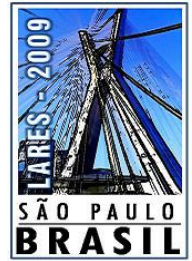




9ª Conferência Internacional da LARES

REAL ESTATE E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA



RISK ANALYSIS IN REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS AND CONCEPTS OF CORPORATE GOVERNANCE

FERREIRA, Fernanda Maria

Mestranda do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP,
fernanda.maria@poli.usp.br

ALENCAR, Claudio Tavares

Doutor em Engenharia, Professor do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola
Politécnica da USP,
claudio.alencar@poli.usp.br

SILVA, Sérgio Alfredo Rosa da

Doutor em Engenharia, Professor do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola
Politécnica da USP,
sergio.alfredo@pece.com.br

ABSTRACT

The paper presents a research of the theory on corporate governance and its applicability in Real Estate Investment Funds. Facing the crisis of subprime and derivatives, the item Corporate Governance takes emphasis. Item of fundamental importance in any operation, should never lose focus, much less be forgotten, but the items are not exactly of governance requirements. In the U.S. you can see now, a major concern and the search for rules and the obligation related topics in Brazil rare and little regulation requirements. The article seeks to identify the weak point of financial transactions, the lack of information. Even where there is awareness of the risks involved in the transaction by the investor. The governance is not only an organizational structure, it also involves the rules of information within and outside the corporation.

RESUMO

O trabalho apresenta um levantamento da teoria sobre Governança Corporativa e sua aplicabilidade nos Fundos de Investimento Imobiliário. Diante da crise dos subprime e dos derivativos, o item Governança Corporativa ganha ênfase. Item de fundamental relevância em qualquer operação, nunca deveria perder destaque e muito menos ser esquecido, porém os itens de Governança não são exatamente exigências. Nos EUA é possível observar neste momento, uma grande preocupação e a busca por regulamentação e obrigação nos tópicos relacionados, no Brasil pouca regulamentação e raras exigências. O artigo busca identificar esse ponto frágil das operações financeiras, a falta de informação. Até onde existe consciência dos riscos envolvidos na operação por parte do investidor. A Governança não é só uma estrutura organizacional, ela envolve também as regras de informação dentro e fora da corporação.

1 INTRODUÇÃO E OBJETIVOS

A recente volatilidade cambial resultante da crise econômica norte-americana expôs um fenômeno novo no mundo corporativo brasileiro: as perdas relevantes incorridas com operações de derivativos. (Maluf, 2008)

Todos os tipos de investimento envolvem riscos e eles estão diretamente relacionados com os retornos obtidos nas operações. A decisão de investimento depende da adequação do perfil do investidor diante do binômio risco e retorno demonstrado para cada opção de investimento.

Todos os executivos devem ter em mente que riscos e resultados são sempre duas dimensões de qualquer decisão e, portanto, devem ser avaliados em conjunto em termos de expectativas de retorno e de possíveis impactos de variações de cenário. (Maluf, 2008)

A análise de risco é, portanto, parte fundamental de qualquer prospecto de opção de investimento. As análises de risco encontradas nos prospectos analisados no desenvolvimento deste artigo, demonstram profunda fragilidade e grande ausência de informações mínimas para a decisão de investir. O objetivo do artigo é demonstrar que com a análise de riscos contida nos prospectos, o investidor não tem consciência dos riscos envolvidos na opção de investimento.

Porém a qualidade da informação dada não é adequada e principalmente não indica os reais riscos envolvidos.

O assunto Governança Corporativa tem sido lembrado inúmeras vezes por todos os observadores, críticos e investidores envolvidos em operações financeiras que envolvem riscos.

Por focar de forma parcial o problema, o tratamento dado pela imprensa e pelas empresas a essas perdas leva a conclusões equivocadas sobre suas reais causas e sobre as práticas de gestão financeira das empresas. (Maluf, 2008)

Diversos estudos têm mostrado que as práticas de governança corporativa ainda não contemplam a gestão de riscos como uma das atribuições mais importantes dos conselhos de administração, e por isso, esse tópico não é endereçado com o conhecimento, o rigor e a disciplina que merece. (Maluf, 2008)

As informações dadas de maneira transparente, antes mesmo do investidor passar a fazer parte do instrumento de investimento, são itens de Governança Corporativa e aparecem como exigência na legislação em vigor.

O presente artigo busca demonstrar a fragilidade de informações e regras sobre análises de riscos em prospectos de Fundos de Investimento Imobiliário.

2 METODOLOGIA

A metodologia utilizada no artigo será dividida em quatro partes. Inicialmente uma breve revisão de itens de Governança Corporativa que possam estar relacionados ao tema de análise de riscos. A peculiaridade que envolve a análise de riscos de real estate. A busca de parâmetros externos para referência, será utilizada indicações de análises de riscos em REITs e sua corresponde legislação em vigor. As análises de riscos utilizadas em Fundos de Investimento Imobiliário e a legislação em vigor.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E A ANÁLISE DE RISCOS

Com a Governança Corporativa, é criado um conselho de diretores que representa os interesses de todos os envolvidos na empresa: mão de obra, investidores, fornecedores, clientes, a comunidade e a administração. A governança deve ser, primeiramente, como uma estrutura de

proteção entre os investidores e a empresa e secundariamente como uma estrutura de proteção entre a empresa e sua administração. (Williamson, 1985)

A própria Governança Corporativa em alguns casos apresenta problemas, porque na busca de um controle para empresas em que existem muitos proprietários, fica muito complicado assegurar que os interesses da maioria serão considerados e não de uma minoria.

Observadores da cena corporativa têm lutado com o dilema do controle corporativo. Isto surgiu originalmente expresso em termos de tensão entre a difusa propriedade e a difusa administração. Posteriormente isso tem aumentado, por considerar os problemas de criação de um mecanismo para assegurar que a administração corporativa faça adequadamente pelos envolvidos. Desde que o tamanho das empresas modernas tem resultado em difusa propriedade, a administração propositadamente assumiu o controle efetivo. (Williamson, 1985)

Porém conforme citado anteriormente, o foco do presente artigo é na transparência de informações relacionadas aos riscos envolvidos, durante todo o investimento, desde o prospecto. Algumas empresas não têm políticas de gestão de riscos que estabeleçam, de forma explícita e controlável, os riscos aceitos e seus limites, enquanto outras não têm mecanismos de gestão que lhes permitam identificar quando seus limites foram superados e como agir nesses casos. (Maluf, 2008)

Importante ressaltar que gerir riscos não significa eliminá-los por completo. Significa incorrer apenas naqueles riscos que a empresa tem competência para administrar de forma a criar valor e para os quais dispõe de mecanismos de proteção e mitigação para quando exceder os limites admissíveis.

É necessário existir um executivo responsável pela gestão e riscos que possa argumentar e contrapor cenários e avaliações na tomada de decisões relevantes, barrar operações fora dos limites estabelecidos, sugerir a reversão de posições e reportar o resultado do monitoramento sistemático dos riscos aos quais a empresa se expõe. O conselho deve ter em sua pauta regular de discussão a avaliação de riscos da empresa, e os conselheiros devem ter conhecimento e discernimento sobre os temas de gestão de riscos. (Maluf, 2008)

4 ANÁLISE DE RISCOS PARA REAL ESTATE

A análise de riscos deve ser baseada no risco que envolve o lastro da operação. Para as operações lastreadas em real estate, como os REITs e os Fundos de Investimento Imobiliário, os riscos a serem analisados são os riscos de real estate.

O investidor precisa considerar muitas variáveis quando adquire propriedades para renda, entre eles fatores de mercado, taxas de ocupação, influências de impostos, o nível de risco, a quantia de dívida financeira, e os procedimentos apropriados para utilizar quando medir retorno no investimento.

Após o investidor ter atravessado uma detalhada análise de renda produzida pela propriedade, e após ter desenvolvido medidas de retorno sobre o investimento, o investidor precisa decidir se o investimento proporcionará ou não um adequado ou competitivo retorno. (Brueggeman, Fisher, 2004)

A resposta para esta questão dependerá de: 1) a natureza da alternativa de investimento em real estate, 2) outros investimentos que estão disponíveis para o investidor, 3) o respectivo retorno que estas alternativas tem expectativa de proporcionar e 4) diferenças no risco entre o investimento que está sendo considerado e as outras alternativas de investimento disponíveis para o investidor. (Brueggeman, Fisher, 2004)

Para real estate existem itens diferentes de riscos a serem considerados. É preciso considerar as diferentes fontes de risco entre as várias categorias de investimento. Abaixo, está indicada a

maior parte das características de risco que devem ser consideradas por um investidor quando decide entre alternativas de investimento.

- Risco do negócio. Investidores de real estate estão no negócio de locação de espaço. Eles incorrem no risco de perda devido a flutuações na atividade econômica que afetam a variabilidade de renda produzida pela propriedade. Mudanças nas condições econômicas geralmente algumas propriedades mais do que outras dependendo do tipo de propriedade, sua localização e se existe arrendamento.

- Risco financeiro. O uso de dívida financeira (referente à negócios alavancados), aumenta o risco do negócio. O risco financeiro aumenta conforme aumenta a dívida financeira no investimento de real estate. O grau de risco também depende do custo e estrutura da dívida.

- Risco de liquidez. O risco ocorre quando um mercado contínuo com muitos compradores e vendedores e freqüentes transações não está disponível. O maior risco de um investimento é para ser liquidado, o alto risco que o preço de concessão que pode dar para o comprador deve o vendedor ter para desfazer-se do investimento rapidamente. Propriedades com propósito especial tendem a ter maior risco de liquidez do que propriedades que podem ser facilmente adaptadas para usos alternativos.

- Risco de inflação. Inflação não esperada pode reduzir a taxa de retorno de um investidor se o rendimento do investimento não aumentar suficientemente para compensar o impacto da inflação, de qualquer maneira reduzindo o real valor do investimento.

- Risco de administração. A maior parte dos investimentos em real estate requer administração para o espaço arrendado e manutenção para preservar o valor do investimento. A taxa de retorno que o investidor ganha pode depender da competência da administração. Este risco é baseado na capacidade de administração e sua habilidade de inovar, responder a condições competitivas e operar a atividade do negócio eficientemente.

- Risco de taxa de juros. Mudanças nas taxas de juros afetam os preços de todas as garantias e investimentos. Dependendo da relativa maturidade (investimentos de curto prazo versus investimentos de longo prazo), de qualquer maneira, alguns preços de investimentos responderão mais do que outros, aumentando o potencial de perdas ou ganhos. Real estate tendem a ser altamente alavancados, então a taxa de retorno ganha pelos investidores pode ser afetada por mudanças na taxa de juros.

- Risco legislativo. Real estate é assunto para numerosas regulamentações como taxas jurídicas, controle de aluguel, zoneamento e outras restrições impostas pelo governo. Riscos legislativos resultam do fato de mudanças na regulamentação que podem desfavoravelmente afetar a lucratividade do investimento.

- Risco ambiental. O valor do real estate é muitas vezes afetado por mudanças em seu ambiente ou imprevisto de consciência de que existe ambiental é potencialmente perigoso. Uma propriedade pode também se tornar contaminada por um tóxico lixo que é derramado ou foi uma vez enterrado no local ou local adjacente. Risco ambiental pode causar mais perda do que os outros riscos mencionados porque o investidor pode ser sujeito para descontaminar o terreno o que pode exceder o valor da propriedade.

Segundo (Monetti, 1996), trata-se, portanto, de uma decisão revestida de riscos, que podem ocorrer por diversas vertentes. É flagrante a necessidade de agregar qualidade a essas decisões, objetivo que se induz mediante a disponibilidade de um conjunto de informações, capaz de melhor subsidiar essas decisões de investimento.

A análise de riscos se torna um item de singular importância para toda decisão de investimento e de modo particular para as decisões de investimento em real estate ou lastreadas em real estate.

Esse elenco de informações deve permitir ao empreendedor, no momento da decisão de investir, reconhecer a dimensão dos desvios que podem ocorrer nos resultados operados diante de conjunturas adversas agregando, assim, qualidade à decisão. (Monetti, 1996)

Ainda segundo (Monetti, 1996) a necessidade de informações acerca das alternativas disponíveis será diferenciada, conforme seja o decisor e, tais informações estarão vinculadas a expectativas de resultados que possam ser alcançados em cada uma dessas alternativas de ação. Ainda, conforme seja o teor da decisão ou o momento em que esteja sendo tomada, haverá um conjunto específico de dados que permitirão que ela ocorra, atendendo um certo nível de conforto para quem decide.

5 GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA EMPRESAS E PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO

No presente artigo, na busca de parâmetros para demonstrar a utilização de informações em prospectos, buscou-se como referência, tanto de exigências da legislação como de real utilização, os REITs dos Estados Unidos.

Os REITs têm configuração de estrutura organizacional muito diferente dos Fundos de Investimento Imobiliário. Um REIT é uma empresa que possui e administra um portfólio de empreendimentos, e os investidores desta empresa, são os acionistas. Enquanto o Fundo de Investimento Imobiliário é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Governança de corporações públicas nos Estados Unidos tem operado sob o modelo de agência com fortalecimento regulatório desde a passagem da lei Sarbanes-Oxley. Com essa fundação no lugar, conselhos administrativos são impulsionados a utilizar sua força e influência e podem efetivamente monitorar as ações da administração, intervindo quando necessário. (Radin, Stevenson, 2006)

Nos Estados Unidos o modelo de Governança Corporativa, contempla a inclusão, na estrutura, de uma agência de controle.

Diretores de uma companhia pública operam sob um modelo de agência com definição de regras estabelecidas, onde ele são impulsionados a determinar o destino da administração, incluindo seu nível de compensação. (Radin, Stevenson, 2006)

A Governança Corporativa está muito mais difundida e especificada no ambiente das empresas do que dos fundos de investimento.

Indo para o site de qualquer companhia publicamente negociada você irá encontrar pelo menos um item em comum, um link para a seção de Governança Corporativa, com indicações de padrão de conduta, padrões de governance, cartas do comitê e outras informações designadas a incutir um senso de confiança para seus acionistas, o público em geral, e cumprir com regulamentação e relação de requerimentos. Realizando esta mesma pesquisa no site de qualquer complexo fundo de investimento você descobrirá uma árida paisagem sem indícios de como a governança de um fundo trabalha. (Radin, Stevenson, 2006)

Conforme citado no início do artigo, a Governança é além da estrutura organizacional e de um código de conduta, ela deve contemplar o controle de informações e a obrigação das informações.

As melhorias para transparência nos últimos anos são designadas para aumentar a transparência circundante como companhias são governadas enquanto aumentando a confiança do investidor e aprofundando seu entendimento de governança corporativa. (Radin, Stevenson, 2006)

As exigências sobre Governança Corporativa nos Estados Unidos, também deixam uma grande lacuna sobre as informações relevantes do Fundo de Investimento.

Com tempo suficiente e nem tanta habilidade, você pode navegar seu caminho para o relatório anual do fundo e encontrará informação exigida de nomes de diretores, afiliações e votos por procuração, mas transparência como companhias públicas tem adotado desde a passagem da Sarbanes-Oxley, ainda não é parte da cultura da indústria de fundos. Esta ausência de informação

é exacerbada pelos intervalos na transparência com o prospecto dos do fundo, um documento que os investidores recebem, e a declaração de informação adicional, um documento encaminhado para o prospecto do fundo que fornece informações sobre o conselho de diretores do fundo. (Radin, Stevenson, 2006)

Esta informação vazia é extraordinária quando você considera o número de escândalos nos últimos anos envolvendo várias violações de regulamento, então não é compreensível porque a indústria de fundos não tem adotado a mudanças culturais e transparência nas comunicações, o que tem se tornado regra de companhias negociadas publicamente.

A Governança Corporativa para companhias negociadas publicamente é baseada no princípio de que conselhos administrativos são impulsionados e guiados pela lei, incluindo o Securities Act of 1933, o Securities Exchange Act of 1934, e o Sarbanes-Oxley Act of 2002. (Radin, Stevenson, 2006)

Com o passar do tempo, foi possível perceber que a dedicação das companhias públicas em relação às informações necessárias e exigidas aumentou sensivelmente. Este foco é o resultado de sérias conseqüências associadas com a falta de informação financeira e tem indicado um novo foco dos CEOs e CFOs, para garantir a exatidão das declarações financeiras e promover transparência nas comunicações.

Já os conselhos administrativos de fundos de investimento focam primeiramente nos conflitos de interesses, incluindo questões de compliance, risco, taxas e outros custos que ocorrem em um fundo. Todo fundo de investimento tem um agente de transferência que trata com os investidores registros e interações, um custodiante que mantém um registro dos fundos de investimento, um conselheiro de investimento que faz decisões de investimento de acordo com os objetivos e políticas descritos no prospecto do fundo, um principal underwriter (que analisa o risco assumido) com responsabilidade para a venda das ações do fundo, um auditor externo que certifica as declarações financeiras do fundo, e algumas vezes há um administrador do fundo que analisa todos estes componentes mais a garantia da regulamentação compliance.

Para os Fundos de Investimento, os diretores não operam com as mesmas regras estabelecidas para as companhias negociadas publicamente, eles são limitados por formas passivas ou indiretas para influenciar sobre a administração que eles visualizam. Portanto os Fundos de Investimento tem um dilema interno, os diretores são limitados e o controle de conflito de interesses permanece falho.

Nós reconhecemos que há uma tensão ente as regras do conselho administrativo e o conselheiro de investimento, e que nossas regras necessitam acertar o correto balanço entre a administração e descuido. (Radin, Stevenson, 2006)

Para o fundo cumprir as expectativas de seus acionistas, depende dos esforços e habilidades de seus conselheiros de investimento.

Os investidores geralmente, não investem em um fundo por causa da habilidade ou reputação de seu conselho de diretores.

No final a responsabilidade para o fundo encontra-se com seu conselho de diretores, no qual um descuido é crítico. Por isso o conjunto de conflitos que o conselheiro de investimento tem com o fundo.

Ao contrário dos conselhos das companhias públicas, os conselhos dos fundos de investimento não focam em declaração de rendimentos, planilhas de balanço e fluxo de caixa com todas as informações e complexidade que acompanham eles, mas ao invés disso precisa muito preocupar-se sobre os riscos associados com compliance e os relacionados no 40 Act. Isto é marcado pela recente legislação requerendo que conselhos de fundos de investimento contratem um chefe de compliance, que informa diretamente para o conselho, uma mudança designada para lida com os tipos de escândalo revelados nos últimos anos. (Radin, Stevenson, 2006)

Porém sem um estabelecimento de políticas, regras para contrato e proteção contra retribuição administrativa, não fica claro como diretores podem satisfazer necessidades de investidores e regulamentações.

A política cria meios para o conselho de fundos de investimento proteger os interesses dos acionistas mas não tem fornecido um claro estabelecimento de regras para como a questão precisa ser alcançada. (Radin, Stevenson, 2006)

6 A LEGISLAÇÃO E AS EXIGÊNCIAS PARA OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Os Fundos de Investimento Imobiliário possuem características próprias e por esse motivo, na maioria das circunstâncias não podem e nem devem ser comparados com empresas de real estate que administram um portfólio de empreendimentos. No presente artigo, por abordar a Governança Corporativa, análise de riscos e falta de informações em prospectos de Fundos de Investimento, optou-se por fazer apenas uma referência aos REITs americanos e a legislação dos Estados Unidos. Para melhor compreender o que poderia ser diferente e o que não poderia devido a limitações das próprias diferenças estruturais.

Neste capítulo estão indicadas as exigências referentes à informação de análise de riscos em prospectos, para Fundos de Investimento Imobiliário, encontradas nas Instruções da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Na Instrução da CVM n. 409, é possível encontrar além da definição de Fundo de Investimento, instruções da divulgação de informações através do prospecto e indicação de documentos necessários para o registro do Fundo, dentre eles o prospecto.

(Instrução CVM 409)

Art. 2º - O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais, observadas as disposições desta Instrução.

Art. 6º - O fundo será regido pelo regulamento, devendo divulgar suas principais características ao público através de um prospecto elaborado em conformidade com o disposto na Seção V do Capítulo III, ressalvado o disposto no art. 110, inciso II desta Instrução.

Art. 8º - O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;

os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;

prospecto, elaborado em conformidade com disposto na Seção V, Capítulo III, ressalvado o disposto nos art. 110, inciso II;

Conforme citado acima, na Seção V do Capítulo III, constam informações sobre o prospecto, porém de maneira extremamente genérica e aberta.

(Instrução CVM 409)

Seção V - Do Prospecto

Art. 39 - O prospecto deve conter todas as informações relevantes para o investidor relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos.

Art. 40 - O prospecto deve conter, em linguagem clara e acessível ao público alvo do fundo, informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes:

identificação dos riscos assumidos pelo fundo;

- informação sobre a política de administração dos riscos assumidos pelo fundo, se for o caso;

política de divulgação de informações a interessados, inclusive as de composição de carteira, que deverá ser idêntica para todos que solicitarem, sendo que a alteração desta política deverá ser divulgada como fato relevante;

- quando houver, identificação da agência classificadora de risco do fundo, bem como a classificação obtida;

Nesta mesma instrução é possível identificar informações que devem constar no prospecto, de não garantia da veracidade das informações por parte do órgão regulamentador. Consta também informações de que a política de administração de risco adotada pelo Fundo, não é garantia contra eventuais perdas patrimoniais.

(Instrução CVM 409)

§ 1º O prospecto deve conter, de forma destacada, os dizeres: "A concessão de registro para a venda de cotas deste fundo não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo ou do seu prospecto à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços."

§ 7º Na descrição da política de administração de risco, o prospecto deverá conter advertência de que os métodos utilizados pelo administrador para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito não constituem garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo.

§ 8º Alterações da política de administração de risco devem ser divulgadas como fato relevante.

Na Instrução da CVM n. 450 foram publicadas informações visando melhorar o nível de informações para os investidores sobre os ativos e riscos das carteiras dos fundos. Porém nenhuma das regras para melhoria de informações sobre riscos, cita os riscos referentes ao lastro do Fundo. No caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, a análise de riscos deveria contemplar os riscos de real estate envolvidos na operação.

(Instrução CVM 450)

No primeiro grupo estão as alterações destinadas a melhorar o nível de informação dos investidores sobre os ativos e riscos das carteiras dos fundos. Nesse grupo se incluem, ainda, eventuais restrições de acesso a certos produtos para investidores com maior capacidade de compreensão, presumida por meio de sua maior capacidade de investimento, e restrições de concentração de risco por emissor e por ativo, para os próprios gestores.

Aperfeiçoamento da informação

No primeiro grupo de mudanças, que se destina a melhorar a informação para os investidores, podem ser destacadas as seguintes mudanças:

- reformulação dos limites por emissor, com definição de conceitos, termos e regras a serem observadas em seu cálculo (art. 86), e a criação do limite específico de 5% do patrimônio para aplicação em emissores pessoa física ou jurídica de direito privado que não sejam companhias abertas ou instituições financeiras (art. 86, IV);
- novos limites por modalidade de ativo financeiro, de observância cumulativa aos limites por emissor (art. 87). As regras de concentração por modalidade de ativo compreendem um grupo de ativos que poderão ser adquiridos dentro de um limite global de 20% do patrimônio (art. 87, inc. I) e outro cuja aquisição não está sujeita a qualquer limite (87, inc. II). Também foram estabelecidas regras específicas para cálculo dos limites;
- regras especiais para os fundos de investimento ou de cotas (exceto Ações e Dívida Externa) que invistam em ativos privados (exceto ações e ativos similares a ações), ou de emissores públicos que não a União Federal, em percentual superior a 50% de sua carteira. Esses fundos deverão: (i) incluir em sua denominação a expressão Crédito Privado; (ii) mencionar no regulamento, prospecto e material de venda que há risco de perda substancial em decorrência do não pagamento de ativos; e (iii) condicionar o ingresso no fundo à assinatura de um termo de ciência dos riscos acima mencionados (art. 98). O termo de ciência de riscos constituiu-se no Anexo II da nova Instrução.

Na Instrução da CVM n. 472, trata-se especificamente de Fundo de Investimento Imobiliário, além da definição, há a indicação do que deve conter no prospecto.
(Instrução CVM 472)

Art. 2º O FII é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Seção III

Prospecto

Art. 14. O prospecto deverá ser elaborado em conformidade com o disposto no Anexo III-B da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Como a Instrução n.472, para a elaboração do prospecto, faz referência a Instrução n. 400, abaixo estão indicadas as informações relevantes para este artigo, que devem estar indicadas no prospecto.

(Instrução CVM 400)

PROSPECTO

Art. 38 - Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

Art. 39 - O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:
a oferta;

os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes;
o ofertante;
a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;
terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e
terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

§ 1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão:
ser claras e objetivas; e
apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões.

§ 2º A CVM poderá exigir do ofertante e da emissora, inclusive com vistas à inclusão no Prospecto, as informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do Prospecto pelos investidores.

§ 3º No caso de ofertas públicas que envolvam a emissão de valores mobiliários para os quais não estejam previstos procedimentos, informações e documentos específicos, a CVM poderá, a pedido dos interessados, estabelecer o conteúdo para o respectivo Prospecto.

Art. 40 - O Prospecto terá como conteúdo mínimo as informações e documentos indicados no Anexo III à presente Instrução, podendo a CVM, em norma própria, definir diferentes conteúdos conforme as características da operação, em razão do tipo de valor mobiliário ofertado ou do público investidor alvo.

Art. 41 - Caso se verifique, após a data da obtenção do registro, qualquer imprecisão ou mudança significativa nas informações contidas no Prospecto, notadamente decorrentes de deficiência informacional ou de qualquer fato novo ou anterior não considerado no Prospecto, que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento, deverão o ofertante e a instituição líder suspender imediatamente a distribuição até que se proceda a devida divulgação ao público da complementação do Prospecto e dessa nova informação.

Parágrafo único. As alterações acima referidas deverão ser previamente submetidas à CVM para exame, aplicando-se os prazos e procedimentos de análise previstos nos arts. 8º e 9º, e as eventuais manifestações já recebidas ficarão sujeitos ao disposto no art. 27.

Art. 42 - É obrigatória a entrega de exemplar do Prospecto Definitivo ou Preliminar ao investidor, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico.

§ 1º O Prospecto Preliminar deverá estar disponível nos mesmos locais do Prospecto Definitivo para os investidores pelo menos 5 (cinco) dias úteis antes do prazo inicial para o recebimento de reserva.

§ 2º O Prospecto Definitivo deverá estar disponível para os investidores pelo menos 5 (cinco) dias úteis antes do prazo inicial para a aceitação da oferta:

se não houver sido utilizado Prospecto Preliminar; e

se houver sido utilizado Prospecto Preliminar e as informações constantes do Prospecto Definitivo forem substancialmente diferentes das informações daquele.

§ 3º Sem prejuízo do disposto no "caput", o Prospecto Definitivo deverá estar disponível, na data do início da distribuição, na sede e na página da rede mundial de computadores:

da emissora;

do ofertante;

das Instituições Intermediárias integrantes do consórcio;

da CVM; e

da bolsa de valores ou mercado de balcão organizado onde os valores mobiliários da emissora estão admitidos à negociação.

§ 4º A instituição líder deverá encaminhar à CVM e à bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, em tempo hábil para o cumprimento do disposto no "caput" e no § 3º, versões impressa e eletrônica, sem quaisquer restrições para sua cópia, dos Prospectos Definitivo e Preliminar.

§ 5º Para fins de cumprimento do disposto no presente artigo, sempre que for utilizado um Programa de Distribuição para o registro de ofertas públicas na CVM o ofertante e a instituição líder deverão colocar à disposição dos investidores o Suplemento, os documentos do Programa de Distribuição arquivado pela CVM e todos os documentos incorporados por referência, na forma do § 3º deste artigo.

O modelo Anexo III que é feita referência na mesma Instrução, está indicado abaixo. A parte mais relevante, está indicada em negrito:

O ANEXO III

Capa do Prospecto

(DENOMINAÇÃO SOCIAL)

(ENDEREÇO)

(VALOR DA EMISSÃO - em R\$)

(CLASSIFICAÇÃO DE RISCO, se houver)

CÓDIGO ISIN:

INDICAÇÃO DO ÓRGÃO SOCIETÁRIO QUE APROVOU A OFERTA

REGISTRO NA CVM:

DATA:

**EMISSÃO DE (DE) [VALORES MOBILIÁRIOS]
(QUANTIDADE) (TÍTULO, ESPÉCIE, FORMA E CLASSE) [DO
VALOR NOMINAL DE (SEM VALOR NOMINAL)], AO
PREÇO UNITÁRIO DE , DELIBERADA PELA AGE/RCA
DE DEDE (RE-RATIFICADA PELA AGE/RCA
DE DE DE), CONFORME ATA(S)
PUBLICADA(S) NO(S) JORNAL(IS) DE SOBRES A
SEREM DISTRIBUÍDAS NO MERCADO QUANTIDADE**

MÍNIMA DE SOBRAS A SEREM DISTRIBUÍDAS NO MERCADO

"O REGISTRO DA PRESENTE DISTRIBUIÇÃO NÃO IMPLICA, POR PARTE DA CVM, GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS OU EM JULGAMENTO SOBRE A QUALIDADE DA COMPANHIA EMISSORA, BEM COMO SOBRE OS/AS [VALORES MOBILIÁRIOS] A SEREM DISTRIBUÍDOS/AS."

"OS INVESTIDORES DEVEM LER A SEÇÃO FATORES DE RISCO, NAS PÁGINAS A"

e, se for o caso,

"OS VALORES MOBILIÁRIOS OBJETO DA PRESENTE OFERTA NÃO SERÃO NEGOCIADOS EM BOLSA DE VALORES OU EM SISTEMA DE MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO, NÃO PODENDO SER ASSEGURADA A DISPONIBILIDADE DE INFORMAÇÕES SOBRE OS PREÇOS PRATICADOS OU SOBRE OS NEGÓCIOS REALIZADOS."

ÍNDICE

(Indicando tópicos, subtópicos e as respectivas páginas)

RESUMO CONTENDO AS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

IDENTIFICAÇÃO DE ADMINISTRADORES, CONSULTORES E AUDITORES

INFORMAÇÕES RELATIVAS À OFERTA

FATORES DE RISCO

Expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

SITUAÇÃO FINANCEIRA

INFORMAÇÕES RELATIVAS À COMPANHIA EMISSORA

DEMAIS INFORMAÇÕES CONSTANTES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, INFORMAÇÕES ANUAIS E INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS QUE NÃO TIVEREM SIDO ANTERIORMENTE DESTACADAS NO PROSPECTO.

DECLARAÇÃO DE QUE QUAISQUER OUTRAS INFORMAÇÕES OU ESCLARECIMENTOS SOBRE A COMPANHIA E A DISTRIBUIÇÃO EM QUESTÃO PODERÃO SER OBTIDAS JUNTO AO LÍDER E/OU CONSORCIADOS E NA CVM.

OUTROS DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES QUE A CVM JULGAR NECESSÁRIOS.

ANEXOS

ATA DA ASSEMBLÉIA GERAL EXTRAORDINÁRIA OU DA REUNIÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO QUE DELIBEROU A EMISSÃO.

ESTATUTO SOCIAL ATUALIZADO DA EMISSORA.

ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES, SE FOR O CASO.

CASO TENHA SIDO CONTRATADA AGÊNCIA ESPECIALIZADA PARA CLASSIFICAÇÃO DO RISCO, ANEXAR A SÚMULA OU O RELATÓRIO DA CLASSIFICAÇÃO.

NOTA: A apresentação da íntegra das demonstrações financeiras e dos documentos de informações periódicas IAN e ITR (itens 5.2.1, 5.2.2 e 11) poderá ser dispensada, desde que todas as informações constantes das demonstrações financeiras, do IAN e do ITR sejam incluídas nas respectivas seções do prospecto ou, quando não houver tais seções, no item 7.

A especificação indicada acima contempla muito mais itens do que tem sido apresentado nos prospectos de Fundos de Investimento Imobiliário encontrados no mercado. Os riscos deveriam aparecer em ordem de relevância, e seriam analisados com relação a emissão, ao valor mobiliário, à emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar e com relação ao ambiente macroeconômico. De todas as citadas anteriormente, o setor da economia em que atua, indica a análise em relação ao tipo de lastro, no caso específico real estate e com o ambiente macroeconômico que indica à exposição do fundo e do lastro as variáveis da economia.

7 ANÁLISES DE RISCOS EM PROSPECTOS DE REITS E EM PROSPECTOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Neste capítulo estão apresentados dois prospectos. O primeiro é o de um Fundo de Investimento Imobiliário existente no Brasil e o segundo é o prospecto de um REIT existente nos Estados Unidos. Para ambos foram mantidas na íntegra apenas as partes que faziam referência ou tinham relação com a questão abordada no presente artigo. O Fundo de Investimento Imobiliário contempla um imóvel locado para um hospital e o REIT contempla imóveis locados também para hospitais. Desta maneira, os dois instrumentos de investimento estão expostos aos mesmos riscos referentes à atividade em operação nos imóveis.

Prospecto do Fundo de Investimento Imobiliário Hospital Nossa Senhora de Lourdes

2. FATORES DE RISCO

A aquisição de quotas de Fundo de Investimento Imobiliário, como qualquer investimento, apresenta riscos que devem ser analisados pelo potencial investidor. Esses riscos envolvem fatores de liquidez, mercado, rentabilidade, entre outros, relacionados ao respectivo Fundo de Investimento Imobiliário, às quotas que serão distribuídas e ao objeto do fundo. Por esta razão, o investidor interessado na aquisição de Quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Hospital Nossa Senhora de Lourdes (FUNDO), analisando-as a luz de seu perfil de risco, deve ler cuidadosamente todas as informações que estão descritas neste Prospecto antes de tomar a sua decisão de investimento.

- RISCOS RELACIONADOS A FATORES MACROECONÔMICOS – POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS E GLOBALIZAÇÃO

- RISCOS RELACIONADOS À LIQUIDEZ
- RISCOS RELATIVOS À CONCENTRAÇÃO DE QUOTAS DO FUNDO
- RISCOS RELATIVOS À RENTABILIDADE DO INVESTIMENTO

O investimento em quotas de um fundo de investimento imobiliário é uma aplicação em valores mobiliários de renda variável, o que pressupõe que a rentabilidade do quotista dependerá da valorização imobiliária e do resultado da administração do imóvel objeto do patrimônio do FUNDO. No caso em questão, os rendimentos a serem distribuídos aos quotistas dependerão dos resultados obtidos pelo FUNDO com a locação do imóvel de seu patrimônio para a empresa Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A. Cabe observar que o prazo de locação é de 20 (vinte) anos. Além disso, deve ser salientado, ainda, que a partir da data da averbação do habite-se relativo à Expansão do empreendimento como um todo, o valor fixo do aluguel então vigente será automaticamente majorado, de acordo com o que estabelece o Contrato de Locação de Imóvel não Residencial (“Contrato de Locação”). Pode, no entanto, vir a ocorrer que, no futuro, esse contrato seja rescindido, fato que obrigaria a INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA a ter que negociar a nova locação em condições de mercado.

- RISCO RELATIVO À DESVALORIZAÇÃO DO IMÓVEL

Como os recursos do FUNDO foram aplicados em um bem imóvel que é o seu único ativo, um fator que deve ser preponderantemente levado em consideração é o potencial econômico, inclusive a médio e longo prazo, da região onde está localizado o Imóvel adquirido para integrar patrimônio do FUNDO. A análise do potencial econômico da região deve se circunscrever não somente ao potencial econômico corrente, como também deve levar em conta a evolução deste potencial econômico da região no futuro, tendo em vista a possibilidade de eventual decadência econômica da região, com impacto direto sobre o valor do imóvel investido pelo FUNDO.

- RISCOS RELATIVOS À ATIVIDADE ECONÔMICA

É característica dos imóveis sofrerem variações em seus valores em função do comportamento da economia como um todo. Deve ser destacado que alguns fatores podem ocasionar o desaquecimento de diversos setores da economia, principalmente em decorrência das crises econômicas, sejam elas oriundas de outros países ou mesmo do nosso, com reflexos na redução do poder aquisitivo em geral, ou até mesmo pela falta de segurança na cidade onde se situa o imóvel objeto do FUNDO, fatores que acarretariam a redução no valor do imóvel.

- RISCOS RELATIVOS ÀS RECEITAS PROJETADAS E ÀS DESPESAS MAIS RELEVANTES

Os principais riscos relativos às receitas projetadas e às despesas relevantes apresentadas no Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira que integra o Laudo de Avaliação do Imóvel da Plane Engenharia e Consultoria e a possibilidade dos valores estimados não se concretizarem são:

- Quanto à Receita de Locação do Imóvel

As projeções de receitas para os 10 (dez) anos iniciais de operação do FUNDO constantes da análise de viabilidade foram feitas com base no único contrato de locação celebrado pelo FUNDO com o Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A cujo prazo da locação abrange o período de 20 (vinte) anos. Há, entretanto, a possibilidade de tais receitas não se concretizarem no caso de inadimplência do locatário no que se refere: (a) à indenização referente aos aluguéis dos primeiros 240 (duzentos e quarenta) meses de vigência do contrato de locação individualmente considerado; e, (b) ao efetivo cumprimento das obrigações do locatário nos termos do contrato de locação. Considerando que o Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A tem auferido resultados negativos nos últimos exercícios em função de elevadas despesas financeiras, que ainda subsistem, embora em valores mais reduzidos devido a utilização dos recursos provenientes da oferta secundária anterior. Apesar disso, poderão ocorrer dificuldades para arcar com o pagamento do aluguel ao FUNDO, caso o ofertante não tenha sucesso na presente venda das quotas, onde se espera obter recursos para reduzir ainda mais as

despesas financeiras da empresa e realizar os novos investimentos planejados. O não pagamento do aluguel implica em não recebimento de receita por parte do FUNDO, uma vez que o aluguel será a sua única fonte de receita proveniente de apenas um contrato de locação existente. Na hipótese de inadimplemento, não seria distribuído rendimento para os quotistas no período e, além disso, o quotista poderia ser convocado a promover novos aportes de recursos para que o FUNDO possa honrar seus compromissos, principalmente no tocante aos pagamentos dos encargos do Imóvel adquirido.

- **Quanto as Alterações no Valor do Aluguel Originalmente Acordado**

As projeções de receita para os 10 (dez) anos iniciais de operação do FUNDO foram feitas com base no Contrato de Locação já celebrado. Existe, ainda, a possibilidade de tais receitas não se concretizarem na íntegra no caso de realização de ação revisional tri anual, conforme previsto na legislação aplicável, o que provocaria alterações nos valores originalmente acordados. Importante ainda destacar que, conforme dispõe o artigo 51 da Lei nº 8.245/91, de 18 de outubro de 1991, “nas locações de imóveis destinados ao comércio, o locatário terá direito à renovação do contrato, por igual prazo, desde que, cumulativamente: I - o contrato a renovar tenha sido celebrado por escrito e com prazo determinado; II - o prazo mínimo do contrato a renovar ou a soma dos prazos ininterruptos dos contratos escritos seja de cinco anos; III - o locatário esteja explorando seu comércio, no mesmo ramo, pelo prazo mínimo e ininterrupto de três anos”. Com isso, mesmo que depois de findo o prazo da locação não seja de interesse do FUNDO proceder a renovação do contrato, o locatário terá direito à renovação do contrato por igual período. Além disso, não havendo acordo entre locador e locatário sobre o valor da locação após três anos de vigência do contrato ou de acordo anterior, poderá ser pedida a revisão judicial do aluguel a fim de ajustá-lo ao preço do mercado. Com isso, o valor da locação poderá variar conforme as condições de mercado vigentes à época da ação revisional.

- **Quanto ao Não Recebimento da Receita de Locação da Expansão do Imóvel**

A partir da data da obtenção do habite-se relativo à Expansão do empreendimento, a receita proveniente do aluguel então vigente será automaticamente majorada, de acordo com o que estabelece o Contrato de Locação. Não obstante, deve ser considerada a possibilidade de que, mesmo que a obra tenha sido concluída no prazo previsto, o locatário – o Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A – poderia não honrar o pagamento do aluguel referente a Expansão ora concluída do empreendimento, o que poderia trazer reflexos negativos na rentabilidade do FUNDO.

- **Quanto às Despesas de Manutenção e Depreciação do Imóvel**

As estimativas de gastos com manutenção e depreciação do Imóvel do FUNDO foram realizadas dentro de padrões usuais de mercado. Entretanto, variações poderão ocorrer, sobretudo em função da diversidade das benfeitorias e acessões edificadas no Imóvel e dos seus variados períodos de vida útil remanescente.

- **RISCO RELATIVO ÀS NOVAS EMISSÕES**
- **RISCO TRIBUTÁRIO**
- **RISCO DE DESAPROPRIAÇÃO E DO CASO FORTUITO OU FORÇA MAIOR**

Prospecto do REIT Health Care INC

FATORES DE RISCO

Um investimento em nossas ações ordinárias envolve riscos. Você deve considerar cuidadosamente os seguintes fatores de risco, juntamente com todas as outras informações incluídas neste prospecto complementar e de acompanhamento prospecto ou incorporadas por referência no prospecto, incluindo a seção intitulada "Fatores de Risco", incluída no nosso

Relatório Anual no Formulário 10 -K para o ano encerrado em 31 de dezembro de 2007, na avaliação de um investimento em nossas ações ordinárias.

- RISCOS RELACIONADOS AO NOSSO NEGÓCIO

Nossos resultados esperados podem não ser alcançados e os resultados reais podem diferir materialmente das nossas expectativas. Este pode ser um resultado de vários fatores, incluindo, mas não limitados a: o estado da economia, o estado dos mercados de capitais, incluindo as taxas de juros prevalentes; questões enfrentadas pela indústria de saúde, incluindo o cumprimento, e alterações, a regulamentação e pagamento políticas, responder a inquéritos e punitivas governo assentamentos e dos operadores / inquilinos' dificuldade na relação custo-eficácia obtenção e manutenção adequada responsabilidade e de outros seguros; mudanças no financiamento termos da concorrência no âmbito dos cuidados de saúde e aos altos habitação indústrias; evolução negativa no funcionamento resultados ou na condição financeira dos operadores / inquilinos, incluindo mas não limitados a, a sua capacidade de pagar aluguel e reembolsar empréstimos; a nossa capacidade de transição ou vender equipamentos com resultados lucrativos; a não fazer novos investimentos e, quando tal como previsto; o fracasso da fechamentos de ocorrer se e quando previsto; actos de propriedades que afetam o nosso Deus, a nossa capacidade de re-locação espaço em taxas similares como ocorrem vagas; a nossa capacidade de reinvestir oportuna venda produto em taxas similares aos ativos vendidos; operador / inquilino falências ou insolvências; regulamentos governamentais que afectam Medicare e Medicaid reembolso taxas e requisitos operacionais; responsabilidade ou por contrato ou reclamações contra operadores / inquilinos; dificuldades e / ou despesas relativas a futuras aquisições; as leis ambientais que afetam as nossas propriedades, mudanças nas regras ou práticas que regulam os nossos relatórios financeiros; assuntos jurídicos e operacionais, incluindo o investimento imobiliário confiança qualificação e gestão das chaves de recrutamento e retenção de pessoal. As recentes e em curso de crédito e liquidez, bem como o enfraquecimento da economia, pode ter um efeito adverso sobre os nossos operadores e inquilinos, incluindo a sua capacidade de acesso ao crédito ou manter taxas de ocupação. Se as operações, os fluxos de caixa ou condição financeira de nossos operadores são significativamente impactados negativamente pelas atuais condições econômicas, as nossas receitas e operações podem ser adversamente afetadas.

- RISCOS RELACIONADOS COM NOSSOS OPERADORES (RECEITAS E DESPESAS)

Nosso investimento propriedade dos operadores das receitas é principalmente impulsionado pela ocupação, Medicare e Medicaid reembolso, se for caso disso, e privados pagam taxas. Despesas para essas instalações são principalmente impulsionada pelos custos de mão de obra, alimentação, serviços públicos, impostos, seguros e de renda ou o serviço da dívida. As receitas provenientes de reembolsos governo têm, e pode continuar a, vir a estar sob pressão devido a cortes e reembolso orçamento estatal deficiências. Seguro de responsabilidade e de pessoal para continuar a aumentar os custos para os nossos operadores. Na medida em que uma diminuição das receitas e / ou qualquer aumento nas despesas operacionais resultar em uma propriedade não gerar dinheiro suficiente para fazer pagamentos para nós, o nosso operador de crédito e o valor de outras garantias teria de ser invocada.

- RISCOS RELACIONADOS AO DEVEDOR (FALÊNCIAS)
- RISCOS RELACIONADOS COM REGULAMENTAÇÕES GOVERNAMENTAIS
- RISCOS RELACIONADOS À RESPONSABILIDADE CIVIL E CUSTOS DE SEGUROS
- RISCOS RELACIONADOS À AQUISIÇÕES

Estamos expostos ao risco de que algumas das nossas aquisições pode não revelar-se bem sucedida. Podíamos encontrar dificuldades e as despesas relativas a todas as propriedades adquiridas, incluindo os passivos contingentes, e adquirir propriedades podem exigir

significativa gestão e atenção, que de outra forma seriam dedicados aos nossos negócios em curso. Se estivermos de acordo para fornecer financiamento para construção de um operador / arrendatário e o projeto não estão concluídos, talvez seja necessário tomar medidas para assegurar a conclusão do projeto. Além disso, se nós emitir títulos ou incorrer em dívida adicional, ou ambos, para financiar futuras aquisições, pode reduzir os nossos resultados financeiros por ação. Estes custos podem afetar negativamente nossos resultados das operações.

- RISCOS RELACIONADOS COM LEIS AMBIENTAIS
- RISCOS RELACIONADOS COM INSTALAÇÕES QUE REQUEREM HONORÁRIOS
- RISCOS RELACIONADOS COM INSTALAÇÕES EM CONSTRUÇÃO OU DESENVOLVIMENTO

Em um determinado momento, pode ser que no processo de construção de uma ou mais novas instalações que, em última instância, será necessária uma licença e, antes de poderem ser utilizados pelo operador para sua utilização. A operadora também terá de obter certificação Medicare e Medicaid e Medicare e Medicaid entra em acordos com o prestador e / ou terceiros dos contratos. No caso em que a operadora é incapaz de obter o necessário, licenciamento, certificação, acordos ou contratos fornecedor após a conclusão da construção, há um risco de que não vamos ser capazes de ganhar qualquer receita sobre a instalação ou até o primeiro operador obtenha uma licença ou certificação para operar as novas instalações. Será necessário fazer acordos ou contratos ou podemos encontrar um novo operador que é capaz de obter uma licença para operar as instalações para a sua utilização e as necessárias. Em relação com renovação, reabilitação, desenvolvimento e construção relacionados com atividades, que pode não ser capaz de obter, ou sofrem atrasos na obtenção, necessário zoneamento, de uso da terra, construção, ocupação e outras licenças e autorizações governamentais exigidas. Esses fatores podem resultar em um aumento de custos ou o nosso abandono destes projetos. Além disso, podemos não ser capazes de obter financiamento em condições favoráveis, o que pode tornar-nos incapazes de avançar com as nossas atividades de desenvolvimento, e que pode não ser capaz de completar construção e locação de um imóvel de acordo com o calendário, o que poderia resultar em aumento do serviço da dívida despesa ou custos de construção. Além disso, os prazos necessários para o desenvolvimento, construção e locação de acompanhamento dessas propriedades que significa que pode ter de esperar anos para retornos significativos de dinheiro líquido. Porque nós somos obrigados a fazer distribuições aos nossos acionistas, se o fluxo de caixa das operações de refinanciamento não é suficiente, não pode ser forçada a pedir emprestado dinheiro adicional para financiar tais distribuições. Recentemente desenvolveu e adquiriu propriedades podem não produzir o fluxo de caixa que esperamos, o que poderia afetar adversamente nossa performance financeira global. Para decidir se a adquirir ou desenvolver um determinado imóvel, fazemos suposições quanto ao desempenho futuro esperado dessa propriedade. Em particular, nós estimamos o retorno do nosso investimento com base em taxas de espera ocupação e renda. Se as nossas projeções financeiras com relação a uma nova propriedade são imprecisas, bem como a propriedade é incapaz de atingir as esperadas taxas de ocupação e renda, pode não conseguir executar como esperávamos em analisar o nosso investimento. Nossa estimativa dos custos de reposição ou reabilitação adquiriu um imóvel pode revelar-se inadequada, que pode resultar em nossa incapacidade de cumprir os nossos objetivos de rentabilidade. Além disso, pode adquirir novas propriedades que não são totalmente locados, e o fluxo de caixa das operações existentes podem ser insuficientes para pagar as despesas de funcionamento e de serviço da associada a essa propriedade. Não sabemos se os nossos inquilinos vão renovar os seus atuais contratos de arrendamento, e, se não, nós pode não ser capaz de locação das propriedades em termos tão favoráveis. Não podemos prever se os nossos inquilinos vão renovar

locações existentes no final do seu arrendamento, os contratos expiram até 2029 através de várias épocas. Se estes contratos não são renovados, seríamos obrigados a encontrar outros inquilinos a ocupar essas propriedades. Não pode haver garantia de que seríamos capazes de identificar de substituição inquilinos ou entrar em locações com novos inquilinos em condições tão favoráveis a nós, como a atual locação ou que não seria capaz de locação em todas as propriedades. A nossa propriedade de imóveis através de arrendamentos de terreno expõe-nos à perda de tais propriedades mediante violação ou cessação do arrendamento terreno. Temos um interesse em adquirir propriedades, pode adquirir propriedades adicionais no futuro através da compra de participações em terreno arrendamentos. Como o locatário no âmbito de um terreno locação, estamos expostos à possibilidade de perder a propriedade após a cessação do arrendamento. Falta de liquidez dos investimentos imobiliários poderia dificultar significativamente a nossa capacidade de responder a mudanças adversas no desempenho das nossas propriedades. Investimentos imobiliários são relativamente ilíquidos. Nossa habilidade de rapidamente vender ou trocar qualquer uma das nossas propriedades em resposta a mudanças nas condições econômicas e outras serão limitados. Não podem ser dadas garantias de que irá reconhecer o valor integral para qualquer propriedade que somos obrigados a vender por motivos de liquidez. A nossa incapacidade de responder rapidamente a mudanças no desempenho dos nossos investimentos poderiam afetar adversamente nossa condição financeira e resultados das operações.

- RISCOS RELACIONADOS COM O REINVESTIMENTO DO PRODUTO VENDA
- RISCOS RELACIONADOS AO NOSSO COMUM STOCK

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo buscou demonstrar a fragilidade de informações que o investidor recebe no momento da decisão de investimento. Após a análise e devidas considerações que foram feitas tanto em relação ao risco que está embutido no lastro como as considerações relativas ao instrumento de investimento utilizado como parâmetro (REITs), no último capítulo foram demonstrados dois prospectos, um de cada instrumento de investimento.

Para fazer análises para cada tipo de informações sobre os riscos das operações serão utilizadas sempre referências, quando necessário, relembrando que as estruturas organizacionais dos dois instrumentos possuem diferenças particulares e essenciais.

Com relação às limitações do estudo, a maior de todas está justamente na busca do parâmetro de referência, um instrumento de investimento que contemple uma análise de risco e informações em seu prospecto mais elaboradas e consistentes do que as utilizadas atualmente nos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. Os REITs são ainda, apesar de todas as diferenças, o parâmetro para análise. Por este mesmo motivo, cada análise será acompanhada das devidas ponderações das diferenças dos instrumentos de investimento.

Outra limitação é em relação a quantidade de prospectos utilizadas para as análise, apenas um de cada instrumento de investimento. Por este motivo a busca por propriedades locadas para a mesma finalidade de operação, na tentativa de minimizar os diferentes riscos que podem estar expostas propriedades locadas para finalidades diversas.

A análise de riscos demonstrada no Fundo de Investimento contempla itens relacionados ao lastro de real estate, mas não na mesma quantidade da análise de riscos do REIT.

Para o Fundo de Investimento a rentabilidade do quotista dependerá da valorização imobiliária e do resultado da administração do imóvel objeto do patrimônio, porém estes itens não são analisados em todas as suas variáveis.

Para o REIT, é estimado o retorno do investimento com base em taxas de ocupação e renda. Se as projeções financeiras com relação a uma nova propriedade são imprecisas, bem como a propriedade é incapaz de atingir as esperadas taxas de ocupação e renda, pode não atingir o que se esperava ao analisar o investimento.

No Fundo e no REIT há indicação de que o contrato de locação possa ser rescindido, para o Fundo o risco é maior, porque especificamente neste caso, ele possui uma única propriedade. Já para os REITs a análise com relação ao locatário é mais detalhada contemplando além do risco do contrato de locação ser rescindido, pode ocorrer a falta de capacidade de pagar aluguel ou a falência do inquilino. Ainda é citado o fato de ser apenas um segmento do mercado (hospitais) o locatário de todas as propriedades, há um risco de que qualquer problema para este segmento pode impactar em todo o portfólio de empreendimentos.

Para o Fundo de investimento é citada a possível decadência econômica da região ou problemas econômicos, que podem causar desvalorização na propriedade.

No Fundo é citado o Estudo de Viabilidade que contempla análise de riscos, sobre variação de gastos e receitas, que incluem: a variação da receita de locação do imóvel (possibilidade de inadimplência), alterações no valor do aluguel, alterações nas estimativas de gastos com manutenção e depreciação do imóvel. A variação na receita pode causar a suspensão de recebimento dos quotistas ou ainda a necessidade de novos aportes. Alterações no valor do aluguel, podem ocasionar uma redução de receitas. Alterações nos gastos com manutenção e depreciação impactam no aumento dos gastos previstos. Na análise de riscos feita foram utilizados três cenários: realista, otimista e pessimista, o que é extremamente inadequado para análises de risco. Não deve ser considerado o cenário otimista, e o cenário sem variações não deve ser chamado realista, porque indica que este será a realidade. Independentemente deste conceito, as variações foram feitas nos gastos e receitas, não exatamente estressando as variáveis econômicas que podem impactar nos resultados previstos. Sem explicação a variação adotada foi de 10%, ao invés de demonstrar os pontos de ruptura para os indicadores analisados. Dentre estes indicadores estão na sua maioria os financeiros e não os específicos que devem ser adotados para real estate.

Para o REIT a análise de riscos faz referência à um relatório que demonstra os desempenhos de anos anteriores para a empresa em análise. O relatório é obrigatório e é chamado de formulário F10-k. Mais uma vez vale lembrar que um REIT é uma empresa e este relatório tem demonstrações financeiras adequadas para mostrar o desempenho de uma empresa. Para o REIT a análise de riscos além de contemplar os riscos em relação ao contrato de locação, à desvalorização da propriedade, as variações dos gastos e receitas e as variações da economia que podem impactar direta ou indiretamente nestes itens, faz referência ao estado do mercado de capitais, questões enfrentadas pela indústria da saúde (atividade dos imóveis que lastreiam o REIT em análise), dificuldade na relação custo-eficácia (o que faz referência à preocupação com a administração e manutenção da propriedade), catástrofes da natureza, capacidade de relocação de espaço em taxas similares, regulamentos governamentais que possam impactar no segmento do locatário, mudanças de regras ou práticas que regulam os relatórios financeiros e assuntos jurídicos ou operacionais.

Sobre as novas propriedades adquiridas ou construídas, pode ser analisada a parte, porque o objetivo maior do Fundo de Investimento, apesar de permitido, não é comprar e vender propriedades e buscar a maior lucratividade possível para os acionistas, como é o caso do REIT. Por este motivo, os tópicos relacionados com riscos de aquisição e venda de propriedade podem ser analisados a parte. Para o REIT há riscos relacionados a aquisição e venda de propriedade, como por exemplo: ausência de lucro em uma transação ou lucro menor do que o esperado, fracasso na compra de uma propriedade, dificuldades e/ ou despesas relativas a futuras aquisições, leis ambientais que afetam as propriedades, emitir títulos ou incorrer em dívida adicional para financiar futuras aquisições. Caso a empresa construa um novo imóvel, há riscos

de obtenção de licença, de que os primeiros pagamentos de locação só serem feitos após a obtenção das licenças.

O REIT ainda cita a falta de liquidez nos investimentos imobiliários como uma dificuldade significativa, porque impacta na capacidade da empresa responder a mudanças adversas no desempenho das propriedades.

Porém o Fundo de Investimento deveria fazer referência aos gastos com manutenção dos imóveis. Para o REIT em relação com renovação, reabilitação, desenvolvimento e construção relacionados com atividades, que pode não ser capaz de obter, ou sofrer atrasos na obtenção, necessário zoneamento, de uso da terra, construção, ocupação e outras licenças e autorizações governamentais exigidas. Esses fatores podem resultar em um aumento de custos ou o nosso abandono destes projetos e estes riscos são relacionados.

As propriedades dos REITs são arrendadas, diferentemente dos Fundos de Investimento, portanto para o REIT ainda há o risco particular de perdas das propriedades mediante violação ou cessação do arrendamento do terreno.

Diante de todos os tópicos relacionados e analisados e diante dos itens de Governança Corporativa levantados, é possível identificar uma lacuna de melhorias a serem feitas tanto para análise de riscos como para as informações fornecidas para os investidores, desde o momento da decisão do investimento.

9 REFERÊNCIAS

BRUEGGEMAN W.B., FISHER J. **Real Estate Finance and Investments**, 2004

_____, Comissão de Valores Mobiliários, **Instrução Normativa n. 409**, de 18 de ago. 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](http://www.cvm.gov.br)

_____, Comissão de Valores Mobiliários, **Instrução Normativa n. 450**, de 30 de mar. de 2007. Altera as Instruções CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004, 306, de 5 de mai. de 1999, 387, de 28 de abr. de 2003 e 391, de 16 de julho de 2003 e revoga as Instruções CVM n. 316, de 15 de outubro de 1999, 322, de 14 de jan. de 2000, 326, de 11 de fev. de 2000, 327, de 18 de fev. de 2000, 329, de 17 de mar. de 2000, 336, de 15 de mai. de 2000, e 338, de 21 de jun. de 2000. Disponível em [HTTP://www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

_____, Comissão de Valores Mobiliários, **Instrução Normativa n. 472**, de 31 de out. 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 n. 205, de 14 de jan. de 1994, n. 389, de 3 de jun. de 2003, n. 418, de 19 de abr. de 2005 e n. 455, de 13 de jun. de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n. 400, de 29 e dezembro de 2003. Disponível em [HTTP://www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

_____, Comissão de Valores Mobiliários, **Instrução Normativa n. 400**, de 29 de dez. de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n. 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n. 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em [HTTP://www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

MALUF, J. **A Crise dos Derivativos**, Capital Aberto – Valor Econômico, 2008

MONETTI, E. **Análise de riscos do investimento em shopping centers**, 1996, Tese (Doutorado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996

_____, Prospecto de distribuição pública de quotas do **Fundo de Investimento Nossa Senhora de Lourdes**. São Paulo, 2007, disponível em <<http://www.ourinvest.com.br>>

_____, Prospecto de distribuição pública de ações **Health Care REIT INC**, 2009, disponível em <<http://www.nyse.com>>

RADIN, R. F., STEVENSON, W. B. **Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance**, Journal Compilation, Volume 14, número 5, 2006

WILLIAMSON, O.E. **The Mechanisms of Governance**. Nova York: Oxford University Press, 1985.