuncionais e até hospitais. No primeiro caso temos os EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS e no segundo os EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA.

Na área de habitação tem-se buscado saídas pelos sistemas de autofinanciamento, com a introdução de diferentes mecanismos de atuação, mas que em síntese, se resumem em formatar o programa de produção dos empreendimentos de sorte a provocar o menor impacto de investimentos do empreendedor, o que significa dilatar o regime da construção, para poder adequá-lo à capacidade de mobilização de recursos do mercado alvo. Estes processos só se mostram viáveis para empreendimentos modulados, de modo a ser possível, em cada uma de suas fases de construção, atender um padrão de produtividade que mantenha os custos contidos num patamar que signifique: *para o mercado alvo* uma relação [preço x qualidade] válida e *para o empreendedor*, rentabilidade satisfatória para seus investimentos, mesmo que de antemão, já se reconheça no planejamento desses empreendimentos que o "pay-back" dos investimentos será longo<sup>2</sup>.

Mas de forma mais abrangente, são os procedimentos de securitização<sup>3</sup> que vislumbro como permanentes num espectro ampliado, porque representam a sedimentação de prática inovadora, como forma de inserir no mercado de capitais produtos para captação de investimentos com derivação específica para o setor da construção civil, na área dos empreendimentos imobiliários e de base imobiliária.

Por esta via, se poderá alcançar a transferência de urna expressiva massa de recursos estáveis para suportar a produção no setor, o que, com a evidente qualidade que daí resulta, provocará que se construa um novo padrão de relações de mercado, por se capacitar o setor a trabalhar com horizontes mais largos de planejamento, induzindo a melhoria da produtividade e o investimento na implantação de técnicas mais avançadas de produção e gerenciamento, conseqüentemente, fundando-se o binômio [qualidade x preço] num patamar de maior satisfação para o mercado.

---

2 Estas estratégias apresentam, de outro lado, riscos elevados, vinculados com a necessidade de se planejar usando cenários de longo prazo. Dentre os fatores de risco, destaca-se o problema de descolamento da inflação de custos de produção no setor da moeda do preço, que termina por conduzir estes empreendimentos para um veio de incerteza.

3 O procedimento de securitização de determinado ativo é aquele que associa a este ativo um título de circulação independente no mercado financeiro ou de capitais, que terá, por via direta, ou indireta, o ativo como lastro.

A securitização de portfólios imobiliários compreende a formatação de títulos de investimento presos a estes imóveis, que tem sua renda derivada das ações que se perpetra com os mesmos (venda, arrendamento ou exploração), constituindo-se ainda, no lastro dos títulos.

Neste breve texto, descrevo os vetores mais correntes de securitização, exclusivamente com a finalidade de mostrar suas principais características e as diferenças fundamentais entre os dois principais produtos para investimento encontrados no mercado brasileiro: os TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA - **TIBI** e as COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - **COTAS FII**.



## 2. AS TRANSAÇÕES NA SECURITIZAÇÃO

De forma sucinta e apoiado nas figuras adiante, ilustro os passos para securitização de um determinado imóvel, via cada vetor. Como se verá, enquanto processo, seja para criação dos **TIBI**, ou para emissão de **COTAS FII**, por ambos canais a mecânica é equivalente; as diferenças se manifestarão nas características dos títulos resultantes da securitização, relativamente ao posicionamento dos investidores frente o empreendedor.

Os empreendimentos que se securitiza poderão ter como objetivo, na sua implantação, a construção de ativo, imobiliário e seu eventual equipamento, para ao final, comercializa-lo ou explorá-lo. Para sistematizar o texto, usarei somente a referência dos empreendimentos de base imobiliária, de forma que estaremos trabalhando com conceito de exploração do imóvel implantado. Esta hipótese não é redutora, pois é a que se reveste de maior complexidade, logo a que permite maior riqueza na sua análise.

Identifico, então, os ciclos representados na *fig. 1*, sendo que:

- o **ciclo de formatação**, na maioria das situações, se verifica fora do ambiente da securitização, sendo praticado pelo empreendedor, a seu risco e com seu suporte de investimentos.

Ao final deste ciclo se fecha um "empreendimento" do ponto de vista do empreendedor, porque, na transferência do empreendimento para o ambiente da securitização, este terá um preço que, relativamente aos investimentos já aplicados, apresentará um certo resultado para o empreendedor<sup>4</sup>.

---

4 Exploro este assunto com maior profundidade no texto FUNDOS IMOBILIÁRIOS - VALOR DO PORTFOLIO, publicado em Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP.

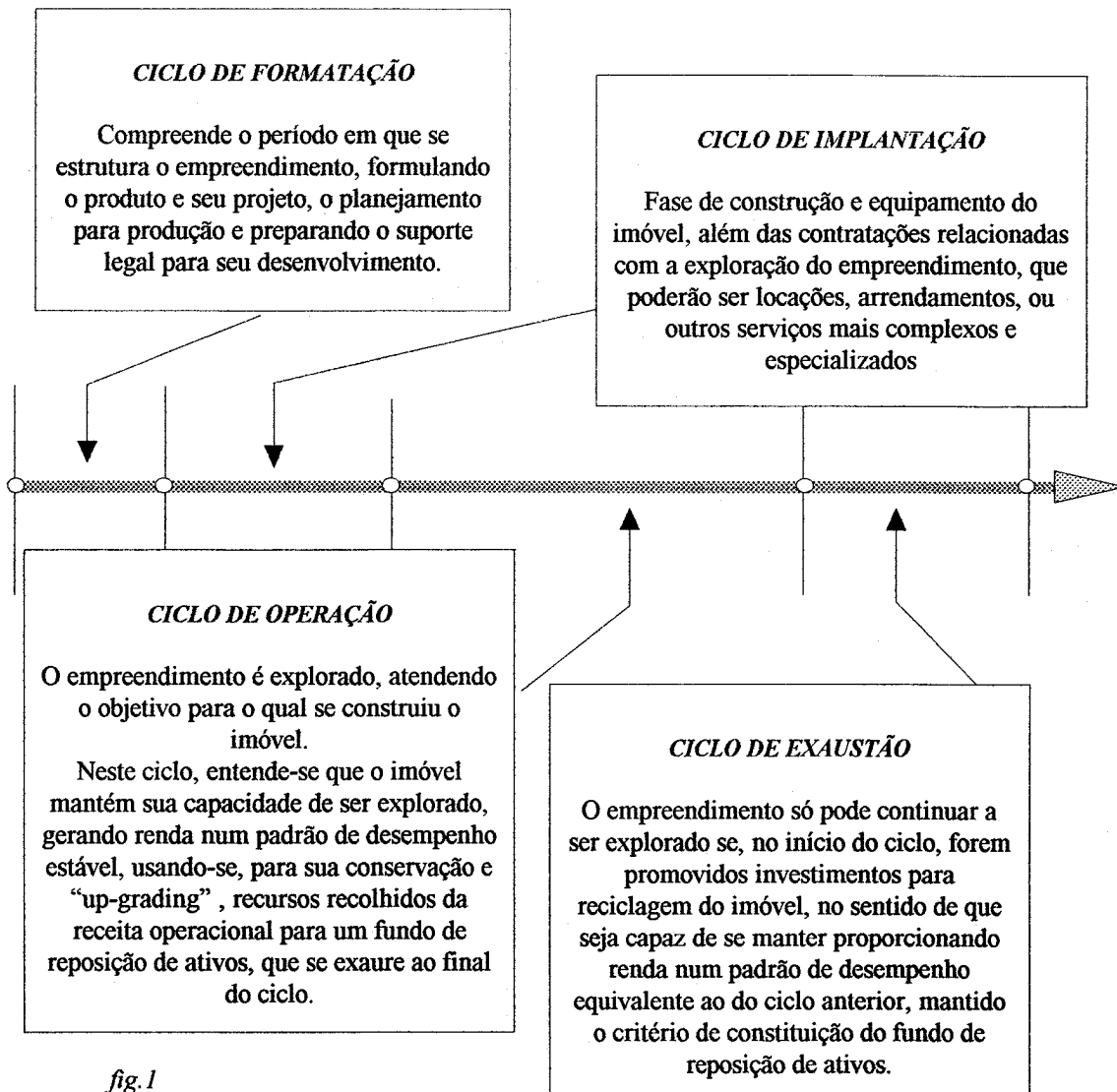


fig.1

- o ciclo de implantação pode ocorrer no ambiente da securitização ou não, pois será válido, também, pensar em securitizar um empreendimento pronto para operar. A primeira hipótese é mais complexa, de forma que admitirei, daqui em diante, que esta a configuração privilegiada.
- o ciclo de operação sempre se dá no ambiente da securitização.
- o ciclo de exaustão é previsto nas análises para determinação de valor do portfólio securitizado e este valor, medido, ao final do ciclo operacional, é assumido nas análises como pronto no caixa naquele momento. Isto significaria, em tese, que a hipótese de avaliação é sempre a da liquidação do ativo ao final do ciclo operacional, indicando, que analisar desempenho a partir daí seria objeto de estudo, em outro ambiente, de securitização. Entretanto, a fusão dos dois ambientes contíguos nada afeta os conceitos que uso daqui em diante<sup>5</sup>.

**2.1.** Um **FUNDO IMOBILIÁRIO** criado para desenvolver determinado empreendimento<sup>6</sup>, terá o ativo imobiliário segregado no seu ambiente e o objetivo exclusivo de desenvolver a sua implantação e posterior exploração.

A figura que a legislação brasileira contempla para desenvolver o empreendimento é a de um empreendedor que transaciona com o Fundo Imobiliário, de forma os recursos captados na colocação de **COTAS FII** para investidores, no ciclo de implantação do empreendimento, serviriam para pagar o preço do empreendimento pronto para operar. Desta forma, estariam fora do ambiente do Fundo Imobiliário os riscos relacionados com os custos para implantação, estabelecendo-se a relação do Fundo, Imobiliário com o empreendedor através de um *CONTRATO DE IMPLANTAÇÃO*, ainda que este não seja um princípio explícito dos regimentos<sup>7</sup>.

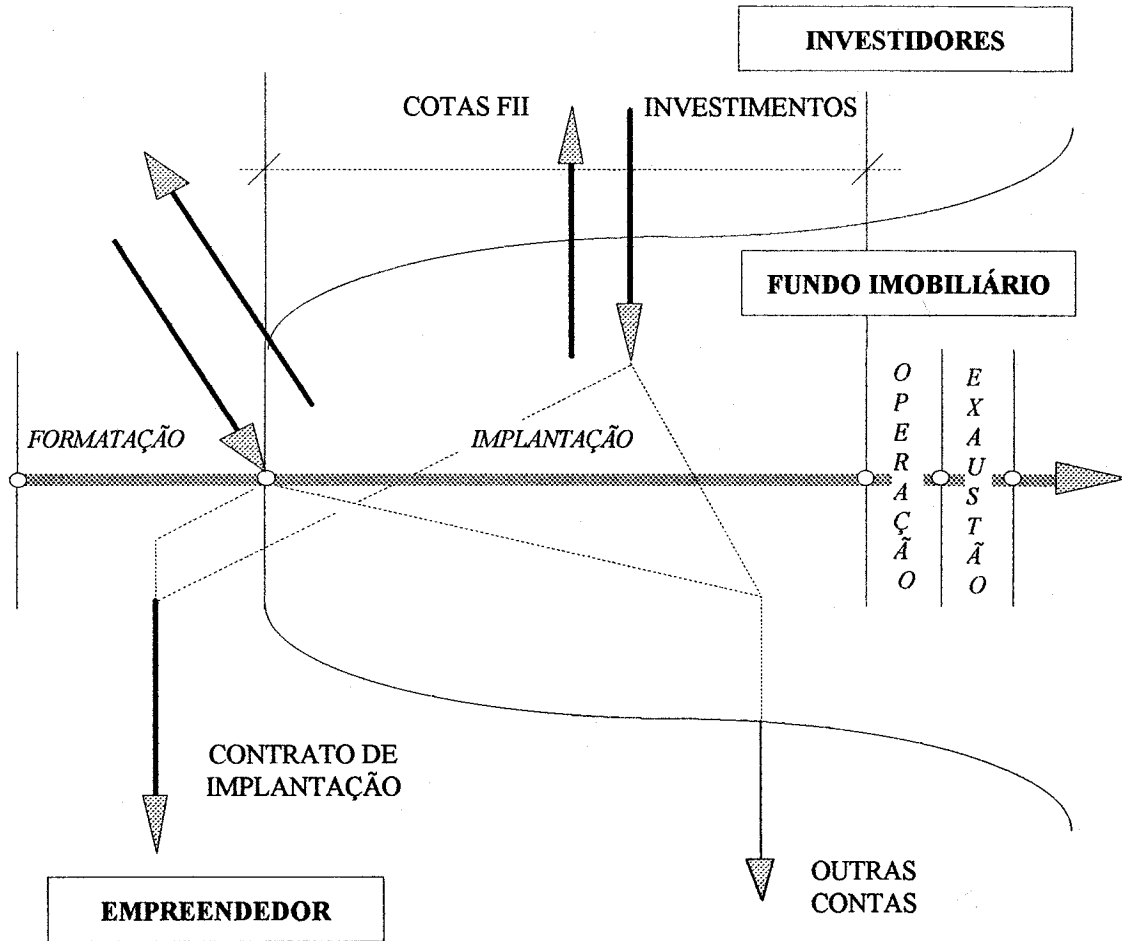
---

5 Reportar aos conceitos de VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO no texto FUNDOS IMOBILIÁRIOS - VALOR DO PORTFOLIO.

6 Poderemos ter um portfólio mais complexo, sem que isto altere os registros de procedimentos que faço neste texto.

7 Parece existir consenso sobre a dificuldade de colocar **COTAS FII** em operação cuja contrapartida sejam contratos por administração. Assim, o conceito de que o Fundo Imobiliário contrata "turn-key" fica implícito, mas não encontro proibição legal ou restrição técnica para operar por administração a preço de custo ("cost plus").

- No **ciclo de implantação**, as **COTAS FII** colocadas geram recursos que serão suporte para as transações que estão na *fig.2*. Os fundos que ingressam no Fundo Imobiliário servem para pagar o contrato de implantação com o empreendedor e as demais contas da administração do Fundo Imobiliário e outras operacionais, como contas de PP&M, auditoria, análise de investimentos, seguros, etc.



*fig.2*

- No **ciclo de operação**, as receitas líquidas geradas com a exploração do empreendimento serão derivadas para os investidores em **COTAS FII** (fig.3).

A instrução CVM que formaliza o regimento para constituição dos Fundos Imobiliários e colocação das **COTAS FII** não autoriza que se segregue para securitização empreendimentos que não sejam explorados por venda, locação ou arrendamento. Desta forma, se o empreendimento for, por exemplo, um hotel, ele não poderá ser manejado no ambiente do Fundo Imobiliário, podendo somente ser arrendado para um explorador<sup>8</sup>.

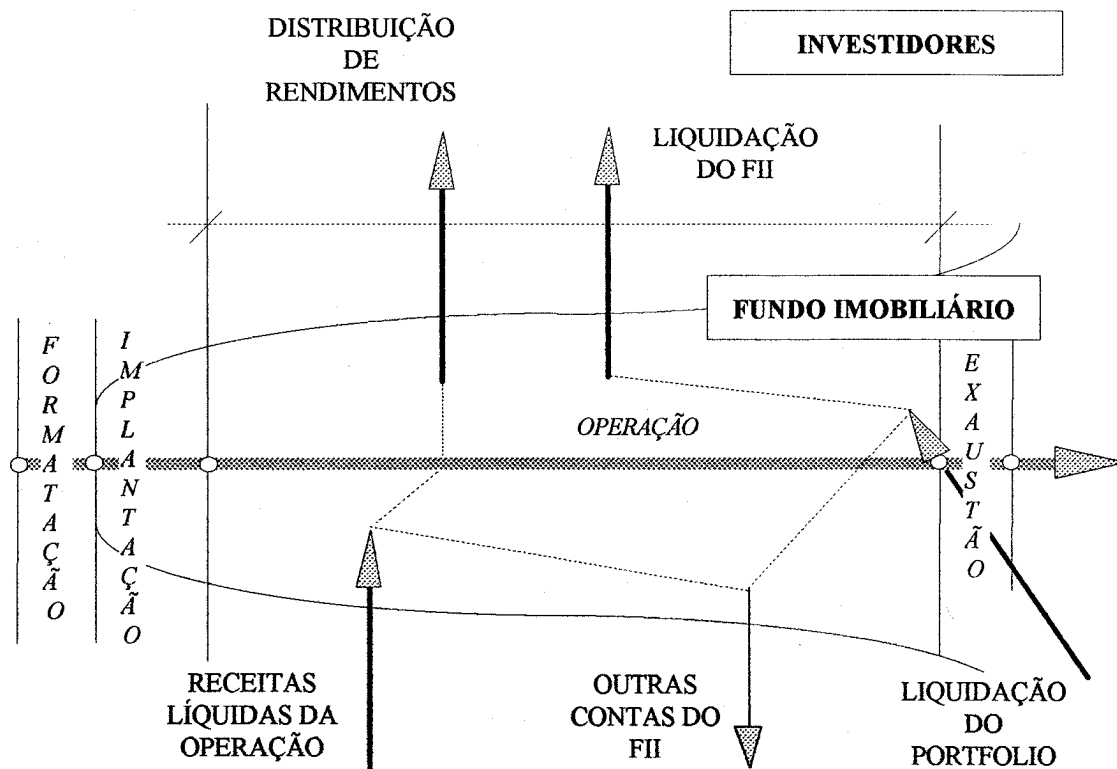


fig.3

8 Como não há restrição explícita, esse arrendamento poderá ser pago por taxa variável em função do desempenho do empreendimento? Só a CVM poderá interpretar os detalhes de seus regimentos, de forma que os primeiros empreendimentos hoteleiros a serem securitizados por esse mecanismo, deverão ser os que formarão a "jurisprudência" sobre o tema.

**2.2.** A montagem da securitização poderá ser feita com outro conceito. O empreendimento será segregado no âmbito de **SOCIEDADE DE PROPOSITO EXCLUSIVO - SPE**, sendo nessa hipótese, ativo dessa SPE. Nesta configuração, a **SPE**, cujo objetivo social exclusivo é implantar e explorar o empreendimento, emite debêntures de participação nos seus resultados, que serão subordinadas e emitidas num volume que corresponderá à participação em 100% do resultado operacional da **SPE**. Estas debêntures são os **TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA - TIBI**, que serão formatados para atender às características pretendidas para a securitização.

As transações de recursos entre o empreendedor e os investidores respeitam os mesmos movimentos descritos nas *figs.2 e 3*, como se a **SPE** fosse o Fundo Imobiliário e os **TIBI** as cotas.

Reforçando: - através de cada vetor, a lógica de securitização é equivalente, havendo nuances de riscos, uma grande diferença nas relações entre investidores e empreendedor e outras diferenças operacionais, estas resultantes da possibilidade de se estabelecer nas **SPE**, com a emissão de **TIBI**, uma série de preceitos vetados para os Fundos Imobiliários, pois o regimento para emissão de **TIBI** está preso a poucas diretrizes da lei das sociedades anônimas, ao contrário dos Fundos Imobiliários e suas cotas, que devem obedecer bloqueios de uma lei específica e da instrução da CVM a ela conexas, que pela sua letra, restringem a condição básica de formatação da securitização.

No conceito do Fundo Imobiliário, as **COTAS FII** conferem aos seus investidores a figura de parceiros no empreendimento, que é administrado no ambiente do Fundo Imobiliário, como investimento coletivo, por entidade devidamente autorizada pela CVM e que é indicada pela assembléia de investidores, como de regra geral, ocorre com os fundos de investimento no Brasil.

Já na securitização via **TIBI**, os investidores são credores da **SPE**, que é uma sociedade administrada e controlada pelo empreendedor, sem que os investidores, em tese, tenham acesso à sua administração e, por consequência, à do empreendimento, a menos que se faça os **TIBI** conversíveis em ações, que permitirão aos investidores o acesso à sociedade.

Feita então esta genérica descrição para denotar as relações entre investidores e o ambiente da securitização nas duas principais alternativas de formatação, início o capítulo central do texto, comparando os principais aspectos relativos ao posicionamento do investidor frente ao empreendedor e o administrador da securitização em cada caso.

### 3. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO OU TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA?

Não entendo que a questão deva levar à negação de uma alternativa frente a outra. Há situações em que uma ou outra forma são mais recomendadas e, tendo em vista o posicionamento do empreendedor, com respeito aos seus riscos, poderá ser indicada uma determinada forma de securitização, que melhor atenda seus interesses.

Como em tese, é o empreendedor o agente principal deste processo, acabará ele por ser o indutor do caminho de securitização, sendo que naturalmente, a solução deverá estar presa a se encontrar uma lógica de baixo risco para a definição dos caminhos de colocação dos títulos para o mercado alvo de investidores. Será correto admitir, então, que a solução se induz pelos interesses do empreendedor, sempre que seja clara a identificação do segmento de mercado para o qual se destinará o produto **COTAS FII** ou **TIBI**, existindo situações em que este segmento pode compreender um grupo tão fechado, que a formatação definitiva resultará de um ajuste entre os interesses do empreendedor e desses investidores.

Não tenho assim, o propósito de eleger uma alternativa como de maior validade, nem desqualificar outra, pois em princípio, muitos aspectos de um vetor, que receberão crítica, quando analisados do ponto de vista do investidor, poderão ser eleitos como necessários para manter a segurança ou o interesse do empreendedor. Por esta razão, descrevo as diferenças entre os procedimentos, deixando para o leitor que avalie, em cada situação particular, a oportunidade de se usar um ou outro vetor<sup>9</sup>.

Mesmo assim, é importante que se reconheça que estas formas de investimento são inovadoras na economia brasileira e haverá, na dinâmica associada ao crescimento da oferta: avanços no sistema de formatação, operações mal sucedidas, maior ou menor agressividade na colocação de um ou outro título, anseios de formadores de opinião, que deverão influenciar decisões, sejam estes profissionais, empreendedores ou dirigentes de entidades de classe - ou seja, haverá toda uma sorte de pressões no seio do mercado, que poderão levar a um caminho preferencial, mesmo que no rigor de uma análise técnica, possa não ser o mais recomendado para determinadas situações.

---

9 Para que este texto não seja taxado de "burocrático", que de resto, não é meu estilo, introduzo comentários sobre as diferenças que ressalto, refletindo o meu sentimento pessoal relativamente a formulações que admito serão privilegiadas no curso de sedimentação deste tema.



Se admitirmos que o inconsciente coletivo implica um "inteligente" coletivo, então podemos esperar que as duas formas deverão vigiar, ajustando-se conforme a estratégia planejada para cada empreendimento. Entretanto, se considerarmos que o inconsciente coletivo sempre é conduzido por meios de pressão, só restarão as soluções que atenderem os interesses dos empreendedores.

O que testemunho neste nascer do tema, por estar envolvido em algumas das principais operações que se está formatando no mercado, é que os empreendedores de maior expressão tem buscado, regra geral, construir produtos que tenham respeitabilidade no mercado, do ponto de vista de conter um elenco de mecanismos de segurança para os investidores, mesmo que isto venha a impor que eles, empreendedores, operem com maiores riscos.

A consciência que se cria é que, por estas vias de aquisição de fundos para produção, os investidores deverão sempre procurar apoio, profissional qualificado e não soluções que os prendam a riscos que não são capazes de avaliar e monitorar. Não se vislumbra a hipótese de que por estes canais seja possível incentivar investimentos especulativos, sendo que as operações em andamento estão mais presas a aplicações em empreendimentos de maior estabilidade, tendo em vista, especialmente, os prazos de maturação dos negócios imobiliários é de base imobiliária, que vão de médios para longos.

Aspecto importante nesse momento é o posicionamento da CVM, que como agente que obrigatoriamente referenda cada projeto, por autorizar expressamente a colocação no mercado, seja de **COTAS FII** ou de **TIBI**, tem adotado, o maior rigor técnico nas suas análises.

### 3.1. A POSIÇÃO RELATIVA EMPREENDEDOR X INVESTIDOR

Os empreendimentos são securitizados em ambientes cujo propósito de atuação é exclusivo e de forma que os investidores sejam parceiros do empreendedor no empreendimento, ou que sejam associados somente entre si no negócio.

#### SPE - TIBI

O **TIBI** é um título de dívida emitido pela **SPE**, de forma que o investidor dela é credor, no montante do seu investimento. Os TIBI são debêntures de participação nos resultados da **SPE**, de sorte que o pagamento da renda dos investimentos está associada ao desempenho do empreendimento, já que a **SPE** serve exclusivamente para revesti-lo.

A **SPE** é uma sociedade anônima de capital aberto, portanto sujeita aos controles da lei e da CVM mas o seu controle acionário é detido pelo empreendedor, de forma que será ele que ditará as regras da administração e a política e estratégia de condução do empreendimento, quando em operação.

Nesta formatação o empreendedor ficará ligado ao empreendimento por todo o seu ciclo operacional.

Para que os investidores possam ter, desejando, acesso, à administração do empreendimento pode-se: [i] - usar do mecanismo de conversão dos **TIBI** em ações, [ii] - prever a hipótese de conversão dos **TIBI** administrar o em fração imobiliária, constituindo-se aí, um contrato de condomínio pro-indiviso sobre o imóvel figura à de estando previamente regrada a política de administração entre os co-proprietários, ou política de [iii] - regar, na formatação dos **TIBI**, qualquer tipo de conselho, ou organismo de direção em que os investidores participem.

Nas hipóteses [i] e [ii], quando usada a opção, quebra-se o conceito de securitização e cancela-se a dívida da **SPE** com os investidores, pois os **TIBI** não mais existirão.

#### FII - COTA

A **COTA** confere ao investidor uma fração de um **FII**, cuja personalidade é a de um agrupamento de investidores que reúnem seus recursos para um certo projeto de investimento, sem que a coletividade assuma qualquer responsabilidade, perante cada investidor, relativamente ao produto deste investimento, nem muito menos com relação ao principal aplicado. A **COTA** não confere ao investidor crédito contra o **FII**, no montante aplicado. A renda da **COTA** é distribuída pelo **FII** em função de critérios de gestão balizados pelo estatuto.

O **FII** é administrado obrigatoriamente por instituição financeira, eleita pelos investidores, o que significa que estes poderão, em assembléias, ditar as regras da administração.

Nesta formatação, o empreendedor se desliga do empreendimento no seu ciclo operacional, pois sua obrigação se restringe a entregar o empreendimento pronto e operando.

O empreendedor poderá empreendimento, não o **FII**, por gestão, restringindo-se esta prestação de serviços, com a responsabilidade de respeitar a gestão que lhe for imposta.

### **3.2. O CONCEITO DE RENDA DO INVESTIMENTO**

Nas securitizações, a renda dos investimentos é derivada da renda operacional do empreendimento de base imobiliária. A forma de caracterizar esta renda se faz pelo perfil legal que se constrói para o título que suporta o investimento.

#### **SPE - TIBI**

**TIBI** são debêntures de participação nos resultados da **SPE**, o que significa que a renda destes títulos está associada ao distribuição resultado de balanço da sociedade. Como a **SPE** é criada para revestir integralmente o empreendimento, seu resultado corresponderá investidores ao do empreendimento, excluídas as contas próprias de gestão da **SPE**, que na medida em que é uma empresa não operacional, resumem-se nas contas necessárias para manter o registro e controle dos **TIBI**.

Os **TIBI** são emitidos em volume que corresponde a 100% de participação nos resultados da sociedade, a menos de recursos que são preservados para constituição de um fundo para reposição de ativos, que é usado para suprir as necessidades de conservação e "up-grading" da edificação. Então, nesta formatação, os resultados do empreendimento são transferidos continuamente para os investidores, independentemente de atos de gestão na **SPE**, porque assim é que estão definidos os **TIBI**.

Na medida em que são títulos de dívida da **SPE** e esta é dirigida pelo empreendedor, pode-se configurar os **TIBI** com garantia de renda mínima para o investidor, no patamar e pelo, prazo que forem convenientes para tornar o título atrativo e que atendam os interesses do empreendedor.

No mesmo sentido, poderão os **TIBI** ser formatados para que, a partir de um momento que os estudos mostrem viabilidade, sejam resgatados pela **SPE**, a critério do investidor, que assim, terá uma válvula de saída opcional para seus investimentos, independente da capacidade, intrínseca de circulação no mercado que terá o **TIBI**.

## FII - COTA

A **COTA-FII** confere ao investidor o direito de receber, na proporção de sua participação no **FII**, a renda que se destinará no seu ambiente. O critério de distribuição, mesmo que esteja presente no estatuto, dependerá sempre de decisão dos em assembléia, não havendo como garantir a perenidade do critério estabelecido quando da colocação das cotas.

Desta forma então, o investidor se prende decisão de maioria, sem que tenha meios de se contrapor, quando minoria, porque ao contrário dos **TIBI**, não é a **COTA-FII** que tem regra de comportamento, mas o **FII**, cuja administração se fará no sentido de atender aos interesses da maioria de seus condôminos.

Os resultados do empreendimento são transferidos para os investidores com o regime que atender as decisões da maioria da comunidade, que na realidade, se houver uma grande dispersão na colocação de cotas, estará presa a posições induzidas pelo administrador.

Não há como estabelecer privilégios para determinados investidores, nem mesmo poderá o administrador oferecer qualquer tipo de garantia de rentabilidade, porque não é figura hábil para tanto e o empreendedor já se desligou do processo quando cumpriu seu contrato de implantação. As **COTA-FII** não poderão ter renda garantida, de forma que se trabalha aqui a todo risco.

Como não há possibilidade de criar cotas privilegiadas, a possibilidade de resgate de cotas só se verifica se todas forem resgatadas, ou seja, na liquidação do **FII**. O investidor só terá saída de sua posição se colocar a cota no mercado.

### 3.3. O CONCEITO DE LASTRO DO INVESTIMENTO

Os empreendimentos securitizados servem de lastro para os títulos a eles associados.

#### SPE - TIBI

A SPE é constituída com **objetivo social** exclusivo e poderá conter no seu estatuto cláusula de **inalienabilidade dos ativos base do empreendimento**, sendo que estas duas cláusulas serão pétreas enquanto houver **TIBI** em circulação. Desta forma o empreendedor não poderá dispor do imóvel, nem mesmo usá-lo para outro destino diverso do originalmente programado, assegurando-se que os **TIBI** estarão garantidos pelo patrimônio, sem necessidade de garanti-los com hipoteca. Mesmo assim, é possível formatar **TIBIs** com garantia hipotecária, limitando-se o nível de emissão para 80% do valor arbitrado para o imóvel.

O acesso do investidor à sua garantia se faz pelo mecanismo de conversão do **TIBI** por fração do imóvel.

Os **TIBI** com conversão terão na realidade, cláusula de permutabilidade por fração do imóvel objeto, que é operacionalizada de forma bastante simples e que se exercida, implicará no cancelamento do título.

#### FII - COTA

Nos **FII**s a garantia para as cotas estará expressa pela configuração de objeto que estiver no estatuto, que todavia, não constitui cláusula pétrea, de modo que a assembléia dos investidores, pode mudar o destino do **FII**, realizando o ativo, ou então alterando o objeto de sua exploração.

Nesta situação, importa lembrar que a exploração se limitará a arrendamento ou venda e que a mudança de objetivo deve merecer aprovação da CVM.

Entretanto, o aspecto mais relevante é que o investidor, através de sua **COTA**, não tem comunicabilidade de nenhuma espécie com os ativos que constituem o patrimônio do **FII**, o que significa que não pode, discordando dos critérios de gestão, aplicados ao **FII**, ter acesso mesmo a uma fração do imóvel, para dar a esta o critério de gestão que entender mais conveniente.

Sintetizando este conceito, ao investir em **COTA FII** o que se está praticando é aderir a uma coletividade, que recolhe recursos de seus associados, os gere segundo política estabelecida pela maioria e neste caso, como os **FII** são necessariamente fechados, não se obriga perante o investidor a resgatar seus recursos, nem lhe oferece, por imposição legal, a alternativa de retirar-se da comunidade com a sua correspondente fração do patrimônio.

### 3.4. O CONCEITO DE LIQUIDEZ PARA O INVESTIMENTO

O trânsito de mercado para as duas configurações tem particularidades que se deve destacar e seu padrão de liquidez, dependendo de como se faça a formatação do **TIBI**, pode ser bastante diferenciado, pois existirão situações em que a **SPE** é agente necessário na caracterização da liquidez.

#### **SPE - TIBI**

Os **TIBI** transitam no mercado financeiro via Cetip, podendo ser transacionados em bolsa de valores, pois são debêntures emitidas por sociedades de capital aberto.

Nesse trânsito, tem sempre um valor referencial, que compreende a identificação de seu valor de face, ajustado pelos critérios que orientaram a sua formatação, o que o Cetip pratica automaticamente. Assim, qualquer que seja o patamar de preço das transações que se está praticando, com ação ou deságio em relação a este valor de face, isto ficará aparente.

Quando os **TIBI** são criados com conceito de resgate, terão liquidez num prazo certo e de forma regrada pela escritura de emissão.

#### **FII - COTA**

As **COTAS FII** deverão ter trânsito via bolsa de valores ou em mercado de balcão.

O valor referencial da **COTA** se perde a partir de sua integralização, pois deverá ser medido como fração equivalente do patrimônio do **FII**, como de resto, acontece com todos os investimentos coletivos. A **COTA** não tem valor de face e, diferente dos fundos financeiros, que são abertos e que tem valor da cota diário, para efeito de sustentar os resgates, nos **FII** como não haverá resgate, a indicação do valor patrimonial ajustado será feita pelos balanços regulares.

As transações em bolsa é que servirão de parâmetro principal para referenciar o valor da cota.

### 3.5. O CONCEITO DE CONCENTRAÇÃO OU DIFUSÃO DE RISCO

Os dois vetores se comportam de forma diferente, diante da possibilidade de formatação de portfólio com diversos imóveis de mesmo ou até, diferente perfil de operação.

#### **SPE - TIBI**

A possibilidade que tem os **TIBI** de "penetrar" no ambiente da securitização, por permuta com a **SPE**, é complexa de se estruturar, quando o portfólio desta **SPE** não estiver composto por um único empreendimento.

Por meio deste vetor, não se pode afirmar, de forma absoluta, que qualquer configuração seja impossível ou proibida, pois, pela via da debênture de participação nos lucros, ou mesmo pela da debênture financeira com cláusula de prêmio e, com a condição de permutabilidade, que pode ser inserida em ambas, poderemos estruturar **TIBI** com as características mais complexas. Desta forma, o limite das dificuldades nesse âmbito está em se formatar títulos de estrutura muito complexa para que, com agilidade, sejam colocados e que venham a transitar com velocidade no mercado.

Securitização em torno de um específico empreendimento apresenta concentração de risco e a difusão será alcançada quando o portfólio objeto de securitização for misto, seja na quantidade de imóveis, ou mesmo na tipologia da sua exploração.

Quando se programa uma **SPE**, para que detenha um portfólio misto, a condição de conversibilidade em patrimônio, que me parece urna característica de importância para colocação desses títulos, só pode ser estruturada por mecanismos que envolvem leilão de conversão, ou procedimentos assemelhados, que ainda que possíveis, são de difícil entendimento e não servem para transmitir segurança ao investidor.

Então, o que parece ser mais recomendado é que os **TIBI** sejam usados para um único empreendimento, para que se possa usar todo seu potencial, no interesse do investidor.

#### **FII - COTA**

Na medida em que os **FII**s podem ter objetivo mais amplo do que meramente revestir um empreendimento, através deste vetor ficará mais simples estruturar a securitização de um portfólio misto e inclusive, desconhecido.

Para uma idéia, por exemplo, de aglutinar recursos para comprar imóveis de uma certa tipologia e destina-los à locação, basta configurar este objetivo amplo e estabelecer um programa contínuo de colocação de cotas, que vão acumulando recursos no ambiente do **FII**, até que a massa captada seja suficiente para a compra de um determinado imóvel e assim sucessivamente.

Ou seja, captar primeiro, para decidir a forma de aplicar posteriormente é válido para **FII**s, o que já fica mais difícil praticar com uma **SPE**, que de preferência, se constitui para revestir um portfólio especificado.

Assim, é bastante simples construir um **FII** cujo objetivo seja manejar um portfólio misto, que inclusive, não necessitará ser especificado quando se promove a colocação de cotas, bastando que o objetivo e a política de aquisição de ativos esteja clara na definição de propósitos do **FII**.

É possível, ainda, fazer um portfólio com frações de imóveis, ou com **TIBI** de securitização de diversos imóveis, o que concorre para diluição de riscos.

Com respeito a fazer um **FII** com **TIBI** não vejo impedimento legal e ao inverso, entendo que a forma mais correta de aplicar recursos temporariamente ociosos nos **FII** seja nesses títulos, para manter o padrão de atratividade uniforme no seu ambiente. Mas, nesse momento, devo ressaltar que há controvérsia, afirmando alguns especialistas que esta postura não será autorizada pela CVM.

### **3.6. A RIGIDEZ NA IMPLANTAÇÃO**

Há possibilidade de se fazer a securitização antes do período de implantação, o que significará que o empreendedor aglutina recursos de investidores para fazer frente às contas de custeio nesse ciclo. Esta captação tem diferente grau de liberdade nos dois vetores.

- Em princípio, por qualquer canal pode-se montar um processo de securitização que esteja apoiado, na implantação, em contratos de implantação ("turn-key"), como parece a tendência do momento e como se admite que o investidor estará mais protegido.



- Entretanto, não há impedimento para se fazer securitização para implantação com contrato a preço de custo, que através de cada vetor, deverá ser feita por procedimento específico<sup>10</sup>, restando, evidentemente, a ressalva de que a atratividade do investimento deverá cair, pois o investidor encontrará, nesta hipótese, um padrão de riscos alto, sem que lhe seja permitido administrá-lo. Tratar-se-ia de investir na incerteza.
- a. Numa **SPE**, a securitização com contrapartida de implantação a prego de custo pode ser feita em dois estágios, até eventualmente, apoiados em dois tipos diferentes de **TIBI**, um *financeiro* durante a implantação e outro, de *participação*, no início da operação, quando a colocação deste encaixa recursos na **SPE**, para liquidação daqueles.
- No período de implantação, os títulos serão emitidos em diferentes séries, para suportar as necessidades de caixa, a partir de um programa evolutivo, em que se vai ajustando o montante em cada etapa para atender às previsões de necessidades de recursos extraídas do planejamento.

Não há como obrigar um mesmo investidor a acompanhar, proporcionalmente, a subscrição das séries que se vai emitindo, de forma que o esforço de captação é contínuo, devendo-se praticar estratégia para incentivar cada investidor já presente no empreendimento a continuar aplicando recursos nas séries novas<sup>11</sup> como, também, manter, durante todo o período de implantação, uma atratividade constante para o mercado, no sentido de poder captar novos investidores no programa.

Na medida em que não se obriga o investidor a continuar aplicando, nesta hipótese, a captação de **TIBI** deverá estar adiantada em relação ao programa de custeio da implantação, para que não se comprometa a continuidade do empreendimento.

Ao final do ciclo de implantação, conhecido o montante de títulos emitidos, pode-se determinar o nível de participação e de conversão de cada um, passando-se assim, da fase financeira para a de participação nos resultados.

---

10 Registro que, relativamente ao potencial dos **TIBI**, algumas das posturas que aqui comento ainda não foram levadas à CVM em algum projeto, o que significa que aquele organismo poderá "criar" jurisprudência em contrário.

11 Os incentivos podem se apresentar como juros diferenciados pagos no período de implantação, maiores para as séries de maior prazo de sedimentação. Isto inibiria o interesse evidente em investir em títulos mais perto do ciclo de operação, que seriam de menor risco, mas não garante o interesse contínuo dos mesmos investidores. Para esta hipótese, pode-se construir os títulos de séries mais perto do final da implantação com prêmios relativos ao regime de conversão e participação a que estarão sujeitos quando o empreendimento entrar em operação.

Nesse modelo, há dois problemas flagrantes, mas não é modelo alternativo que os supere, se se objetiva manter a produção a preço de custo: [i] - há o risco de paralisação do empreendimento a meio caminho da implantação, por falta de recursos, em razão de redução no regime de captação<sup>12</sup> e [ii] - restará a incerteza do custo final<sup>13</sup>, o que significa para o investidor aplicar seus recursos a todo risco, suportado exclusivamente numa expectativa de rentabilidade mostrada no planejamento básico para deslanche do empreendimento, mas que será distorcida, havendo crescimento dos custos em relação ao orçamento para implantação<sup>14</sup>.

Com respeito à formatação do **TIBI** para operação a preço de custo, tem-se discutido um mecanismo versátil, que ainda depende de aprovação da CVM, mas que aparece como perfeitamente correto, do ponto de vista da legislação, ainda que não supere os problemas de risco do investidor, sendo inovador somente com respeito à forma.

---

12 Para diminuir riscos de paralisar o empreendimento, por falta de recursos a meio caminho, poderá o empreendedor apresentar alguma garantia "stand by" de subscrição de títulos a se emitir, para que os investidores das primeiras séries tenham algum tipo de segurança de que o termo da implantação será alcançado.

13 Lembro que esta incerteza, ainda que transpareça como a mais grave, pode não sê-la. Na medida em que ela poderá provocar a paralisação do empreendimento pela falta de recursos a meio caminho da implantação, trata-se de um risco grave, mas, se tomarmos um empreendimento de base imobiliária como referência, fatores de risco, associados à quebra de desempenho ou a quebra de mercado na operação do empreendimento, podem se refletir de forma muito mais grave na qualidade do investimento.

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

14 Esse risco poderá ser contido, com a imposição de algum seguro de performance, que garante um custo alvo limite para a **SPE**, mas aí, já estaremos derivando do preço de custo, para um misto deste sistema com o de preço fixado para implantação.

- Para reunir investidores num único momento, na subscrição dos títulos, estes terão um valor de face referencial e serão emitidos para integralização em datas futuras, que correspondem às etapas de andamento da implantação do empreendimento<sup>15</sup>. Cada título, terá associada uma determinada participação no empreendimento ao seu final ( $p\%$ ) e estes serão emitidos sempre em séries, de forma que a cada título corresponda somente uma data de integralização a vista, ainda que futura.
- Na data de sua integralização, o prego da subscrição será pago com ação de subscrição, correspondente à diferença entre o valor de face do título<sup>16</sup> e o valor que corresponder à aplicação da taxa de participação que este título tem no empreendimento ( $p\%$ ) sobre o valor estimado para desembolso no período de obras que segue, ajustado com a diferença entre o valor objeto do mesmo cálculo relativamente ao período anterior e as contas de implantação efetivamente pagas naquele período.

Esta forma exige, evidentemente, a figura de um gerenciador, que fará, em nome dos investidores, o controle dos custos e dispêndios na operação de implantação, como de resto, sempre ocorre, nas obras a preço de custo.

De outro lado, ela não resolve os riscos para os investidores com respeito ao nível de seus investimentos, na medida em que a implantação terá um custo aberto, nem mesmo, resolve o problema de paralisação do regime de custeio por falta de fundos de subscritores de títulos que, à época da integralização, não cumpram, com o pagamento do preço. Esta última situação libera o título para que seja subscrito por outro investidor, mas remete o problema para a necessidade do esforço de colocação continuado que, de resto, é um problema que, por qualquer via de securitização de empreendimentos ainda por implantar, existe.

- b. Num **FII**, o problema de produzir a prego de custo é equivalente e os riscos dos investidores da mesma ordem, somente que a dinâmica de geração de novas subscrições é mais simples, não havendo a necessidade de formatação de títulos de caráter diferente, nem mesmo, de conversão de títulos financeiros em de participação, pois a **COTA** sempre é um título exclusivamente de participação.

De outro lado, não há como oferecer interesses diferenciados para os primeiros aplicadores, relativamente aos últimos, em relação ao final do ciclo, de implantação, pois não se permite criar **COTAS** com qualquer tipo de privilégio nos **FII**.

---

15 O empreendedor definirá um regime de ingresso de recursos, que deverão estar antecipados em relação à sua necessidade para custeio - mensal, trimestral, etc. Entendo que um regime trimestral antecipado permite a implantação de rotinas competentes de controle dos custos, sem deixar os investidores expostos a riscos muito elevados, por estarem entregando recursos ainda não respaldados por obras em andamento.

16 Corrigido por um índice pré-determinado, sempre que legalmente permitido. Nestes primeiros tempos de uso do Real, temos o problema de só ser possível reajustes em ciclos anuais.

### 3.7. A RIGIDEZ NA OPERAÇÃO

Os empreendimentos securitizados são administrados: nas **SPE**, segundo critérios de gestão do empreendedor e nos **FII** da instituição financeira que o administra.

Isto significa que, mesmo que os investidores tenham algum tipo de acesso ou influência nos mecanismos de administração, os critérios que serão prevalentes para reger os destinos dos empreendimentos em operação e que são resolvidos segundo a dinâmica própria do negócio que se pratica na base imobiliária, serão aqueles usados pelos administradores<sup>17</sup> cabendo aos investidores que discordarem destes fazê-lo a posterior, quando muito provavelmente, os reflexos desses procedimentos já estejam consolidados, sem possibilidade de reversão.

Desta forma, quanto mais rígidos se puder fazer os métodos de gestão dos empreendimentos, fazendo com que a participação dos administradores se restrinja a implementar rotinas, mas não a formulá-las, mais garantidos estarão os investidores de que o empreendimento será conduzido segundo os preceitos que se formulara quando estes resolveram por investir.

---

17 Por exemplo, uma ação agressiva de marketing para incrementar vendas, das quais deriva a renda do proprietário do imóvel (**SPE** ou **FII**) não pode ser tratada em assembléia, mas deverá ser resolvida na rotina da administração e esse investimento poderá se refletir em mais resultado ou poderá fracassar.

Enquanto positivo este conceito, na medida em que controla arroubos do administrador, negativo no sentido de que pode manietá-lo para corrigir desvios de rota, provocados pela dinâmica resultante da inserção do empreendimento em conjunturas atípicas, onde podem ser exigidas providências ágeis, para ajustar o comportamento do empreendimento à realidade de seu mercado<sup>18</sup>.

Esta situação estará presente nos dois sistemas de securitização, todavia com uma grande diferença:

- nas **SPE** o empreendedor é controlador da sociedade e, na maioria das vezes, também investidor em **TIBI** e, ainda mais garantidor de renda mínima para os seus parceiros. Por esta razão, tem interesse em administrar com agilidade, pois seus rendimentos estão em jogo e pode ser penalizado por não alcançar um determinado nível de performance, pois terá ele que pagar parte do rendimento do investidor.
- nos **FII** o administrador é uma instituição financeira, cujos honorários de gestão não estarão presos à performance dos resultados do FII e, mais que não sofre nenhum tipo de penalidade por não levar os rendimentos do empreendimento acima de um patamar mínimo.

---

18 Por exemplo: como se comportaria um administrador que vê os lojistas de um shopping center securitizado aumentarem seu nível de inadimplência no pagamento das locações e até de reembolso de despesas de condomínio, porque as vendas estão frágeis? O correto e eficaz seria, já que o proprietário do shopping é parceiro dos lojistas, reduzir os pisos dos aluguéis e empreender programas agressivos de promoção, para buscar, pelo incremento das vendas, reaver estas "perdas" pela via dos "overage".

Numa operação securitizada, como se comportariam os investidores, ao verificar que o administrador reduziu valores contratados? Exigiram que este pagasse as diferenças verificadas, por ter extrapolado suas funções, ou então, que este convocasse assembléia para tratar o tema? Que empreendimento poderia sobreviver, nos conflitos de mercado, a tal morosidade para decisão de alteração de rumos?

Ainda quanto ao tema eficiência na administração e sua rigidez, é importante lembrar que os **FII** não podem explorar empreendimentos, a não ser para venda ou arrendamento. Então, a participação do seu administrador na solução de problemas que exigem velocidade de troca de posições e muito reduzida em determinados casos, porque não tem acesso às rotinas diárias de condução do negócio, mas só através do controle periódico sobre a ação do especialista contratado para administrar<sup>19</sup>.

Nas securitizações via **TIBI**, a tendência é que o empreendedor, controlador da **SPE**, seja exatamente um especialista na exploração do empreendimento, o que garante para o investidor agilidade e dinamismo na administração, em seu próprio benefício.

A contrapartida da rigidez, que pode ser nestes exemplos negativa, é a segurança que o investidor não estará sujeito a posturas especulativas do administrador.

Nos **FII**, pela rigidez da sua formatação, o investidor terá a tranquilidade de que as rotinas de gestão serão conservadoras, no sentido, de que o administrador não terá mecanismos e autoridade de enveredar por rotas que podem resultar em sucesso, mas que estão sujeitas a riscos acima do que se esperava quando o investimento foi colocado. De outro lado, a instituição financeira administradora não será especialista na condução do empreendimento securitização, tendo, obrigatoriamente, que se valer da contratação de gerenciamento especializado, o que enrijece a postura de gestão, já que a administração específica dos conflitos diários estará terceirizada.

---

19 Por exemplo, num hotel, ou hospital, o **FII** deverá contratar um especialista, por arrendamento, de forma que este terá controle direto sobre diárias, custos de operação, etc. Então, se o arrendamento for contratado com renda variável, em função do desempenho do empreendimento, o administrador do **FII** será agente passivo na correção de rumos, quando a situação de mercado assim o exigir.

Nas **SPE** podem ocorrer situações inconvenientes, quando o administrador tiver uma participação pequena como investidor e honorários elevados como administrador, podendo aí, buscar riscos altos, que o premiam como administrador, mas que pouco o penalizam como investidor se suas ações fracassarem. Para esta hipótese, a proteção via garantia de renda mínima para os **TIBI** é eficiente. Entretanto, se aqui há o risco do administrador especular, o investidor tem a segurança de que esse será mais conhecedor dos riscos que toma do que o administrador de um **FII**, que instituição financeira, terá que se apoiar sempre em preceitos e critérios do seu gerenciador.

Como se vê, sempre haverá aspectos positivos e negativos no tema da rigidez, de sorte que não se define um método de gestão que seja de risco "zero". O que parece é que nas **SPE**, pela maior aproximação do administrador com a operação do empreendimento, a possibilidade de que se tenha uma gestão mais eficaz é maior, ainda que a depender do comportamento do empreendedor nesta posição, ela possa se marcar por riscos mais elevados, dos quais, contudo, poderá os investidores estar protegidos, pelo conceito de garantia de renda mínima.

#### 4. CONCLUSÃO

Concluo por resumir os aspectos mais relevantes deste texto.

- Os mecanismos de securitização apresentam, neste momento, como o veículo que representa, claramente, o caminho mais sólidos para dar suporte à produção no setor da construção civil, especialmente para os empreendimentos de base imobiliária.
- Para os empreendimentos imobiliários, que deixei em plano secundário neste texto, há que se considerar os financiamentos para comercialização, que só se de longo prazo, servem para garantir a liquidez dos produtos. Isso representa um índice à securitização, na medida em que se deverá, aí, buscar investidores interessados em aplicações com maturação lenta, mesmo que se possa dizer que os empreendimento de base imobiliária também o são.

A diferença aqui, me parece de ordem conceitual, pois o que se verifica no mercado é que há investidores para operações de base imobiliária, mesmo que o "pay-back" desses investimentos possa ser longo, na medida em que o lastro imobiliário, que, ainda mais, tende a crescer de valor no tempo, sustenta urna suposta segurança. Nos empreendimentos imobiliários, se se financia a comercialização no ambiente da securitização, o que se tem, a partir de um certo momento, é uma operação exclusivamente financeira e posicionada em rendas baixas, sem a alternativa de valorização de lastro e de eventuais "prêmios" relacionados com incrementos de renda para as situações em que o desempenho da operação seja favorecido, como ocorre nos empreendimentos de base imobiliária.

Poderíamos explorar o conceito de que **FIs** abertos<sup>20</sup> poderiam constituir um veículo extremamente interessante para se especializar em financiar a comercialização, pois se constituiriam em verdadeiras "cadernetas de poupança", com rentabilidade moderada, mas de risco muito baixo<sup>21</sup>.

---

20 **FIs** abertos hoje são proibidos no Brasil.

21 Na realidade, um procedimento como este pode ser alcançado com a formatação de **TIBI** de securitização de recebíveis, colocados no mercado por instituições dispostas a fazer o papel de "market maker" dos títulos, dando a eles liquidez num padrão de rentabilidade abaixo da carteira de recebíveis, mas certamente, acima da poupança. Outra possibilidade é constituir um Fundo de Renda Fixa que trabalhe exclusivamente, nas faixas de aplicação não obrigatórias, com **TIBI** de securitização de recebíveis, havendo aqui só que cuidar dos limites regimentais de concentração de aplicação.



- Os dois vetores de securitização, **COTAS-FII** e **TIBI-SPE** tem características equivalentes do ponto de vista da captação de recursos de investimentos para implantação de empreendimentos imobiliários e de base imobiliária e as suas diferenças se situam na posição de riscos do empreendedor e de garantias para os investidores.
- Para os empreendimentos de base imobiliária, via **FII** o empreendedor se libera dos riscos do empreendimento após a sua implantação e via **SPE** este ficará ligado ao funcionamento do empreendimento. Para empreendedores que busquem produzir para vender, a solução **FII** é mais ágil e para os que são especialistas e pretendem aglutinar capitais de investimento como parceiros nos seus negócios, a solução **SPE** está mais próxima de atendê-los.
- Para os empreendimentos imobiliários, sempre que se resolva o problema dos financiamentos para comercialização, o posicionamento do empreendedor nos dois vetores é equivalente, pois a sua principal função será a de conduzir o empreendimento por contratos de implantação até o final da comercialização. Sua postura como investidor poderá estar coberta na aquisição de **COTAS FII** ou de **TIBI**.
- Os investidores em empreendimentos imobiliários, ou de base imobiliária, estarão mais protegidos em **SPE** do que em **FII** pois os mecanismos de conversão, garantia de renda e resgate de investimentos só por este vetor podem ser formatados, por proibição legal, hoje existente no Brasil, no caso dos **FII**.
- Para trânsito de mercado, os **TIBI**, por carregar um valor de face ajustado, tem maior suporte que as **COTAS FII**, cujo valor das transações em bolsa serão seu referencial de valor, estando estas assim, mais sujeitas a procedimentos especulativos que os **TIBI**. Trata-se da mesma diferença entre a circulação de debêntures emitidas por uma empresa e a das suas ações.

- Através de **FII** ficará mais prático penetrar em diversos empreendimentos securitizados, com um único título de investimento, com o objetivo de se constituir um portfólio com menor concentração de riscos. Via **TIBI** isto também será possível, mas sem que se estabeleça um sistema prático para conversão<sup>22</sup>, o que retira uma importante vantagem deste vetor.

De outro lado, pela via da securitização, poderá se levar o investidor a ter uma grande identidade com seu investimento, pelo conceito de concentrar a securitização num único negócio. Aqui, a visibilidade é extremamente positiva, se compararmos esta forma de investir com outros produtos do mercado financeiro e de capitais. Por estes caminhos, o investidor pode acompanhar com muita segurança e proximidade o desempenho do seu investimento, o que não é o caso de ações, por exemplo.

- Há o princípio de que, para segurança dos investidores, os empreendimentos securitizados deverá penetrar nos seus ambientes acompanhados de *contratos de implantação* firmados com o empreendedor. Evidente que, para estes, isso representará riscos.

Existem possibilidades de se fazer securitizações com contratos de implantação a preço de custo, que tiram riscos do empreendedor, passando-os para os investidores, restando, evidentemente a discussão se os títulos assim formatados terão possibilidade de transitar facilmente pelo mercado. Há soluções disponíveis, mas só se reconhecerá sua validade quando estiverem oferecidas para colocação, o que até este momento ainda não ocorreu.

---

22 Já deixei marcado, no texto que, em tese, muitas soluções poderão ser encontradas via **TIBI**, inclusive para este assunto, somente que a sua complexidade operacional poderá limitar a capacidade de trânsito do título no mercado.

- Para finalizar, ressalto que os empreendimentos de base imobiliária, com menos risco c os imobiliários com mais, tem seu desempenho sujeito à imagem de qualidade das marcas dos envolvidos na sua implantação, operação e gerenciamento, sendo que a transação do momento de investir para o de receber renda se faz por um determinado contrato para implantação, cujo andamento sem conflitos é fator relevante para que se chegue a um born desempenho.

Os recursos de investimento, na maioria dos casos, são aglutinados para dar sustentação à implantação do empreendimento, o que significa que a análise de qualidade, que dará ao investidor os indicadores para sua decisão de investir, é processada sob controle do empreendedor - **SPE** ou de instituição financeira - **FII** e feita com a imposição de cenários de comportamento do empreendimento, que refletem expectativas por esses induzidas.

Esse elemento tem vital importância para que o investidor potencial possa aferir a qualidade do que se propõe, pois é a avaliação crítica destes estudos de viabilidade e de qualidade do empreendimento que lhe permitirá concluir se a proposta de investimento que recebe está suportada por alguma fantasia, ou por cenários resultantes de posturas apoiadas pelo rigor técnico exigido<sup>23</sup>. Aqui, não deverá o investidor buscar apoio na marca do consultor que eventualmente assina os estudos, mas num agudo questionamento sobre a formatação dos cenários propostos e, de forma muito profunda, na identificação de como estão processadas as análises de risco relativas ao empreendimento<sup>24</sup>, mostrando como se deformará a sua qualidade, se desvios de comportamento ocorrem, em relação às hipóteses contidas no cenário esperado.

---

23 É lamentável atestar que tenho encontrado análises de empreendimentos de qualidade incompatível com um mínimo que se exigiria para que pudessem suportar empreendimentos, principalmente os de longa maturação.

24 Em cada, texto que escrevo sobre análise de empreendimentos e em cada documento técnico que subscrevo o leitor sempre encontrará a referência de que não há análise de viabilidade ou de qualidade (para estes casos de securitização o termo correto é qualidade), se não estiver acompanhada por uma contundente análise de riscos, que contém o cerne do conjunto de informações necessárias para que qualquer investidor possa decidir.

Não se toma decisões de investimento, de nenhuma ordem, pela emulação ou fantasia que possam estar sendo vertidas das análises em cenários de expectativa de comportamento, mas pela solidez com que estas venham se revestir pela via das análises de risco.

Para que os investidores encontrem, por estes canais, oportunidade de buscar boa rentabilidade com baixos riscos, há que se considerar que empreendedor, administrador e gerenciador compreendem um trinômio de qualidade, cujo referencial se apoiará na sua solidez empresarial, nas suas marcas e na identificação da inequívoca capacitação para exercer suas funções no empreendimento.

A esse trinômio de juntará, não exclusivamente a marca do consultor que subscreve os estudos de qualidade do empreendimento, na forma securitizada, mas principalmente, o produto de sua atuação, que é típica, mas se situa num momento especial e único, com a função de dar ao investidor, via essa análise de qualidade, apoiada exclusivamente numa simulação de comportamento do empreendimento quando estiver, no futuro, em operação, os indicadores que permitam que proceda a uma análise crítica sobre a oportunidade de investimento que se lhe oferece.

Estes últimos parágrafos refletem, evidentemente, uma profissão de fé, que espero, o leitor entenda como a exposição de uma crença sincera, que pratico com a segurança de quem vê a ação empresarial dominante no setor da construção civil, especialmente na área de empreendimentos, ser a de buscar posturas inovadoras, para enfim, substituir a imagem de especuladores pela de verdadeiros empresários.

*São Paulo, maio de 1994.*

## BOLETIM TÉCNICO - TEXTOS PUBLICADOS

### TECHNICAL BULLETIN - ISSUED PAPERS

- BT 01.A/86 - Ação do Incêndio sobre as Estruturas de Concreto Armado / The Effect of Fire on Reinforce Concrete - FRANCISCO R. LANDI
- BT 01.B/86 - Ação do Incêndio sobre as Estruturas de Aço / The Effect of Fire on Steel - FRANCISCO R. LANDI
- BT 02/86 - Argamassas de Assentamento para Paredes de Alvenaria / Resistant Masonry Mortar for Structural Brickwork - FERNANDO H. SABBATINI
- BT 03/86 - Controle de Qualidade do Concreto / Quality Control of die Concrete - PAULO R. L. HELENE
- BT 04/86 - Fibras Vegetais para Construção Civil - Fibra de Côco / Vegetable Fibers for Building - Coir Fibers – HOLMER SAVASTANO JR.
- BT 05/86 - As Obras Públicas de Engenharia e a sua Função na Estruturação da Cidade de São Paulo / The Public Works of Civil Engineering and its Function on Structuring the City of São Paulo - WITOLD ZMITROWICZ
- BT 06/86 - Patologia das Construções. Procedimentos para Diagnóstico e Recuperação / Building B. Pathology. Diagnosis and Recovering Procedures - N. B. LICHTENSTEIN
- BT 07/86 - Medidas Preventivas de Controle de Temperatura que Induz Fissuração no Concreto Massa / Preventive Measurements to Control the Temperature which Produces Cracking in Mass Concrete - GEORGE INOUE
- BT 08/87 - O Computador e o Projeto do Edifício / The Computer and The Building Design - FRANCISCO F.CARDOSO
- BT 09/87 - Porosidade do Concreto / Concrete Porosity - VICENTE C. CAMPITELI
- BT 10/87 - Concretos Celulares Espumosos / Lightweight Concrete : Foam Concrete - OSWALDO FERREIRA
- BT 11/87 - Sistemas Prediais de Distribuição de Água Fria - Determinação das Vazes de Projeto / Building Cold Water Supply Systems - Design Flowrates Determination - MOACYR E.A. GRAÇA, ORESTES GONÇALVES
- BT 12/87 - Estabilização de Solos com Cimentos Pozolinos / Soil Stabilization with Pozzolanic Cements - ALEX KENYA ABIKO
- BT 13/87 - Vazes de Projeto em Sistemas Prediais de Distribuição de Água Fria - Modelo Probabilístico para Microcomputadores / Design Flowrates in Building Cold Water Supply System - Probabilistic Model for Microcomputers - MOACYR E. A. GRAÇA, ORESTES GONÇALVES
- BT 14/87 - Sistemas Prediais de Coleta em Esgotos Sanitários: Modelo Conceitual para Projeto / Building Drainage Systems: A Conceptual Approach for Design - MOACYR E.A. GRAÇA, ORESTES GONÇALVES
- BT 15/87 - Aplicação do Método de Simulação do Desempenho Térmico de Edificações / Application of Building Thermal Performance Method - VIRGINIA ARAÚJO
- BT 16/87 - A Representação do Problemas de Planejamento do Espaço em Sistemas de Projeto Assistido por Computador / Space Planning Problem Representation on Computer Aided Design Systems - M. C. R. BELDERRAIN
- BT 17/87 - Aspectos da Aplicabilidade do Ensaio, de Ultra-Som em Concreto / Aplicability of Ultra Sound Test in Concrete - L. T. HAMASSAKI
- BT 18/87 - O uso da Grua na Construção do Edifício / The Use of The Tower Crane in Building - N. B. LICHTENSTEIN
- BT 19/87 - A Adição de Fibras em Concreto de Baixo Consumo de Cimento e Análise da Fissuração devido à Retração / Fiber Reinforcement for Low Cement Contend Concretes and Analysis of Their Cracking due to Shrinkage - FRANCISCO DANTAS, VAHAN AGOPYAN
- BT 20/88 - Desempenho de Alvenaria h Compressio 1 Compression Performance of Masonry - LUIZ StRGIO FRANCO
- BT 21/88 - A Análise dos Liminares em Planejamento Urbano / Threshold Analysis in Urban Planning - JOSÉ L. C. RONCA, WITOLD ZMITROWICZ
- BT 22/88 - O Solo Criado - Sistemática para Avaliação do Preço / Systematic Procedures to Appraise the Value of a "Created Lot" - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 23/90 - O Conceito de Taxa de Retorno na Análise de Empreendimentos (Uma Abordagem Crítica) / A Rate of Return in Projete Analysis (A Critical Approach to the Problem) - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 24/90 - (BE 01/87): Carta do Brasília - FIGUEIREDO FERRAZ
- BT 25/90 - O Preço das Obras Empreitadas - análise e modelo para sua formação / The Price in Construction - analysis and a simulator for calculation - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 26/90 - Sistemas de Informação para o Planejamento na Construção Civil - Gênese e Informatização - Information Systems for Planning in Civil Engineering - Genesis and Computer Aid Systems - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 27190 - Gerenciamento na Construção Civil - Uma Abordagem Sistêmica / Construction and Business Management in Civil Engineering - A Systemic Approach - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 28/90 - Recursos para Empreendimentos Imobiliários no Brasil Debêntures e Fundos / Funds Real State Developments in Brasil - Debentures & Mutual Funds - JOÃO R. LIMA JR.
- BT 29190 - O Desenvolvimento Urbano: A Europa não Romana / Urban Development: Non-Romam Europe – WITOLD ZMfiROWICZ
- BT 30/91 - Avaliação do Risco nas Análises Econômicas do Empreendimentos Habitacionais / Risk Analysis in Economic Evaluation for Residential Building Projects - JOAO R. LIMA JR.

- BT 31/91 - Tendências Atuais na Formação dos Engenheiros Civis - O Vetor da Modernidade e a Abordagem do Gerenciamento Civil / Engineering Graduation Tendencies Modern Trends and Business Administration Teaching - JOAO R. LIMA JR.
- BT/PCC/32 - Desenvolvimento do Métodos, Processos e Sistemas Construtivos - FERNANDO H. SABBATINI, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/33 - A Laje Composta na Construção Civil - UBIRACI E. L. SOUZA, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/34 - Formulação do Modelo Computacional para Análise de Redes de Hidrantes - LUIZ B. M. LATERZA, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/35 - Resistência ao Fogo, de Estruturas de Aço de Edifícios: Quando é Possível Empregar Perfis sem Proteção - SILVIO B. MELHADO, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/36 - Shopping Centers: Uma Abordagem do Dimensionamento do Potencial e das Áreas de Venda - ELIANE MONETTI, JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/37 - Alternativas do Projeto de Instalações Prediais de Gás em Edificações Habitacionais - EDUARDO IOSHIMOTO, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/38 - Estudo dos Parâmetros Relacionados com a Utilização de Água Quente em Edifícios Residenciais - MARINA S. O. ILHA, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/39 - Dosagem de Argamassas de Cimento Portland e Cal para Revestimento Externo de Fachada de Edifícios - SILVIA M. S. SELMO, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/40 - Estudo das Correlações entre Resistências e Compressão de Paredes e Prismas de Alvenaria Estrutural Cerâmica Não Armada submetidos a Esforços de Compressão Axial - MÔNICA SIBYLLE KORFF MULLER, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/41 - Perspectivas de Superfícies Polidricas Auxiliadas por Computador - ANA MAGDA A. CORREIA, SÉRGIO F. GONTIJO DE CARVALHO
- BT/PCC/42 - Estudo do Escoamento em Condutos Horizontais de Sistemas de Coleta de Esgotos Sanitários de Edifícios Residenciais - LÚCIA HELENA DE OLIVEIRA, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/43 - Estudos da Microestrutura da Zona de Transição entre a Pasta de Cimento e o Agregado - VLADIMIR ANTONIO PAULON, PAULO J. M. MONTEIRO
- BT/PCC/44 - Tecnologia de Produção de Contrapisos para Edifícios Residenciais e Comerciais - MERCIA MARIA S. BOTTURA DE BARROS, FERNANDO H. SABBATINI
- BT/PCC/45 - Crescimento Populacional, Urbanização e Desenvolvimento - JOSÉ CARLOS DE FIGUEIREDO FERRAZ
- BT/PCC/46 - A Concentração Urbana e as Implicações Ambientais - JOSÉ CARLOS DE FIGUEIREDO FERRAZ
- BT/PCC/47 - Usos, Funções e Propriedades das Argamassas Mistas Destinadas ao Assentamento e Revestimento de Alvenarias - FREDERICO AUGUSTO MARTINELLI, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/48 - A Influência da Relação Água-Gesso nas Propriedades Mecânicas do Fibrogresso - IVANA S. S. DOS SANTOS, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/49 - Controle de Qualidade na Indústria de Pré-fabricados - PÚBLIO P. F. RODRIGUES, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/50 - Urbanização e Controle de Enchentes - O Caso de São Paulo: Seus Conflitos e Inter-relações - MARIA DE S. B. OSTROWSKY, WITOLD ZMITROWICZ
- BT/PCC/51 - Industrialização da Construção e Argamassa Armada: Perspectivas do Desenvolvimento - PAULO E. F. DO CAMPOS, JOÃO B. DO HANAI
- BT/PCC/52 - As Áreas Habitacionais Populares nas Cidades Médias Paulistas: O Caso de Limeira - SILVIA. A. M. GONÇALVES PINA, SUZANA P. TASCHNER
- BT/PCC/53 - As Relações entre a Legislação do Uso e Ocupação do Solo e o Espaço Urbano Local: Subsídios para o Planejamento dos Bairros - ISAURA R. F. PARENTE CAMPANA, CANDIDO MALTA C. FILHO
- BT/PCC/54 - Janelas de PVC Rígido: Características da Qualidade - VERA DA CONCEIÇÃO FERNANDES, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/55 - Um Ensaio Acelerado para a Previsão da Resistência à Compressão de Cimento Portland Comum Utilizando Energia de Microondas - EMIR CESAR MAIDA, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/56 - Sensoriamento Remoto Via Orbital Aplicado a Estudos Urbanos - MARIA AUGUSTA JUSTI PISANI, WITOLD ZMITROWICZ
- BT/PCC/57 - Controle do Desenvolvimento através da Determinação de Padres Espaciais Urbanos - VERA LÚCIA BLAT MICILIORINI, GILDA COLLET BRUNA
- BT/PCC/58 - Avaliação Experimental da Corrosão de Armaduras em Concreto Utilizando a Técnica de Medida dos Potenciais do Eletrodo - OSWALDO CASCU DO MATOS, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/59 - Gerenciamento da Demanda e Consumo de Energia Elétrica para Aquecimento de Água em Habitações de Interesse Social - RACINE TADEU ARAUJO PRADO, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/60 - Fôrmas para Concreto Armado - Aplicação para o Caso do Edifício - HERMES FAJERSZTAIN, FRANCISCO R. LANDI
- BT/PCC/61 - Avaliação do Desempenho de Sistemas Construtivos Inovadores Destinados a Habitações Térreas Unifamiliares - Desempenho Estrutural - CLAUDIO VICENTE MITIDIERI FILHO, DANTE FRANCISCO VICTORIO GUELPA
- BT/PCC/62 - Método para Gerenciamento de Empreendimentos Imobiliários - EMILIO RACHED ESPER KALLAS, FRANCISCO R. LANDI
- BT/PCC/63 - Contribuição ao Estabelecimento dos Parâmetros para Dosagem e Controle dos Concretos de Cimento Portland - PAULO R. L. HELENE, FRANCISCO R. LANDI

- BT/PCC/64 - Caracterização do Agregado Leve, Obtido a partir do Lodo do Esgoto da Cidade do Londrina - GILSON MORALES, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/65 - Uma Abordagem sobre o Estado da Arte da Microsilica - MARCIA FANTINATO DE MORAES, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/66 - O Fator Humano - A Motivação do Trabalhador da Construção Civil - ARGIO DO RP5GO BARROS MACHADO, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/67 - Látex Estireno-Butadieno - Aplicação em Concretos do Cimento e Polímero - MARCOS STORTE, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/68 - Estudos para o Desenvolvimento do um Concreto Expansivo - SELMO CRAPIRA KUPERMAN, PÉRICLES BRASILIENSE FUSCO
- BT/PCC/69 - Corrosão das Armaduras do Concreto: Mecanismos e Controle - ROBERTO FERNANDO DOS SANTOS FARIAS, YASUKO TEZUKA
- BT/PCC/70 - Estudo para Identificação e Avaliação do Parâmetros do Projeto do Bacias Sanitárias do Ação Sifônica tendo em vista a Redução do Consumo de Água - ADILSON LOURENÇO ROCHA, FRANCISCO R. LANDI.
- BT/PCC/71 - Pintura a Base do Cal - KAI LOH UEMOTO, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/72 - Comportamento e Flexão de Placas de Argamassa Armada com Fibras de Aço Onduladas - LAÉRCIO FERREIRA E SILVA, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/73 - Verificação de algumas Propriedades do Argamassas com Saibro da Região de Uberlândia para Assentamento de Tijolos Cerâmicos - MARILDA BARRA DE OLIVEIRA, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/74 - Adaptação do Método do Medida da Água Quimicamente Ligada, para Avaliação da Hidratação em Pastas de Cimento Portland - MANUEL VITOR DOS SANTOS, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/75 - Indicadores do Qualidade dos Serviços e Infra-Estrutura Urbana do Saneamento - CARLOS MELLO GARCIAS, NELSON L. R. NUCCI
- BT/PCC/76 - O Aproveitamento de Lã de Vidro Residual em Matriz de Gesso - OSVANDO BRAGA JÚNIOR, FRANCISCO DE ASSIS SOUZA DANTAS
- BT/PCC/77 - Determinação das Tensões do Origem Térmica para Indução do Juntas do Contração em Barragens do Concreto Compactado a Rolo - GEORGE INOUE, YASUKO TEZUKA
- BT/PCC/78 - Desenvolvimento do Componentes para Edificações: Blocos Cerâmicos de Vedação - DÉBORAH MARTNEZ DE MATTOS, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/79 - Patologia por Ação Térmica em Coberturas do Edifícios Habitacionais - ADMIR BASSO, FRANCISCO R. LANDI
- BT/PCC/80 - A Contratação de Gerenciamento na Construção Civil: Uma Abordagem Sistêmica - GILBERTO RICARDO SCHWEDER, JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/81 - Considerações sobre algumas Propriedades dos Concretos Celulares Espumosos - FERNANDO JOSÉ TEIXEIRA FILHO, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/82 - Zoneamento: Qual é o seu Poder de Transformar o Espaço Urbano? - CLAUDIA DE BARROS MARCONDES, GILDA COLLET BRUNA
- BT/PCC/83 - Comportamento de Argamassas com e sem Microsilica Imersas em Ácidos Orgânicos - CLAUDIO KERR DO AMARAL, YASUKO TEWKA
- BT/PCC/84 - Influência da Finura e da Porcentagem do Adição do Escória do Alto Forno na Estrutura das Pastas do Cimento Portland do Alto Forno - ANTONIO LUIZ GUERRA GASTALDINI, YASUKO TEZUKA
- BT/PCC/85 - Argamassas Reforçadas com Fibras do Sisal - Comportamento Mecânico e Flexão - ARNALDO CARDIM DE CARVALHO FILHO, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/86 - Controle da Microestrutura para o Desenvolvimento do Concretos do Alto Desempenho - PAULO JOSÉ MELARAGNO MONTEIRO
- BT/PCC/87 - Aplicação do Projeto Assistido por Computador ao Projeto do Arquitetura: um Sistema do Apoio a Alocação do Espaço - MÁRIO MASAGÃO ANDREOLI, DANTE FRANCISCO VICTORIO GUELPA
- BT/PCC/88 - Caracterização da Zona do Transição entre Fibras e Pasta do Cimento Portland - HOLMER SAVASTANO JR., VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/89 - Contribuição ao Estudo da Viabilidade Técnica da Utilização do Basaltos Desagregáveis como Agregado para Concreto Massa - DANILO AGUILLAR FILHO, YASUKO TEZUKA
- BT/PCC/90 - Habitações para a Classe Média. Escolha do um Método Construtivo Adequado às Condições do Interior do Estado do São Paulo. Microrregião do Jahu - ADONIS MAITINO FILLHO, SAVÉRIO ANDREA FELICE ORLANDI
- BT/PCC/91 - Influência do Uso do Dispositivos do Admissão do Ar no Comportamento Hídráulico-Pneumático dos Sistemas Prediais do Coleta do Esgotos Sanitários do Edifícios Residenciais - VERA MARIA CAETANA FERNANDES, ORESTES GONÇALVES
- BT/PCC/92 - Concreto Projetado: O Controle do Processo de Projeção - ANTONIO DOMINGUES DE FIGUEIREDO, PAULO HELENE
- BT/PCC/93 - A Experiência das Operações Interligadas em São Paulo - VERA LÚCIA BLAT MIGLIORIM, VIVIANE PALOMBO CONCÍLIO, ALEX KENYA ABIKO
- BT/PCC/94 - Implementação da Racionalização Construtiva na Fase do Projeto - LUIZ SÉRGIO FRANCO, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/95 - BDI nos Preços das Empreitadas - Uma Prática Frágil - JOÃO R. LIMA JR
- BT/PCC/96 - Proposições para o Ensino do Curso do Engenharia Civil da Escola Politécnica da USP - IDONE BRINGHENTI, MILTON VARGAS

- BT/PCC/97 - Concreto de Alta Resistência com Cimento Portland do Alto Forno - FERNANDO LORDELLO DOS SANTOS SOUZA, FRANCISCO DE ASSIS SOUZA DANTAS
- BT/PCC98 - Alvenaria Estrutural não Armada do Blocos do Concreto: Produção do Componentes e Parâmetros do Projeto - JONAS SILVESTRE MEDEIROS, FERNANDO H. SABBATINI
- BT/PCC/99 - Securitização do Portfolios do Base Imobiliária - JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/100 - A Evolução Histórica das Instalações Hidráulicas - FRANCISCO R. LANDI
- BT/PCC/101 - Um Modelo para Avaliação dos Efeitos do Impacto Ambiental no Valor Imobiliário e sua Aplicação com o Estudo do Caso da Usina do Compostagem, do Lixo da Vila Leopoldina - ROBINSON ANTONIO VIEIRA BORBA, WITOLD ZMITROWICZ
- BT/PCC/ 102 - A Tomada de Decisões Estratégicas no Segmento do Empreendimentos Residenciais: Uma Sistemática do Análise - CLÁUDIO TAVARES DE ALENCAR, JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/103 - Estudo sobre o Dimensionamento do Sistemas Prediais do Drenagem do Águas Pluviais do Coberturas e Pequenas Áreas Pavimentadas - CLEONICE DEL CONTI, MOACYR EDUARDO ALVES DA GRAÇA
- BT/PCC/104 - Sistemas da Qualidade na Construção do Edifícios - FLÁVIO AUGUSTO PICCHI, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/105 - Análise do Decisões na Incerteza Aplicada ao Planejamento Econômico-Financeiro na Construção Civil - ROBERTO SARQUIS BERTÉ, JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/106 - Métodos do Programação do Empreendimentos: Avaliação e Critérios para Seleção - SÉRGIO ALFREDO ROSA DA SILVA, DANTE FRANCISCO VICTÓRIO GUELPA
- BT/PCC/107 - Concreto Projetado com Adição do Microssilica - MARISTELA GOMES DA SILVA, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/108 - Estudo do Fissuras em Paredes do Tijolos do Solo-Cimento Destinadas a Edificações Habitacionais - AURINILCE APARECIDA PORT DO NASCIMENTO, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/109 - Durabilidade das Estruturas do Concreto Aparente em Atmosfera Urbana - PAULO FERNANDO A. SILVA, JOÃO GASPAR DJANIKIAN
- BT/PCC/110 - Planejamento do Produto no Mercado Habitacional - JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/111 - Construção Habitacional por Mutirão. Gerenciamento e Custos - LUIZ REYNALDO DE AZEVEDO CARDOSO, ALEX KENYA ABIKO
- BT/PCC/112 - Estudo da Habitação Rural e do Uso do Espaço Interno-Externo, pelo Pequeno Produtor e Proprietário Rural. O Caso de Babilônia (São Carlos-SP). Visão do Ponto do Vista Sócio-Cultural - ANDREA PICCINI, MARIA RUTH AMARAL DE SAMPAIO
- BT/PCC/113 - Concreto do Elevado Desempenho: Estudo da Aderência com a Armadura - VITOR ANTONIO DUCATTI, VAHAN AGOPYAN
- BT/PCC/114 - Resistência à Compressão do Cimentos segundo três Distintos Métodos do Ensaio - HUGO DA COSTA RODRIGUES FILHO, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/115 - Características do Cimento Portland do Alto-Forno - MARIO WILLIAM ESPER, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/116 - Revendo Modelos Habitacionais Induzidos pelas Exigências Legais - RICARDO DE SOUSA MORETTI, WITOLD ZMITROWICZ
- BT/PCC/ 117 - O Processo Diagenético e sua Aplicação na Obtenção do Aglomerantes para a Construção Civil - CLÁUDIO SBRIGHI NETO, PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/118 - Concreto Projetado por Via Seca: Metodologia do Dosagem - LUIZ ROBERTO PRUDÊNCIO JR., PAULO R. L. HELENE
- BT/PCC/119 - Prognóstico de Ruído de Instalações Prediais Hidráulicas Sanitárias - JOSÉ GERALDO QUERIDO, SYLVIO REYNALDO BISTAFA
- BT/PCC/120 - Qualidade na Construção Civil. Conceitos e Referenciais - JOÃO R. LIMA JR.
- BT/PCC/121 - Fatores Determinantes da Iniciação e Preparação da Corrosão da Armadura do Concreto - ENIO J. PAZINI FIGUEIREDO, PAULO R. L. HELENE, CARMEN ANDRADE
- BT/PCC/122 - Política Habitacional na França: Locação Social e Villes Nouvelles - ALEX KENYA ABIKO, LUIZ FERNANDO GÓES, MARIO ANTONIO F. BARREIRO
- BT/PCC/123 - Política Habitacional e Tecnologia na Inglaterra - VIVIANE PALOMBO CONCÍLIO, VERA LÚCIA BLAT MIGLIORINI, ALEX KENYA ABIKO
- BT/PCC/124 - Reivindicações em Contratos de Empreitada no Brasil - VERÔNICA DE ANDRADE PEDROSA, JOÃO DA ROCHA LIMA JR.
- BT/PCC/125 - A Política Habitacional Brasileira e a Expectativa de Produtividade de Capital na Produção de Unidades Habitacionais - EDUARDO PIZA PEREIRA GOMES, JOÃO DA ROCHA LIMA JR.
- BT/PCC/126 - Política Empresarial e Diretrizes de Ação - JOÃO DA ROCHA LIMA JR.
- BT/PCC/127 - Fundos Imobiliários - Valor do Portfolio - JOÃO DA ROCHA LIMA JR.
- BT/PCC/128 - Urbanização de Favelas em Diadema, no Período de 1983 a 1988 - MARCO ANTÔNIO PLÁCIDO DE ALMEIDA, ALEX KENYA ABIKO
- BT/PCC/129 - Escória de Alto Forno: Estudo Visando seu Emprego no Preparo de Argamassas e Concretos - JOÃO CARLOS MARQUES, CARLOS EDUARDO DE SIQUEIRA TANGO



**Escola Politécnica da USP - Deptº de Engenharia de Construção Civil  
Edifício de Engenharia Civil - Av. Prof. Almeida Prado, Travessa 2  
Cidade Universitária - CEP 05508-900 - Caixa Postal 61548 - São Paulo - SP  
Telex: (011) 81266 - Fone: (011) 818-5234 - Fax: (011) 211-4308**

Rocha Lima Jr., João da

Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária / J. da Rocha Lima Jr. -- São Paulo : EPUSP, 1994.

33p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/130)

1. Construção civil - Administração 2. Mercado imobiliário I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II. Título III. Série

CDU 69.008  
332.72