ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

PROGRAMA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA EM ENGENHARIA

FERNANDO COE RAZUK

Investimento em Quotas de FII de Shopping Center: Uma Rotina de Análise para Investidores de Pequeno e Médio Porte

São Paulo

2006

FERNANDO COE RAZUK

Investimento em Quotas de FII de Shopping Center: Uma Rotina de Análise para Investidores de Pequeno e Médio Porte

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

Área de concentração: Engenharia de Construção Civil e Urbana
Orientador: Prof. Msc. Fernando Bontorim Amato

São Paulo

2006

Ao meu pai (*in memorian*), por ter me ensinado
a importância da busca pelo aprimoramento profissional.

À minha mãe, pelo incentivo e por todo amor e dedicação aos filhos.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. M.Sc. Fernando Bontorim Amato, pela segurança transmitida e pelos sábios conselhos a respeito do tema.

À Fernanda, minha companheira, pelo carinho e contínuo apoio no desenvolvimento desse trabalho.

Aos meus amigos e familiares, pela compreensão dos meus momentos de ausência.

Ao Prof. Dr. Cláudio Alencar Tavares e à Profa. Dra. Eliane Monetti, pelos ensinamentos transmitidos no decorrer do curso e pelas importantes contribuições a este trabalho.

Aos profissionais Rodrigo Machado, Sérgio Belleza e ao Prof. Dr. João da Rocha Lima Junior que, com poucos minutos de atenção dispensada, muito me ensinaram a respeito do mercado de Fundos Imobiliários.

RESUMO

Desde 1999 algumas instituições financeiras têm estruturado e ofertado Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs) a investidores de pequeno e médio porte. Assim, a aquisição de quotas de FII no mercado secundário apresenta-se atualmente como uma alternativa de investimento a esses investidores. Entretanto, aparentemente os investidores de pequeno e médio porte têm tomado decisões de investimento em quotas de FII com base em parâmetros pouco fundamentados. Não obstante, observa-se que as informações disponibilizadas pelas instituições administradoras a potenciais investidores de FII são insuficientes para uma análise criteriosa e bem fundamentada dessa alternativa de investimento. O capital investido em quotas de FII é remunerado em função da receita gerada pelo Empreendimento de Base Imobiliária (EBI) no qual o FII é lastreado e, por isso, a análise do investimento em quotas de FII deve passar pela avaliação da capacidade de geração de receita desse empreendimento, o que exige conhecimentos especializados de análise da qualidade de EBIs. Os EBIs da tipologia *shopping centers* apresentam algumas particularidades, em relação a outros EBIs, no que diz respeito à geração de receita. Por esse motivo, grandes investidores contratam estudos de mercado para analisar o investimento em quotas de FIISC. Porém, a contratação de um estudo de mercado pode inviabilizar o investimento por parte de pequenos e médios investidores. Assim, o objetivo desse trabalho é apresentar aos investidores de pequeno e médio portes uma rotina de análise da qualidade do investimento em quotas de FIISC, mesmo que seja uma análise expedita. A rotina apresentada baseia-se no conceito de arbitragem do Valor de Oportunidade do Investimento (VOI) em quotas de FIISC, cujo valor resultante da arbitragem serve de referência ao investidor para aquisição de quotas de determinado FIISC no mercado secundário. A arbitragem do valor da quota é feita com base nas expectativas do investidor em relação à geração de renda futura do FIISC e na taxa de retorno esperada por esse investidor, com base na sua percepção pessoal do risco e da liquidez do investimento nessas quotas. Com o intuito de fundamentar melhor a rotina proposta, é

demonstrada a aplicação desta rotina ao caso Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis (FIISPH).

ABSTRACT

Since 1999 some financial institutions have set up Real Estate Investment Funds (FIIs) that are tailored for the smaller investor. As such, the purchase of shares in these funds presents a real option for investment in stocks for these investors. However, it seems that the smaller investors have taken these steps based on ill-grounded criteria. Moreover, it appears that the information provided to potential investors by the fund manager does not stand up to clear and deep analysis. The capital invested in shares from a Shopping Center Fund (FIISC) is remunerated by the capacity of the shopping center to generate profit. Therefore, the FIISC investment analysis should be based on the profits projected for this particular venture, which demands an expert, specialized study of the specific project. Furthermore, investments in shopping centers present specific peculiarities in comparison with the other type of ventures. In light of this, the bigger investors tend to carry out market research before investing in FIISC. However, the cost of hiring market researchers could prove prohibitive and impractical for smaller investors. With this in mind, the aim of this paper is to present to the smaller investor some brief guidelines to analyze the investment in shares from a FIISC. These guidelines are based on the concept of *Valuation*, concerning the shares of FIISC a value (VOI), which serves as a reference for share acquisition. The arbitrage of the share value is based on the expectation of the investor in relation to the future income of the FIISC and the return expected by this investor, which is determined according to this person's perception of the investment risk and the facility of selling this share in the secondary market. For the purpose of demonstrating these guidelines practically, hereby is shown the application of them to the FIISC from Shopping Pátio Higienópolis (FIISPH).

SUMÁRIO

RESUMO i
ABSTRACT iii
SUMÁRIO iv
LISTA DE ABREVIATURAS vii
LISTA DE FIGURAS ix
LISTA DE GRÁFICOS x
LISTA DE TABELAS xi
LISTA DE QUADROS xii
1 INTRODUÇÃO 1
2 DECISÃO DE INVESTIMENTO 6
3 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO 8
3.1 O Fundo Imobiliário como Veículo de Securitização de Empreendimentos de Base Imobiliária 9
3.2 Principais Características dos Fundos Imobiliários no Brasil 11
3.3 Obrigações dos Fundos Imobiliários 12
3.4 O Tratamento das Informações aos Investidores do Mercado Acionário 14
3.5 A Negociação de Quotas de Fundo Imobiliário no Mercado Secundário 17
3.6 Investidores de Pequeno Porte 18
3.7 Os Fundos Lastreados Em Shopping Centers 21
3.7.1 Movimentações Financeiras em um FIISC 21
3.7.2 Fatores Determinantes na Geração de Receitas de um Shopping Center 24
3.7.3 Agentes Envolvidos em um FIISC 29
3.7.3.1 Comissão de Valores Mobiliários 29
3.7.3.2 Empreendedor 30
3.7.3.3 Construtor 30
3.7.3.4 Estruturador 30
3.7.3.5 Distribuidor 31
3.7.3.6 Instituição Administradora 31

3.7.3.7 Operador do Shopping 31
3.7.3.8 Investidor 31
3.7.3.9 Custodiante 32
3.7.3.10 Auditor Independente 32
4 ANÁLISE PRELIMINAR DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FIISC PARA INVESTIDORES DE PEQUENO PORTE 33
4.1 Rotina para Análise Preliminar de Investimento em Quotas de FIISC para Investidores de Pequeno Porte 34
4.1.1 Identificação das Características do Fundo de Shopping Center a ser Analisado 37
4.1.1.1 Identificação das Características do FII 37
4.1.1.2 Identificação do Shopping Center 39
4.1.2 Construção do Cenário Referencial 40
4.1.2.1 Exame do Desempenho Histórico do FIISC 42
4.1.2.2 Análise da Conjuntura Econômica Regional e Local 43
4.1.2.3 Identificação da Inserção no Segmento de Mercado 45
4.1.3 Manipulação do Modelo de Análise 47
4.1.4 Análise de Cenários Desviados 51
5 O CASO FII SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS 54
5.1 Identificação do Objeto a ser Analisado 55
5.1.1 Identificação das Características do Fundo 55
5.1.2 Identificação do Shopping Pátio Higienópolis 57
5.2 Construção do Cenário Referencial 58
5.2.1 Exame do Desempenho Histórico do Empreendimento 59
5.2.2 Análise da Conjuntura Econômica Regional e Local 66
5.2.3 Identificação da Inserção no Segmento de Mercado 69
5.3 Manipulação do Modelo de Análise 72
5.4 Análise sob Cenários Desviados 80
6 ANÁLISE CRÍTICA 83
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS 90

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....92
ANEXO 01.....95
ANEXO 02.....96
ANEXO 03.....97
ANEXO 05.....98

LISTA DE ABREVIATURAS

ABR	Área Bruta Rentável;
BB	Banco do Brasil;
CEF	Caixa Econômica Federal;
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários;
DTVM	Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários;
EBI	Empreendimento de Base Imobiliária;
EMBRAESP	Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio
FGV	Fundação Getúlio Vargas;
FII	Fundo de Investimento Imobiliário;
FIISC	Fundo de Investimento Imobiliário lastreado em shopping center;
FIISPH	Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis;
FRA	Fundo de Reposição de Ativos;
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística;
IGP-m	Índice Geral de Preços de Mercado;
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo;
Ir	Investimento em Reciclagem do Imóvel
IR	Imposto de Renda
ITBI	Imposto sobre Transmissão de Bens Imóveis;
PMSP	Prefeitura Municipal de São Paulo;
REIT	*Real Estate Investment Trusts*;

RI	Relação com Investidores;
ROD	Receita Operacional Disponível;
S.A.	Sociedade Anônima;
SEADE	Sistema Estadual de Análise de Dados;
SOMA	Sociedade Operadora do Mercado de Ativos;
SPH	Shopping Pátio Higienópolis;
TILA	Título de Investimento com Lastro em Ativos;
TRR	Taxa de Retorno Restrita;
VOI	Valor de Oportunidade de Investimento

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Lógica da securitização da implantação da securitização de um EBI 10
Figura 2 – Representação dos ciclos de um EBI.....22
Figura 3 – Movimentações financeiras em um FIISC 24
Figura 4 – Rotina para análise de valor.....36
Figura 5 – Fluxo de investimento e retorno no investimento em quotas de FIISC.....49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da receita do FIISPH, em R$mil da base, e linha de tendência linear da evolução 62
Gráfico 2 – Cenário arbitrado para projeção das receitas do FIISPH, conforme linha de tendência linear 73
Gráfico 3 – Projeção das Receitas do FIISPH: Cenários Referencial, Agressivo e Conservador 75
Gráfico 4 – Espectro de valores arbitrados para a quota do FIISPH 79
Gráfico 5 – Sensibilidade do FIISPH à Quebra de Receita 81
Gráfico 6 – Sensibilidade do FIISPH ao aumento nos custos 82
Gráfico 7 – Evolução do patrimônio dos *REITs* nos Estados Unidos 84

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Histórico das demonstrações do fluxo de caixa do FIISPH, em valores nominais 60
Tabela 2 - Histórico das demonstrações do fluxo de caixa do FIISPH, em R$mil da base da análise (janeiro/2006), deflacionados pelo IGP-m 61
Tabela 3 – Evolução das despesas do FIISPH 63
Tabela 4 – Histórico de cotações da quota do FIISPH no SOMA, em R$ da base..... 65
Tabela 5 – Histórico de ofertas de compra e ofertas de venda de quotas do FIISPH no SOMA, em R$ da base. 66
Tabela 6 – Parâmetros de taxa de crescimento das receitas do SPH arbitrados para projeção do fluxo de caixa do FIISPH 74
Tabela 7 – Parâmetros de despesas e investimentos do FIISPH arbitrados para os cenários da projeção do fluxo de caixa desse Fundo 75
Tabela 8 – Taxas de atratividade arbitradas para análise do FIISPH..... 78
Tabela 9 – Valores arbitrados com base no Cenário Referencial do FIISPH 78

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Notações Básicas utilizadas no Cálculo de Valores.....50

1 INTRODUÇÃO

Os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) foram instituídos no Brasil pela Lei Federal n. 8.668, de 1993, e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio das instruções 205 e 206 de 1994. Esses fundos têm por objetivo o investimento de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários em empreendimentos do setor imobiliário.

O veículo de investimento nesses fundos é a quota do FII. Como vantagens desse investimento em relação ao investimento direto em imóveis, pode-se citar: (i) a possibilidade de acesso ao investimento em empreendimentos imobiliários que, devido ao volume de recursos envolvidos, "não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira"; (ii) a simplificação do investimento, pois a administração do imóvel é terceirizada, evitando que o investidor se preocupe pessoalmente com procedimentos referentes a certidões, escrituras, recolhimento do ITBI, etc; (iii) a possibilidade de fracionamento do investimento, possibilitando ao investidor vender no mercado secundário apenas a quantidade de quotas suficientes para suprir a sua necessidade, ao contrário do investimento em imóveis, no qual o investidor deverá liquidar todo o investimento (vender o imóvel inteiro), independente do volume de sua necessidade instantânea; e (iv) o ganho de escala, uma vez que ao aplicar em um FII o pequeno investidor pode obter condições semelhantes às oferecidas aos grandes investidores, uma vez que a soma dos recursos proporciona ao fundo maior poder de negociação.

Os primeiros FIIs estruturados no Brasil tinham como foco a captação de recursos de investidores institucionais (Fundos de Pensão, por exemplo). Assim, não obstante os FIIs terem sido instituídos em 1993, os pequenos e médios investidores tiveram acesso a esse mercado apenas em 1999, com a estruturação de fundos cujo montante de investimento exigido na oferta ao mercado era acessível a esses investidores. Como exemplos, podem-se citar o FII Financial Center, lastreado em um edifício de escritórios

para locação, e o FII Shopping Pátio Higienópolis, cujos lotes mínimos de quotas eram de R$ 70.000 e R$ 10.000, respectivamente, na emissão primária.

Após a estruturação dos FIIs Financial Center e Shopping Pátio Higienópolis, continuaram sendo estruturados FIIs voltados à captação de recursos de pequenos e médios investidores, dentre os quais se podem citar FII Hospital da Criança, FII Continental Square, FII Água Branca, FII Torre Norte, FII Europar, entre outros.

Os FIIs no Brasil têm sido criados, em geral, para "revestir" um único empreendimento, ficando a remuneração dos quotistas atrelada à capacidade de geração de renda do empreendimento objeto do FII. O FII Europar é considerado, por alguns especialistas, o único, voltado a pequenos investidores, que investe em imóveis diversificados, não concentrando seus investimentos em um único empreendimento. Apesar de ser um FII voltado para investimentos em imóveis do setor de logística, principalmente armazéns de distribuição em localizações diversas, abrange também investimentos em edifícios de escritórios, por exemplo, e seus imóveis são locados para inquilinos diversos.

O FII Almirante Barroso, estruturado em 2002, pode ser considerado outro marco na evolução dos FIIs no Brasil, por ser o primeiro que teve suas quotas distribuídas por um grande banco de varejo: a Caixa Econômica Federal (CEF). O objetivo desse FII foi a aquisição de um prédio de escritórios no Rio de Janeiro, do qual a própria CEF tornou-se a única inquilina. A participação da CEF na distribuição das quotas desse FII possibilitou a emissão de quotas em lotes mínimos de R$ 1.000 e funcionários da própria CEF puderam adquirir quotas com pagamento descontado na folha de pagamento. Com a distribuição feita em 75 agências, 5.259 investidores adquiriram quotas desse FII, totalizando captação de R$ 104,8 milhões, enquanto FIIs anteriores captaram números menores de investidores. Por exemplo, o FII Shopping Pátio Higienópolis, em sua emissão primária, emitiu R$ 40.000.000 em quotas, adquiridas por aproximadamente 700 investidores.

Esses FIIs permitiram que investidores de pequeno porte pudessem participar da renda propiciada por grandes empreendimentos de base imobiliária, como edifícios de escritórios e shopping centers, por meio da aquisição de quotas do FII.

Os FIIs, conforme a legislação brasileira, são constituídos sob a forma de condomínios fechados e, por isso, não é permitido o resgate de quotas. A única maneira do investidor sair de sua posição de investimento é vender suas quotas no mercado secundário.

No intuito de dar mais transparência às transações com quotas de FIIs e gerar mais liquidez a esse mercado, em 2003 alguns FIIs passaram a ter suas quotas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), enquanto outros FIIs migraram para o mercado de balcão organizado da Bovespa (SOMA). Atualmente, em meados do ano de 2005, há 06 FIIs sendo negociados no mercado de balcão organizado (SOMA) e 09 na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), de um total de 63 FIIs registrados na CVM, totalizando patrimônio líquido de aproximadamente R$ 2,5 bilhões.

Como o investimento em quotas de FII é remunerado em função da geração de receita dos empreendimentos nos quais são lastreadas, a análise do investimento em quotas de FII deve passar pela avaliação das perspectivas de geração futura de receita desses empreendimentos, o que exige conhecimentos especializados de análise da qualidade do investimento em EBIs.

Dentre as diversas tipologias de EBIs, os shopping centers apresentam características peculiares no que diz respeito à geração de receita e, em especial, na relação entre locador e locatários dos espaços comerciais, o que dificulta ainda mais a análise do investimento por parte de investidores de pequeno porte. Entretanto, nota-se que os Fundos de Investimento Imobiliários lastreados em shopping centers têm tido boa aceitação por pequenos e médios investidores, talvez por possibilitarem a presença física dos investidores ao empreendimento no qual estão investindo indiretamente.

Todavia, observa-se no mercado de Fundos Imobiliários que as instituições administradoras não apresentam a devida preocupação em munir seus potenciais

investidores de informações suficientes para uma análise criteriosa e bem fundamentada do investimento em quotas de FII.

Assim, o objetivo desse trabalho é propor uma rotina que possibilite aos investidores de pequeno e médio porte uma primeira análise, mesmo que expedita, do investimento em quotas de Fundos de Investimentos Imobiliários lastreados em shopping center (FIISC), de tal modo que esse investidor possa, dentre uma amostragem de alternativas potenciais de investimento, selecionar aqueles que atendam aos requisitos mínimos estabelecidos pelo investidor como satisfatórios, em termos de perspectiva de rentabilidade, risco e liquidez.

Para que o leitor possa entender a rotina proposta, esse trabalho apresenta brevemente, no capítulo 02, como o investidor tende a tomar a decisão de investimento. No capítulo seguinte (capítulo 03), explica-se resumidamente o que é a securitização de um ativo imobiliário via Fundo de Investimento Imobiliário, além de apresentar as principais características e obrigações desses fundos. Para que o leitor possa comparar com o mercado de Fundos Imobiliários, apresenta-se, também, a preocupação do Mercado Acionário em munir seus investidores de informações suficientes à análise do investimento em ações.

Ainda no capítulo 03 é descrito como acontece a negociação de quotas de Fundo Imobiliário no mercado secundário e qualifica quem são os investidores considerados de pequeno e médio porte. São apresentadas, também, as principais características dos Fundos Imobiliários lastreados em shopping centers (FIISC) no que diz respeito à movimentação financeira nesses fundos, aos fatores determinantes na geração de receita e quem são os principais agentes envolvidos nessa operação.

A rotina proposta nesse trabalho é apresentada no capítulo 04 e consiste na arbitragem de um espectro de valores aceitáveis para a quota do FIISC, em função da remuneração mínima esperada pelo investidor (taxa de atratividade), em função de sua percepção de risco e liquidez do investimento nessas quotas. A arbitragem desses valores fundamenta-se em cenários projetados para o fluxo de caixa do FIISC, com base no histórico do

FIISC, na inserção do shopping no seu segmento de mercado e na conjuntura econômica na qual o shopping esteja inserido.

No capítulo 05 é feita a aplicação da rotina proposta ao caso do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis, para exemplificar e fundamentar melhor a rotina proposta no capítulo anterior. A seleção do caso foi feita em função da qualidade das informações obtidas, pelo fato desse ser um dos mais antigos Fundos Imobiliários voltados a pequenos e médios investidores e, também, por ser considerado um *case* de sucesso por alguns especialistas.

Ao se estudar o mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários, pode-se deparar com diversas discussões que tangem ao desenvolvimento desse mercado no Brasil. Assim, apesar da análise do mercado de Fundos Imobiliários, em seu estado da arte, não ser o foco desse trabalho, torna-se inevitável registrar uma análise crítica desse mercado, com o objetivo de auxiliar o investidor de pequeno e médio porte em seu entendimento a respeito do mercado de Fundos Imobiliários e auxiliá-lo na avaliação dos riscos envolvidos no investimento em quotas de FII. Para isso, no capítulo 06 é apresentada uma breve análise crítica da rotina proposta nesse trabalho e, também, do mercado de FIIs em geral.

Por fim, no capítulo 07 são relatadas as conclusões do trabalho e as sugestões de estudos para os próximos trabalhos nesse segmento de mercado.

2 DECISÃO DE INVESTIMENTO

Um investidor encontra, no mercado financeiro, diversas alternativas de investimento para aplicação do seu capital. Para se decidir dentre as alternativas disponíveis, o investidor deve avaliar as três características básicas de qualquer investimento: rentabilidade, risco e liquidez.

Ao avaliar o investimento em qualquer tipo de ativo, o investidor analisa a liquidez deste investimento e, diante da sua percepção pessoal de risco, determina a taxa mínima de remuneração que pretende para o seu capital, realizando a comparação entre o investimento em análise e os outros disponíveis no mercado. A essa taxa mínima de remuneração pretendida pelo investidor dá-se o nome de Taxa de Atratividade, a qual varia de um investidor para outro, conforme a sua percepção pessoal do risco inerente ao investimento.

Nesse sentido, ROCHA LIMA JR. (1995) diz que um investidor analisa a qualidade do investimento em um empreendimento baseando-se em princípios associados a (i) ganhos de riqueza com o investimento e (ii) segurança do investimento. Segundo ele, a segurança do investimento está associada, em síntese, a dois fundamentos: "(ii-a) o princípio de que, ao investir, o empreendedor enrijece a sua capacidade de investimento, pois transforma recursos líquidos, que dispõe, em outro tipo de bem, de liquidez restrita, o que caracteriza um nível de exposição e uma perda de capacidade de investimento a ser retomada no futuro, que devem ser equacionadas frente a outras exigências ou oportunidades que tenha ou se espera vir a ter e (ii-b) o critério de que o bem em que se transforma seus recursos líquidos deve ter estabilidade de valor, para poder assegurar, diante de desvios possíveis na conjuntura, um determinado lastro para os recursos imobilizados no empreendimento".

No caso de análise do investimento em quotas de Fundo de Investimento Imobiliário lastreado em shopping center (FIISC), a remuneração do capital investido estará atrelada à capacidade do shopping em gerar renda futura e, conseqüentemente, os riscos desse

investimento serão aqueles inerentes a essa tipologia de Empreendimento de Base Imobiliária (EBI).

Portanto, o investidor deve fundamentar a decisão de investimento em quotas de um FIISC na sua expectativa de comportamento futuro do fluxo de caixa desse shopping center, dentro do contexto econômico e mercadológico em que o empreendimento está inserido.

Em função da projeção do fluxo de caixa do shopping center, o investidor arbitra o valor máximo que se dispõe a pagar pela quota, a fim de que tenha seu capital remunerado de acordo com a taxa de atratividade esperada para este investimento. Caso o valor de venda das quotas do FIISC ofertadas no mercado secundário esteja igual ou abaixo do valor arbitrado pelo investidor, é de se esperar que o mesmo poderá estar disposto a aplicar seu capital na aquisição de uma ou mais quotas desse FIISC.

Conforme ROCHA LIMA JR. (1994c), a análise do investimento em quotas de FII, por meio de arbitragem de seu valor, tem como objetivo construir um conjunto de informações que o investidor entenda como suficientes para balizar suas decisões. Quando o investidor não está disponível para apresentar a forma segundo a qual decide, cabe ao planejador formatar um sistema de informações que possa ter a universalidade capaz de cobrir os parâmetros mais comumente manipulados no processo decisório vinculado ao objeto da análise.

ROCHA LIMA JR. (1998), também diz que a escolha do investimento será tanto mais confortável, quanto mais informações estiverem disponíveis para se poder avaliar o desempenho esperado e os riscos inerentes ao investimento.

Ao se elucidar o processo de decisão do investimento em quotas de FIISC, torna-se evidente a necessidade de disponibilidade das informações necessárias para que o investidor tome sua decisão consciente da liquidez das quotas, dos riscos do investimento e das perspectivas de rentabilidade dos ativos em questão.

3 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Com a implementação das operações de securitização de ativos imobiliários, por meio da criação de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), as quotas desses Fundos se tornaram mais uma alternativa de investimento no Mercado de Capitais. Em função de algumas características desse investimento (lastro, rentabilidade, etc), o investimento em quotas de FII apresenta-se como uma alternativa de investimento potencial tanto para investidores do Mercado de Capitais, como, principalmente, para os investidores de imóveis para renda.

Entretanto, esse tipo de investimento, no Brasil, encontra-se em um estágio pouco evoluído, especialmente quando comparado com as demais opções de investimento do mercado de capitais, como, por exemplo, debêntures e ações.

Segundo AMATO et al.(2005), não obstante a origem dos FIIs no Brasil datar do início da década de 90, os pequenos e médios investidores passaram a participar mais ativamente deste mercado com o advento da oferta pública dos FIIs, o que se deu somente no segundo semestre de 1999.

Considerando-se que a difusão do mercado de FII no Brasil ainda é pequena, o que se observa atualmente, salvo algumas exceções, é um mercado que não fornece ao investidor condições de avaliar a qualidade do investimento em quotas de FII de forma criteriosa e fundamentada, vez que as informações disponibilizadas são insuficientes.

Sendo assim, para esclarecer ao leitor quais as principais características de um FII no Brasil e qual a situação atual das informações disponíveis à análise do investimento em quotas, esse capítulo apresenta (i) a lógica de uma operação de securitização de um Empreendimento de Base Imobiliária (EBI) por meio de um FII, (ii) as principais características dos FIIs no Brasil, (iii) as obrigações de um FII no que diz respeito à divulgação de informações e, por último, traça um paralelo entre o mercado de FII e o mercado acionário.

3.1 O Fundo Imobiliário como Veículo de Securitização de Empreendimentos de Base Imobiliária

O processo de securitização pode ser entendido como a emissão de valores mobiliários lastreados em um determinado ativo. O Novo Acordo de Capital da Basiléia (2001) define securitização de ativo como sendo o acondicionamento de ativos ou obrigações em mercado de capitais para venda a terceiros. Assim, a utilização deste instrumento tem sido uma tendência para captação de recursos para financiamento e/ou comercialização de empreendimentos da construção civil.

De acordo com TAKAOKA (2003), "os procedimentos de securitização constituem uma forma de inserir, no mercado de capitais, produtos para captação de fundos necessários à realização de investimentos, com derivação específica para o setor da Construção Civil, na área dos empreendimentos imobiliários e de base imobiliária".

Existem atualmente diversos tipos de valores mobiliários que permitem aos investidores aplicar recursos no mercado imobiliário, sem necessariamente adquirir a propriedade direta do imóvel. Fundo de Investimento Imobiliário (FII) e Título de Investimento em *Real Estate* (TIRE) são exemplos de veículos de securitização de ativos relacionados ao mercado imobiliário. Portanto, o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) tem sido um veículo utilizado para securitização de Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI)[1], cujo vetor de investimento é a quota do Fundo.

TAKAOKA (2003) diz que "o objetivo da securitização é fornecer recursos para o empreendedor implantar EBIs, de forma mais eficiente, com menores custos de captação, visando gerar renda, para os seus investidores, provenientes do resultado da

[1] ROCHA LIMA JR. (1994b) conceitua como Empreendimentos Imobiliários aqueles empreendimentos cujo objetivo é produzir unidades imobiliárias para vender ao mercado, e como Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI) aqueles que têm a renda dos investimentos na sua implantação, ou dos investimentos de sua aquisição já implantado, associada ao desempenho da operação que se verificará com base no imóvel, seja meramente a sua locação por um valor fixado, seja pela exploração de uma determinada atividade, da qual se deriva a renda, como no caso dos shopping centers e dos hotéis.

operação do empreendimento". Sob este ponto de vista, a lógica da implantação da securitização de EBI está representada, de forma simplificada, na figura a seguir.

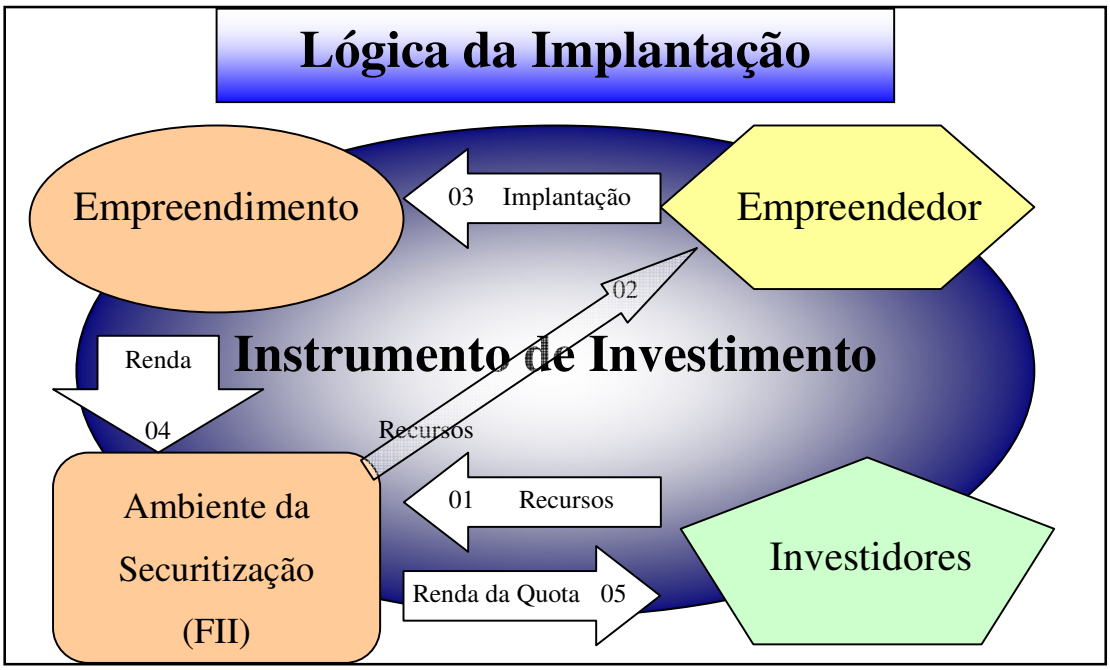

Figura 1 – Lógica da securitização da implantação da securitização de um EBI

Fonte: extraído e adaptado de TAKAOKA (2003)

Assim, conforme a figura apresentada, a securitização de um EBI via Fundo de Investimento Imobiliário é feita da seguinte forma: (1) uma instituição estrutura um FII, cujo lastro será o EBI a ser implantado, e emite quotas desse Fundo com o objetivo de captar recursos de investidores; (2) o FII contrata o empreendedor que formatou o EBI para que o empreendimento possa ser implantado; (3) o empreendedor implanta o empreendimento, ou contrata um construtor para implantar o empreendimento; (4) o empreendimento em operação gera resultados operacionais que são distribuídos ao FII; (5) o FII desconta seus custos operacionais (taxa de administração, CVM ,etc) e distribui os resultados aos quotistas, como forma de remuneração dos recursos investidos.

Apesar de a figura anterior ter sido utilizada para apresentar a lógica de uma securitização, é importante salientar que essa operação tem flexibilidade nas etapas de sua estruturação. Ademais, tem sido comum a estruturação de FIIs com o objetivo de adquirir empreendimentos prontos para operar, ou já em operação.

O fato dos FIIs estarem sendo estruturados para adquirir empreendimentos em operação, ou pronto para operar, tem explicação em função do menor risco dessa operação, quando comparado aos FIIs estruturados para implantar algum empreendimento. Nesse caso, pode-se agregar risco de crédito na operação, uma vez que a entrega do empreendimento pronto para operar depende da capacidade financeira do empreendedor para custear a implantação do empreendimento. Para que o investimento nestas circunstâncias se torne atraente aos investidores, a tendência é que sejam exigidas garantias adicionais e/ou o pagamento de prêmios maiores para compensar o risco majorado.

Pode-se notar, portanto, que existem diversas alternativas para o processo de emissão de quotas de FII. Porém, não se discutirá exaustivamente esse assunto no presente trabalho, tendo em vista que o intuito deste capítulo é somente a apresentação da lógica dessa operação.

3.2 Principais Características dos Fundos Imobiliários no Brasil

Os FIIs foram instituídos no Brasil pela Lei Federal n. 8668, sancionada pelo Congresso Nacional em 25 de junho de 1993, sendo que a lei n. 9779 de 19 de janeiro de 1999 trouxe uma série de alterações na sua regulamentação. Considerando-se que uma quota de FII é um valor mobiliário, a sua regulamentação e fiscalização são exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O ato normativo da CVM que regulamenta a constituição, o funcionamento e a administração dos FIIs é a Instrução n. 205, com as alterações trazidas pela Instrução n. 389. Por outro lado, a Instrução n. 206 dispõe sobre as normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FIIs.

Os FIIs são constituídos na forma de condomínios fechados, com objetivo de aplicar recursos financeiros em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, a serem

implantados ou já concluídos. Os FIIs podem ser constituídos por prazo determinado ou indeterminado, não sendo permitido, em nenhuma dessas modalidades, o resgate de suas quotas. Desta forma, um investidor somente pode sair de sua posição de investimento através da venda de suas quotas no mercado secundário ou com o advento da liquidação do FII.

Segundo AMATO et al. (2005), "ao menos 75% do patrimônio do fundo deve ser aplicado em bens e/ou direitos imobiliários de um ou mais empreendimentos, sendo o saldo remanescente aplicado em ativos de renda fixa".

Finalmente, a instituição administradora do FII deverá ser, obrigatoriamente, instituição financeira devidamente registrada na CVM. Essa instituição será responsável pela gestão do patrimônio do FII e, para isso, será a proprietária fiduciária dos bens imóveis e dos direitos sobre imóveis adquiridos com os recursos do FII.

3.3 Obrigações dos Fundos Imobiliários

Dentre as atribuições da CVM como órgão regulador do mercado de capitais, está a preocupação em assegurar ao investidor o acesso às informações necessárias à adequada avaliação do investimento em valores mobiliários.

Nesse sentido, a Instrução n. 205 de 1994 descreve todas as obrigações que competem a uma instituição administradora de FII, sendo que, no presente capítulo, dar-se-á especial atenção às exigências da CVM relativas à divulgação de informações do FII pela instituição administradora.

Vale ressaltar que as instituições administradoras, em sua maioria, têm se limitado à divulgação de informações obrigatórias, exigidas pela CVM, o que aparentemente não é suficiente para uma análise criteriosa e bem fundamentada da qualidade do investimento em quotas de FII por potenciais investidores.

Dentre as exigências feitas pela CVM, está a prestação de informações mensais acerca do valor do patrimônio do FII, do valor patrimonial da quota e da rentabilidade apurada

no período. Semestralmente, a instituição administradora é obrigada a publicar, em jornais pré-estabelecidos, relatório e demonstrações financeiras do FII, além do parecer de auditor independente.

Segundo a já mencionada Instrução n. 205 de 1994, devem constar do relatório elaborado pela administradora a descrição dos negócios realizados no semestre, o programa de investimentos para o semestre seguinte, a relação das obrigações contraídas no período, a rentabilidade dos últimos quatro semestres, o valor patrimonial das quotas e a relação dos encargos debitados do FII.

Além disso, a CVM exige que a administradora descreva nesse relatório, baseando-se em premissas fundamentadas e devidamente explicitadas, a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentram as operações do FII, as perspectivas da administração para o semestre seguinte e o valor de mercado dos bens e direitos integrantes do patrimônio do FII.

Nota-se que a preocupação da CVM na instrução 205/94 foi muito mais de proteger o quotista, fiscalizando as práticas da instituição administradora e analisando as demonstrações financeiras do Fundo, do que de assegurar o acesso do investidor às informações necessárias à adequada avaliação do investimento nessas quotas.

A título de exemplificação, pode-se citar o fato de que as informações quanto ao valor patrimonial das quotas de um FII não acrescentam necessariamente qualidade à análise do investimento neste Fundo, uma vez que os valores divulgados são calculados de acordo com as normas de práticas contábeis, uma vez que o valor contábil da quota pode não acompanhar seu valor de mercado.

Por outro lado, as notas sobre a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentram as operações do FII, que deveriam auxiliar os investidores na decisão de investimento, geralmente são acrescentadas ao relatório sem a devida preocupação em demonstrar como as perspectivas da economia poderão

influenciar na geração de receita do FII ou quais são as perspectivas de inserção de mercado do empreendimento no seu segmento de atuação.

Há, portanto, uma preocupação da instituição administradora em cumprir as exigências estabelecidas pela CVM. Contudo, a mesma preocupação não é demonstrada no que concerne ao fornecimento de informações que possibilitem aos potenciais investidores a análise do investimento em determinado FII.

3.4 O Tratamento das Informações aos Investidores do Mercado Acionário

Uma ação de determinada companhia representa uma "fração" do patrimônio dessa companhia, assim como uma quota de FII representa uma fração do patrimônio deste FII. O investimento em ações é remunerado pela distribuição de dividendos da empresa e pela valorização das ações no mercado secundário.

A análise do investimento em ações é feita com base em informações relativas à história e às perspectivas de lucros futuros de uma empresa, levando-se em conta fatores econômicos e mercadológicos dessa empresa, o histórico de cotações de suas ações em bolsas de valores, etc.

Portanto, há necessidade de que os investidores desse mercado sejam munidos de informações suficientes para que possam tomar a decisão de investimento com base em análises bem fundamentadas. Contudo, pode-se perceber que a forma pela qual o investidor do mercado acionário é tratado em termos de informação é bem diferente da situação atual do mercado de FII. Há uma grande preocupação dos agentes envolvidos no mercado acionário em dotar os investidores desse mercado de informações e ferramentas que os auxiliem na tomada de decisão de investimento.

Devido ao grau de complexidade da avaliação do investimento em ações, existe a figura dos analistas, que são especialistas na análise de ações. Os analistas realizam o acompanhamento sistemático da empresa e do setor no qual determinada ação está

inserida. Conforme LUQUET (2005), “esses profissionais colecionam todas as informações que possam influenciar a receita, as despesas, a pulverização de capital e as mutações do patrimônio – enfim, todos os pontos ligados ao desempenho da companhia”.

LUQUET (2005) diz que são analisados diversos aspectos da companhia, como sua transparência (tanto em relação à sua estrutura societária, como no tocante à divulgação de informações para os acionistas), números dos balanços divulgados e fatos relevantes que afetem o desempenho dos ativos no mercado. A liquidez das ações na bolsa também deve influenciar a análise do seu valor.

Para proteger o investidor e garantir que as empresas divulguem as informações que possam influenciar no preço das ações, a CVM elaborou a instrução n. 358/02, que dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e disciplina a divulgação de informações dessas companhias.

A referida Instrução n. 358/02 disciplina a divulgação de informações e prevê punições para aquelas companhias que infringirem as obrigações nela impostas, definindo como relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. A Instrução n. 358/02 em alusão traz, ainda, exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes que devem ser divulgados pela companhia aberta.

Além disso, a Bovespa vem desenvolvendo um trabalho de disseminar, entre as companhias abertas, o desenvolvimento de Relação com Investidores (RI), que, segundo BOVESPA (2005), “é uma atividade destinada a estreitar o relacionamento entre a companhia aberta e os investidores, sejam estes atuais ou potenciais”.

Dentre as principais atividades de RI a serem desenvolvidas dentro de uma companhia aberta, a BOVESPA (2005) enumera: (i) desenvolvimento interno da cultura de companhia aberta; (ii) divulgação de informações obrigatórias; (iii) relacionamento com órgãos reguladores; (iv) divulgação de informações voluntárias de mercado; (v) monitoramento dos serviços aos acionistas e respectivas assembléias; (vi) relacionamento com as bolsas de valores e mercados de balcão; (vii) reuniões com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais; (viii) acompanhamento das avaliações feitas sobre a companhia; (ix) relacionamento com a imprensa; (x) acompanhamento das condições de negociação dos valores mobiliários da companhia.

Tudo isso demonstra a preocupação dos órgãos reguladores do mercado de ações, em especial a CVM, e, também, das empresas atuantes nesse mercado, em munir o investidor de informações suficientes para a elaboração de análise de investimento criteriosa e bem fundamentada, permitindo uma tomada de decisão de investimento consciente.

Não obstante, a preocupação em manter a dinâmica do mercado acionário também fica evidente com a introdução de ferramentas nesse mercado com o objetivo de gerar liquidez às ações. Esse é o objetivo do "formador de mercado" (*market maker*) que, segundo BOVESPA (2005), é um profissional contratado por companhias abertas, seus acionistas ou empresas controladas, que mantêm oferta de compra e venda de ações negociadas em mercado de bolsa, de balcão ou eletrônico, para promover sua liquidez nas negociações.

Conforme BOVESPA (2005), esse profissional não pode ter acesso a informações privilegiadas, não divulgadas publicamente pela empresa contratante. Pode ser financiado pela empresa contratante e sua contratação ou dispensa deve ser comunicada ao mercado como fato relevante. Normas referentes à sua atividade são emitidas pela bolsa de valores, com objetivo de impedir que sejam criadas condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ações.

Com isso, pode-se observar que a dinâmica existente no mercado de ações não se apóia exclusivamente no fato desses valores mobiliários serem negociados em bolsas de valores. A dinâmica desse mercado é garantida, também, por meio de mecanismos criados para gerar liquidez às ações e para munir os investidores de informações e conhecimentos suficientes para avaliarem o investimento.

A existência de analistas de mercado dá suporte à decisão de investimento em ações por parte de investidores e possibilita a entrada daqueles não especializados. Por conseqüência, a tendência é gerar o interesse de mais investidores em entrar nesse mercado, pois, apesar de não possuírem conhecimento suficiente para analisar o investimento, os analistas podem auxiliá-los na decisão. O aumento da base de investidores é muito importante, pois gera mais negócios e dinamiza o mercado.

3.5 A Negociação de Quotas de Fundo Imobiliário no Mercado Secundário

Conforme a legislação de FII vigente no Brasil, esse tipo de fundo deve ser fechado, ou seja, não permitir o resgate de quotas. Por esse motivo, um investidor de FII, para sair da posição de investimento, deve comercializar sua quota no mercado secundário, transferindo a quota para outro investidor.

Inicialmente, as quotas de FII estavam sendo negociadas exclusivamente no "mercado de balcão". Conforme LUQUET (2005), o mercado de balcão "abrange toda negociação com valores mobiliários operada fora da bolsa de valores e por meio de intermediários próprios do sistema de distribuição de títulos". Esse tipo de negociação, devido à falta de agentes reguladores, gera pouca transparência das negociações aos investidores, pois não apresentam um histórico confiável de transações ocorridas com as quotas do FII. A falta de transparência pode ter impacto na liquidez dos ativos.

Conforme BOVESPA (2005), liquidez associa-se com a capacidade de comprar ou vender um investimento com o mínimo de esforço, sem afetar seu preço. Portanto, para

se avaliar a liquidez das quotas de um FII, é importante levantar o histórico de transações realizadas com essas quotas no mercado secundário.

Assim, no intuito de dar mais liquidez às quotas de FII e gerar mais transparência às transações com esses ativos, alguns FIIs passaram a ser negociados em mercados organizados. Nesses mercados, todas as transações ficam registradas e, portanto, o investidor pode consultar esse histórico para avaliar qual a dificuldade poderá ter para sair da posição de investimento caso adquira quotas de FII.

Em dezembro de 2005, seis FIIs tinham suas quotas negociadas no SOMA (BB Fundo de investimento Imobiliário Progressivo, Edifício Almirante Barroso, Hospital da Criança, Shopping Pátio Higienópolis, Torre Almirante e Torre Norte), que é um mercado de balcão organizado, e nove FIIs cujas quotas são negociados na Bovespa (ABC Plaza Shopping, Europar, Financial Center, Guararapes, JK, Panamby, Sigma, Continental Square Faria Lima e Via Parque).

É importante salientar que o início da negociação das quotas em mercados organizados foi um grande passo para dinamizar o mercado secundário de quotas de FII. Entretanto, o simples fato das quotas serem negociadas nesse ambiente não lhes garante liquidez.

Assim como acontece no mercado acionário, a presença de formadores de mercado (ou *market makers*) de FII seria muito importante para garantir a liquidez das quotas do FII, possibilitando os investidores entrar e sair da posição de investimento quando necessário. Isso traria maior dinâmica ao mercado de FIIs.

3.6 Investidores de Pequeno Porte

A instrução CVM n. 409/04 define como investidores qualificados (i) instituições financeiras, (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização, (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar, (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 300.000 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado, (v) fundos de

investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

A análise do investimento em quotas de FII exige conhecimentos especializados de análise da qualidade de empreendimentos. Portanto, para investidores qualificados, que investem volumes expressivos de recursos em quotas de FII, é factível a contratação de estudos de mercado elaborados por consultores especializados para dar suporte à decisão de investimento. Entretanto, para investidores de pequeno e médio porte, a contratação de consultoria especializada pode inviabilizar o investimento nessas quotas.

Fundos como o FII Almirante Barroso e o FII Shopping Pátio Higienópolis possibilitaram o ingresso de investidores de pequeno e médio porte no mercado de FIIs, devido ao valor mais acessível do lote mínimo de suas quotas. Porém, a aparente dificuldade de análise da qualidade do investimento em quotas de FII por parte dos pequenos e médios investidores porte pode estar sendo um dos empecilhos à entrada maciça desses investidores no mercado de FII. Ou seja, investidores potenciais podem estar deixando de aderir a esse mercado devido à incapacidade de analisar a qualidade do investimento.

Parte dos investidores que aderiram ao mercado de FII, aparentemente, têm tomado a decisão de investimento baseando-se exclusivamente em dados históricos de distribuição de resultados do FII, enquanto, na verdade, deveriam avaliar também as perspectivas de geração futura de resultados. Isso foi constatado por AMATO et al. (2005) que, após analisarem os dados de oito FIIs, constataram que os valores de transação das quotas de FII no mercado secundário "são influenciados de alguma maneira pela relação entre o rendimento mensal distribuído e o valor de mercado das quotas (denominado de *dividend yield*)".

Portanto, o foco desse trabalho, daqui em diante, passa a ser apresentar a esses investidores, que não contam com o suporte de estudos especializados na análise do investimento em quotas de FII, uma rotina de análise da qualidade do investimento em

quotas de FII para que, com isso, possam comparar e avaliar a qualidade das alternativas existentes de investimento.

Por analogia à definição da CVM - que classifica como investidor qualificado aqueles que possuem investimentos financeiros em valor superior a R$ 300.000 e que, além disso, atestem por escrito serem investidores qualificados - classificaremos como investidores de pequeno e médio porte aqueles, em sua maioria pessoas físicas, que não possuem conhecimentos especializados em análise de investimento em quotas de FII e cujos montantes de investimentos no mercado financeiro sejam abaixo de R$ 300.000[2].

Destaca-se que esse valor refere-se a todo o investimento desses investidores no mercado financeiro, de forma que, geralmente, esse investidor possui uma carteira de investimentos e, por esse motivo, destina apenas uma parte desse recurso ao investimento em quotas de FII.

Além disso, a estruturação de FIIs com quotas pulverizadas, com valores muitas vezes menores que R$ 1.000, atraiu para esse mercado investidores de pequeno porte cujo montante de investimento em quotas de FII não ultrapassa, muitas vezes, R$ 10.000[3]. Esses investidores provavelmente não possuem capacidade para avaliar esse investimento criteriosamente e, por esse motivo, deveria poder contar com o auxílio de analistas especializados no momento de decisão de investir.

---

[2] É importante destacar que o parâmetro de investimento máximo de R$ 300.000, utilizado para definir um investidor de pequeno porte, diz respeito a toda a carteira de investimento desse investidor no mercado financeiro, e não apenas em quotas de FII. Ou seja, geralmente estes investem abaixo de R$ 300.000 em quotas de FII.

[3] Esses investidores foram atraídos, muitas vezes, pela possibilidade de ser tornarem "sócios" de grandes empreendimentos imobiliários, como shoppings e grandes edifícios de escritórios, por meio da aquisição de quotas do FII lastreado nesses empreendimentos. Geralmente, o montante necessário para investir nessas quotas fica abaixo do necessário para se adquirir qualquer unidade imobiliária diretamente no mercado (salas de escritórios, apartamentos, etc).

3.7 Os Fundos Lastreados Em Shopping Centers

O investimento em quotas de FII é remunerado em função da capacidade de gerar renda do EBI no qual o Fundo é lastreado. Portanto, para se avaliar a qualidade do investimento em quotas de FII, é preciso conhecer as características do empreendimento no qual esse Fundo se lastreia, principalmente no que diz respeito aos fatores determinantes na geração de receita.

Os shopping centers apresentam algumas particularidades no que diz respeito à geração de receitas, principalmente em função da relação atípica entre locatários e locadores dos espaços comerciais. Assim, para que um investidor de pequeno porte possa analisar o investimento em quotas de FII lastreado em shopping centers (FIISC), é importante que ele conheça (i) como ocorrem as transações financeiras em um FIISC e, também, (ii) quais os fatores determinantes na geração de resultados de um FIISC.

Uma análise detalhada dos fatores determinantes na geração de receitas de um shopping center seria importante para o investimento em quotas de FIISC. Entretanto, devido ao grau de complexidade dessa análise, o custo necessário para execução desse estudo poderia inviabilizar o investimento nessas quotas por parte de pequenos investidores. Por isso, a rotina proposta adiante no presente trabalho representa uma metodologia simplificada para análise expedita do investimento em quotas de FIISC, não apresentando o grau de detalhamento descrito a seguir. Entretanto, é importante que o investidor conheça os fatores determinantes na geração de receita de shopping centers para que possa saber quais informações são relevantes para a construção do Cenário Referencial de sua análise.

3.7.1 Movimentações Financeiras em um FIISC

Os Empreendimentos de Base Imobiliária, e particularmente os shopping centers, apresentam fases distintas em seu desenvolvimento, com características próprias de investimentos e geração de receitas em cada uma delas. Segundo ROCHA LIMA JR.

(1994), essas diferentes fases de um EBI podem ser definidas em quatro ciclos distintos, conforme figura a seguir:

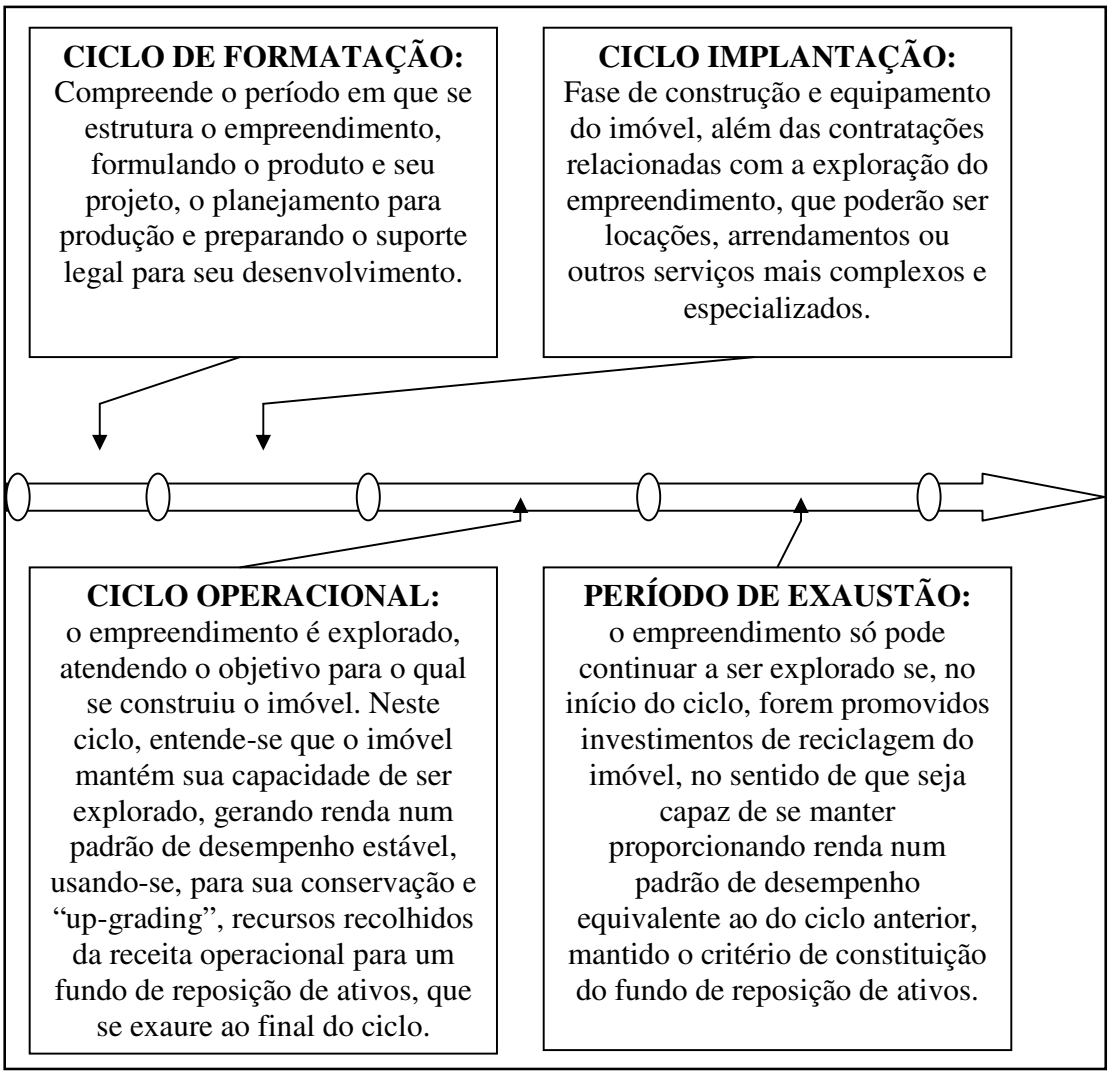

Figura 2 – Representação dos ciclos de um EBI

Fonte: extraído de ROCHA LIMA JR. (1994)

Como o foco desse trabalho é em análise do investimento de quotas no mercado secundário, pressupõe-se que o shopping no qual o FII é lastreado já esteja em operação. Além disso, a estruturação de Fundos de shopping centers no Brasil têm acontecido, na maioria dos casos, por meio de aquisição de shoppings em operação ou prontos para operar, como, por exemplo, os Fundos Shopping Pátio Higienópolis, Fashion Mall,

Parque D. Pedro, entre outros. Assim, dar-se-á ênfase à descrição dos shoppings durante o ciclo operacional.

A receita de um shopping durante o Ciclo Operacional se dá, fundamentalmente, através do recebimento de aluguéis proveniente da locação de seus espaços comerciais. É comum, conforme será explicado adiante, a cobrança de aluguel com base em percentual do faturamento dos lojistas (*overage*) e estabelecer um valor mínimo mensal (piso).

As despesas de um shopping no ciclo operacional referem-se à administração desse empreendimento (taxa de administração cobrada pela operadora do shopping, gastos com limpeza e manutenção do shopping, folha de pagamento dos funcionários, etc). Segundo MONETTI (1996), incluem-se nessas despesas "parcela de contribuição ao Fundo de Promoções Coletivas, despesas decorrentes da administração dos contratos de locação e contribuição ao Fundo de Reposição de Ativos, sendo, esse último, não exatamente uma saída de caixa, mas reserva de recursos exclusivamente para o fim que se propõe". Assim, deduzindo-se as despesas e reservas do shopping de suas receitas, tem-se o Resultado Operacional Disponível do shopping center (ROD_{SC}).

Um FIISC tem suas receitas provenientes, prioritariamente, de sua participação nesse empreendimento. Assim, consistirão em receitas do FIISC o ROD_{SC} proporcional à sua participação no shopping e, também, eventuais receitas financeiras provenientes de aplicações financeiras efetuadas com sobras de caixa do FII.

Das receitas do FIISC descontam-se as despesas de administração e manutenção do Fundo, dentre as quais se destacam a taxa de administração cobrada pela instituição administradora, a taxa de fiscalização da CVM, a taxa de custódia, os honorários de contabilidade, os honorários de pessoas jurídicas (advogados, auditores independentes, etc) e qualquer tipo de provisão administrativa necessária, resultando-se no Resultado Operacional Disponível do Fundo (ROD_{FII}). Esses resultados são distribuídos aos quotistas conforme regulamento do Fundo, como forma de remuneração do capital investido na aquisição das quotas.

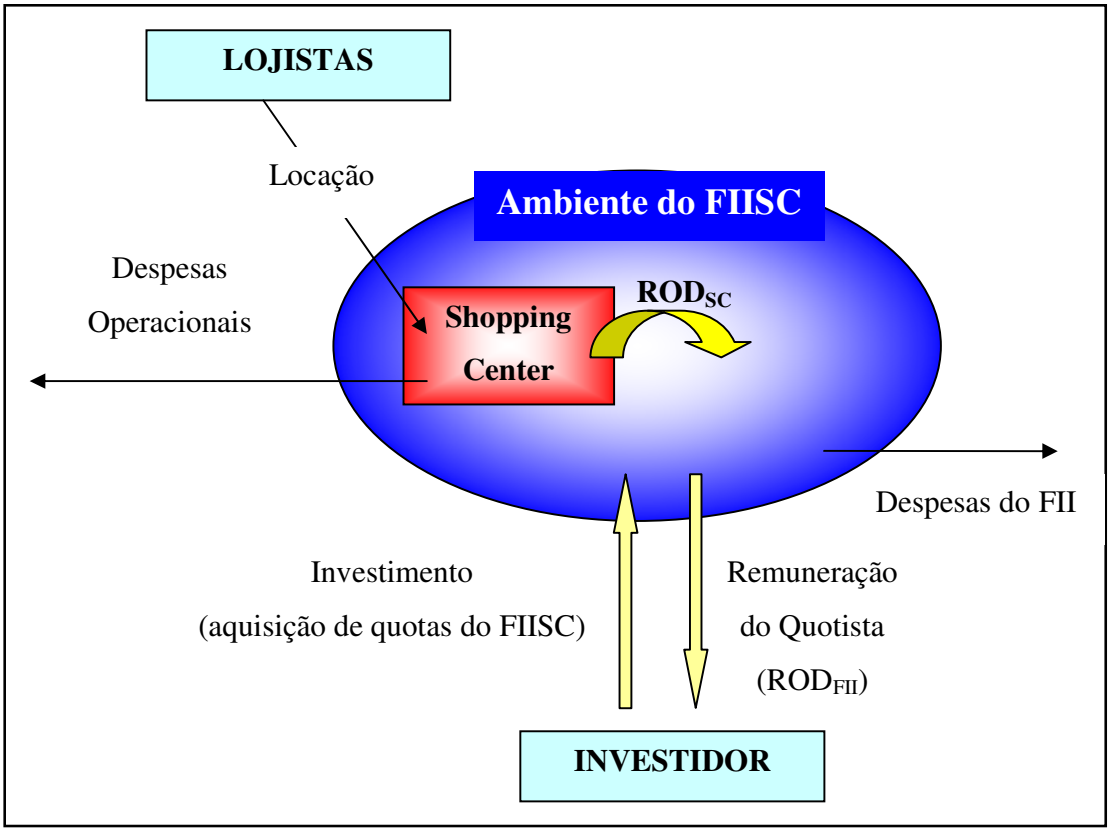

Figura 3 – Movimentações financeiras em um FIISC

3.7.2 Fatores Determinantes na Geração de Receitas de um Shopping Center

Segundo ROCHA LIMA JR. (1996), o consumidor compra num shopping center por necessidade ou anseio. Assim, um empreendimento da tipologia shopping center, para que alcance sucesso em sua operação, deve ser formatado em função das necessidades e anseios de compra do público alvo. Para isso, deve-se planejar o empreendimento fundamentando-se em uma *estratégia de ancoragem* que resulta em um *sistema de ancoragem* do empreendimento.

MONETTI (1996) diz que existem muitas formas possíveis de se estruturar o *sistema de ancoragem* de um shopping center, o qual deverá ser concebido buscando a identificação

do shopping center com seu público alvo. Fatores como acessibilidade, conforto, ambientação, complementaridade e diversidade da oferta, preço e qualidade dos produtos são alguns aspectos considerados relevantes pelo público em geral, cada consumidor ponderando-os de forma própria, conforme seja sua postura individual ou necessidade específica associada ao momento da compra.

Segundo MONETTI (1996), "na concepção do projeto, a caracterização do número de lojas e respectivas dimensões, bem como o posicionamento relativo de cada unidade do empreendimento, deverão ser expressões do sistema de ancoragem, que também será responsável pelas diretrizes a serem utilizadas na colocação das lojas, enquanto escolha da atividade que será desenvolvida em cada espaço comercial, constituindo o *mix* do shopping".

O potencial de vendas de um shopping center está relacionado com o potencial de mercado desse shopping, que ROCHA LIMA JR. (1996) define como sendo o quanto há de renda disponível dentro da região de influência desse shopping para dispêndios nos itens da tipologia comercializada pelo shopping center. Assim, quanto maior a capacidade desse shopping em atrair o consumo do seu público alvo, melhor será a sua inserção de mercado. Entende-se por público alvo de um shopping, conforme ROCHA LIMA JR. (1996), o conjunto de consumidores potenciais que pode ser emulado pelos vetores de ancoragem do empreendimento e está disposto numa certa região, denominada de área (ou região) de influência do shopping center.

Pode-se dizer que, antes do início da operação do shopping center, as necessidades de compras do público alvo potencial é atendida pelos estabelecimentos comercias instalados na região. Assim, normalmente o shopping leva alguns anos para atingir a sua geração máxima de receita. Isso acontece porque, segundo MONETTI (1996), "nesse período, os hábitos de compra do público alvo devem se transferir e se sedimentar junto ao shopping center, de sorte que, findo o período, o regime de vendas se estabiliza". Portanto, a tendência natural é que, nos primeiros anos de operação do shopping, as receitas aumentem ano a ano, até que se estabilize. Esse período é denominado de

período de estabilização e, conforme números arbitrados a partir de empreendimentos em operação, oscila de 4 a 6 anos e é denominado de período de estabilização. Esse período pode ser mais curto quanto mais eficiente for o sistema de ancoragem do shopping.

É importante perceber que a capacidade do shopping em atrair o seu público alvo está relacionada não apenas ao sistema de ancoragem do empreendimento, formatado no seu planejamento, mas também na eficiência da empresa operadora do shopping em renovar as instalações e o *mix* do shopping para atender às expectativas e aos anseios desse público e, também, na capacidade dessa empresa em desenvolver campanhas de publicidade e marketing eficientemente voltadas ao seu público alvo.

Por esses motivos, os contratos de locação em shopping centers apresentam particularidades. Conforme DINIZ (*apud* MAMEDE, 2000), o lojista tem encargos que exorbitam a locação comercial ao mesmo tempo em que o empreendedor não é um simples locador: participa da administração, da decoração, da fiscalização e da seleção dos lojistas, auferindo percentagens da receita da loja.

Isso porque, segundo MAMEDE (2000), o empreendedor oferece mais que uma instalação física, como são as galerias de lojas, por exemplo. O shopping center oferece um serviço de alta tecnologia: a administração organizacional e mercadológica planejada, voltada para a exponenciação do consumo de bens e serviços.

Sendo assim, MONETTI (1996) esclarece que "os contratos de locação são firmados considerando-se seu valor tomado pelo máximo entre duas referências distintas, no que tange à forma de cálculo: uma FIXA, função da área e posicionamento da unidade no shopping – pisos – e uma VARIÁVEL, resultante de uma fração determinada da receita de vendas real gerada pela loja, que deve se situar acima dos valores propostos para os *pisos*. Esta diferença é denominada *overage"*.

Não obstante, uma vez superado o período de estabilização do shopping, torna-se razoável considerar que o faturamento real dos lojistas do shopping (e,

conseqüentemente, a receita do empreendedor) entre em regime. Ou seja, pode-se considerar que o faturamento dos lojistas cresce, em valores nominais, à mesma razão da inflação da economia, em função do aumento de preço das mercadorias nele comercializadas, principalmente nos casos em que a receita do shopping provém, predominantemente, por meio da cobrança de *overage*.

Pode acontecer, também, do crescimento agregado de vendas, ou seja, crescimento de vendas acima da inflação. Isso acontece quando os preços dos produtos comercializados no shopping aumentam acima dos insumos que compõem os índices de inflação da economia. Geralmente, isso acontece em shoppings onde são comercializados artigos voltados ao público de alta renda.

Por outro lado, os aumentos dos pisos de locação devem ser sustentados contratualmente, por meio de cláusulas de reajustamento periódico desses valores e definição de índices de reasjuste inflacionários.

Conforme ROCHA LIMA JR. (1996), é comum no planejamento de shopping center arbitrar o aumento da receita do shopping ao final do primeiro ciclo de contratos de locação no sentido de adequar os valores dos pisos de locação. Normalmente, ao final do primeiro ciclo de contratos os valores de pisos são renegociados, no intuito adequá-los ao nível de vendas esperado para o momento e não deixá-los muito defasados, para continuarem a fazer o papel de instrumento de segurança para o empreendedor.

É comum, em shopping centers, a cobrança de 13 pisos de locação durante o ano. Isso porque em dezembro cobra-se dois aluguéis, sob a alegação de que há um aumento significativo nas despesas do shopping em função das festas de fim de ano. Além disso, segundo ROCHA LIMA JR. (1996), espera-se que o desempenho de dezembro atinja o dobro de vendas da média dos demais meses do ano. Como os aluguéis são cobrados em valores percentuais em relação ao faturamento dos lojistas, fica evidente a necessidade de eficiência da empresa operadora do shopping em fiscalizar o faturamento dos lojistas. Ou seja, é importante que a operadora do shopping tenha um sistema eficiente para verificação não apenas do faturamento dos lojistas e cobrança dos aluguéis, como

também receitas de estacionamento (caso exista) e outras receitas (*merchandising*, por exemplo). Um sistema ineficiente pode implicar no não reconhecimento de faturamento dos lojistas e, em conseqüência, perda de receita do shopping center.

Os fatores relacionados a custo operacional também influenciam na geração de resultados de um shopping, uma vez que o aumento no custo operacional reduz o resultado operacional. Portanto, a eficiência da empresa operadora em otimizar seus custos administrativos pode influenciar nos resultados disponíveis aos sócios do shopping e, conseqüentemente, aos quotistas do FII nele lastreado.

Dentre as despesas operacionais, pode-se citar as despesas de administração do shopping que, segundo ROCHA LIMA JR. (1996), refletem contas de manejo do shopping center que não são repassadas aos lojistas via despesas de uso. Essas contas são próprias do empreendedor, sendo corrente a contratação de taxa fixa em relação à receita. Constitui-se despesa operacional, também, a parcela referente à contribuição do empreendedor ao Fundo de Promoção. Esses recursos têm como objetivo a promoção do shopping e é definido no estatuto do shopping, geralmente exigindo tanto a participação do lojista, como do empreendedor.

Conforme ROCHA LIMA JR. (1994b), uma parcela de receita deve ser recolhida para formar o Fundo de Reposição de Ativos (FRA). Essa parcela pode não constituir necessariamente despesas operacionais, mas uma provisão de recursos necessários às adequações do empreendimento, com objetivo de atender às expectativas e anseios do público alvo do shopping, para que o shopping possa manter suas receitas em regime durante o período de operação. Ressalta-se que esses recursos devem ser destinados à readequação funcional do shopping, e não à manutenção da edificação e equipamentos do shopping. Custos de manutenção fazem parte da parcela de despesas operacionais do shopping.

Segundo ROCHA LIMA JR. (1994b), para shopping centers FRA de 2% a 3% da receita tem sido um parâmetro de bom calibre.

Segundo ROCHA LIMA JR. (1996), nas operações com gestão terceirizada, o FRA será a massa de recursos que ficará à disposição do administrador para fazer frente às contas de adequação funcional. No caso do empreendedor gerir seu empreendimento, convém que seja recolhido em separado, para manter um sistema de controle sobre a atividade de adequação, no sentido de não investir fora de condição de suporte do empreendimento, ou, no outro sentido, de provocar ações para promover atualizações no shopping center.

A taxa de vacância do shopping também influi no resultado operacional do shopping. Entretanto, ROCHA LIMA JR. (1996) alerta para o fato de que um shopping é concebido para se trabalhar com 100% de ocupação, sem vazios. Por isso, a existência de vacância em espaços de locação pode indicar ineficiência da empresa operadora na gestão do shopping center.

Em alguns casos, é comum o shopping ser planejado para ser implantado em mais de uma etapa. Nesses casos, segundo ROCHA LIMA JR. (1996), é importante que o *mix*, em cada uma das etapas, representem complementaridade de oferta de produtos e serviços em relação às anteriores. Assim, nesses casos o empreendimento deve ser projetado com capacidade de expansão, de forma que cada fase de implantação represente uma âncora para a seguinte.

3.7.3 Agentes Envolvidos em um FIISC

Para que o leitor possa entender qual o papel de cada agente envolvido na estruturação e no desenvolvimento de um FIISC, nesse capítulo são apresentados os principais agentes envolvidos nesse processo, com uma breve descrição das funções de cada um deles.

3.7.3.1 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o agente regulador do mercado de FII. Segundo FORTUNA (2001), a CVM é o órgão normativo do sistema financeiro do Brasil voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional.

A CVM é responsável pela fiscalização da emissão, do registro, da distribuição e da negociação de qualquer tipo de valor mobiliário. Sendo a quota de um FII um valor mobiliário, está sujeita à fiscalização da CVM. Além disso, dentre os objetivos fundamentais da CVM ainda estão: (i) estimular a aplicação de poupança no mercado de valores mobiliários; (ii) assegurar o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem nesse mercado; e (iii) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários.

Segundo o Caderno CVM de FII, cabe à CVM assegurar: (i) o cumprimento das normas baixadas para o funcionamento dos FIIs, (ii) que sejam divulgadas informações necessárias à tomada de decisão dos investidores, zelando para que os agentes do sistema exerçam suas atividades com níveis adequados de competência, eficiência e probidade, e (iii) a coibição a irregularidades relacionadas à manipulação de preços, à utilização de informações privilegiadas e à ocorrência de práticas não eqüitativas.

3.7.3.2 Empreendedor

O empreendedor é o agente responsável pela concepção do empreendimento de base imobiliária que servirá de lastro ao FII. O empreendedor é o responsável pela formatação do projeto, definição do sistema de ancoragem e implantação do shopping center.

3.7.3.3 Construtor

A empresa construtora é uma prestadora de serviços, contratada geralmente pelo empreendedor para executar a obra o shopping center.

3.7.3.4 Estruturador

O estruturador tem a função de estruturar toda a operação do FII. Ou seja, dentre as funções desse agente, pode-se citar: elaborar, ou contratar, os estudos de qualidade econômica do empreendimento que lastreia o FII; definir o regulamento do FII;

confeccionar o prospecto de emissão; aprovar a constituição e emissão das quotas perante a CVM; etc.

3.7.3.5 Distribuidor

O distribuidor é o responsável pela colocação das quotas do FII no mercado. Ou seja, é o responsável por vender as quotas do FII, na emissão, aos investidores.

3.7.3.6 Instituição Administradora

A instituição administradora de um FII é responsável por toda a administração do fundo e pelas informações, perante os quotistas e a CVM. O administrador tem poderes para representar o FII nos termos do regulamento, sendo responsável, inclusive, pela gestão dos ativos do fundo. A gestão do FII pode ser terceirizada pela instituição administradora. A instituição administradora deve ser indicada no regulamento do FII e somente pode atuar, como administrador, instituição financeira devidamente autorizada pela CVM.

Conforme a Lei Federal n. 8.668/93, que dispõe sobre a constituição dos FIIs no Brasil, a instituição administradora assume o papel de agente fiduciário, adquirindo o patrimônio do Fundo em caráter fiduciário. Ou seja, os bens e direitos integrantes do patrimônio do FII, em especial os bens imóveis, são mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, não se comunicando com o patrimônio desta.

3.7.3.7 Operador do Shopping

A empresa operadora é responsável pela gestão e administração do shopping center.

3.7.3.8 Investidor

O investidor é o quotista do fundo, ou seja, aquele que adquire quotas do FIISC como uma alternativa de investimento, visando à rentabilidade em função dos resultados operacionais do FII e possível valorização de suas quotas.

3.7.3.9 Custodiante

Conforme definição do Banco Central, o custodiante é “uma entidade, geralmente um banco, que guarda e administra valores mobiliários para seus clientes e que pode oferecer vários outros serviços incluindo compensação e liquidação, administração de caixa, operações de câmbio e empréstimo de títulos”.

3.7.3.10 Auditor Independente

Conforme instrução CVM 206/94, o administrador do fundo deve apresentar as demonstrações financeiras do FII semestralmente. Essa instrução determina, também, que um auditor independente registrado na CVM verifique semestralmente essas demonstrações.

Portanto, segundo a CVM, o auditor independente deve verificar se a posição patrimonial e financeira do FII está compatível com os Princípios Fundamentais de Contabilidade e as normas contábeis previstas na instrução CVM 206/94, bem como deve constatar se os atos praticados pelo administrador do fundo atendem aos preceitos da legislação vigente.

O auditor conclui seu trabalho com a emissão de um parecer sobre as demonstrações contábeis do FII, que deve ser publicado junto às referidas demonstrações em até 60 dias após os meses de junho e dezembro.

4 ANÁLISE PRELIMINAR DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FIISC PARA INVESTIDORES DE PEQUENO PORTE

Um investidor, ao aplicar seu capital em determinado ativo, avalia os riscos envolvidos nesse investimento e a liquidez desse ativo para, em comparação às demais opções de investimento disponíveis no mercado, definir qual o mínimo de remuneração aceitável nesse investimento.

No caso de investimento em quotas de FIISC, o capital investido é remunerado em função do resultado operacional do FII, cujas receitas são provenientes do resultado do shopping center no qual o Fundo é lastreado.

Assim, a análise da qualidade do investimento em quotas de FIISC consistirá na arbitragem do "valor justo" que o investidor se disporia a pagar pela quota, em função das expectativas de geração de receita futura do shopping center e da remuneração pretendida pelo investidor.

Nesse sentido, ROCHA LIMA JR. (1994c) afirma que, excluídas as pressões relacionadas com a liquidez das quotas, as transações com quotas de FII serão baseadas na avaliação da capacidade do FII em oferecer renda derivada de sua exploração do empreendimento, de forma que o valor destas está preso à qualidade da renda que o investidor vislumbra, já que este não tem comunicabilidade com o patrimônio do FII, mas, exclusivamente, recebe renda produzida no seu ambiente.

AMATO (2001) diz que o valor do empreendimento (e, conseqüentemente, das quotas do FII lastreado nesse empreendimento) depende diretamente da sua capacidade de geração de resultados que são destinados aos investidores como forma de remuneração dos recursos empregados na aquisição de sua participação no negócio. Sendo assim, a análise do investimento em quotas de FIISC deve passar, inevitavelmente, pela análise do potencial do shopping center objeto do FII em gerar renda futura.

Portanto, a preocupação nesse capítulo está em identificar uma rotina que seja capaz de proporcionar ao investidor de pequeno porte uma primeira análise, mesmo que seja expedita, de tal forma a dar suporte à decisão desse investidor em adquirir quotas de FIISC, por meio do descarte das opções que não atenderem os requisitos mínimos definidos como satisfatórios.

4.1 Rotina para Análise Preliminar de Investimento em Quotas de FIISC para Investidores de Pequeno Porte

A arbitragem do valor da quota será feita com base no conceito de Valor da Oportunidade de Investimento – VOI, que, segundo ROCHA LIMA JR. (2000), terá valor equivalente a quanto um investidor pagaria para, com esse investimento, adquirir renda, no conceito de taxa de retorno, num patamar que, para este investidor, seja considerado como atrativo.

Assim, ROCHA LIMA JR. (2000) explica que, para se arbitrar o valor da quota, é necessário (i) arbitrar o cenário de comportamento e desempenho do FII lastreado no shopping center, para se calcular o fluxo de renda esperado para o investidor, (ii) arbitrar o ciclo para o qual se fará a análise de rentabilidade associada ao investimento e (iii) definir qual a taxa de retorno que o investidor considera atrativa. Por último, deve-se avaliar o impacto que distúrbios nas variáveis do cenário arbitrado podem ter no valor arbitrado para a quota.

O valor arbitrado para a quota servirá de parâmetro para a decisão de investimento no FIISC. Ou seja, se o valor da quota no mercado secundário estiver acima do valor arbitrado, significa dizer que, possivelmente, o capital investido nessas quotas não será remunerado no padrão que o investidor estabeleceu como atrativo. Conforme ROCHA LIMA JR. (1994c), não se pode esquecer que as quotas de FII são lastreadas no portfólio desse FII, de forma que a identificação do valor das quotas está presa à análise de valor dos empreendimentos que compõem esse portfólio.

Vale ressaltar que o valor da quota nessa análise é completamente desvinculado de seu valor patrimonial, uma vez que este se relaciona com conceitos contábeis e o valor da análise relaciona-se pelo valor de mercado da quota, segundo avaliação do próprio investidor. ROCHA LIMA JR. (1994c) explica que essa diferença ocorre porque não é por agregar insumos de qualquer ordem ao produto imobiliário que se agrega valor na mesma medida.

A rotina proposta nesse trabalho para arbitragem do valor de quota de FIISC baseia-se na rotina sugerida por AMATO (2001) para arbitragem do valor de EBIs, com pequenos ajustes. A rotina será constituída das seguintes etapas, sendo que cada uma dessas será explicada detalhadamente adiante:

(i) Identificação das Características do Fundo de Shopping Center a ser analisado;
(ii) Construção do Cenário Referencial:
    a. Exame do desempenho histórico do FIISC;
    b. Análise da conjuntura econômica regional e local;
    c. Identificação da inserção do shopping no segmento de mercado;
(iii) Manipulação do modelo de análise;
(iv) Arbitragem do valor da quota;
(v) Análise de cenários desviados e eventuais ajustes no valor arbitrado.

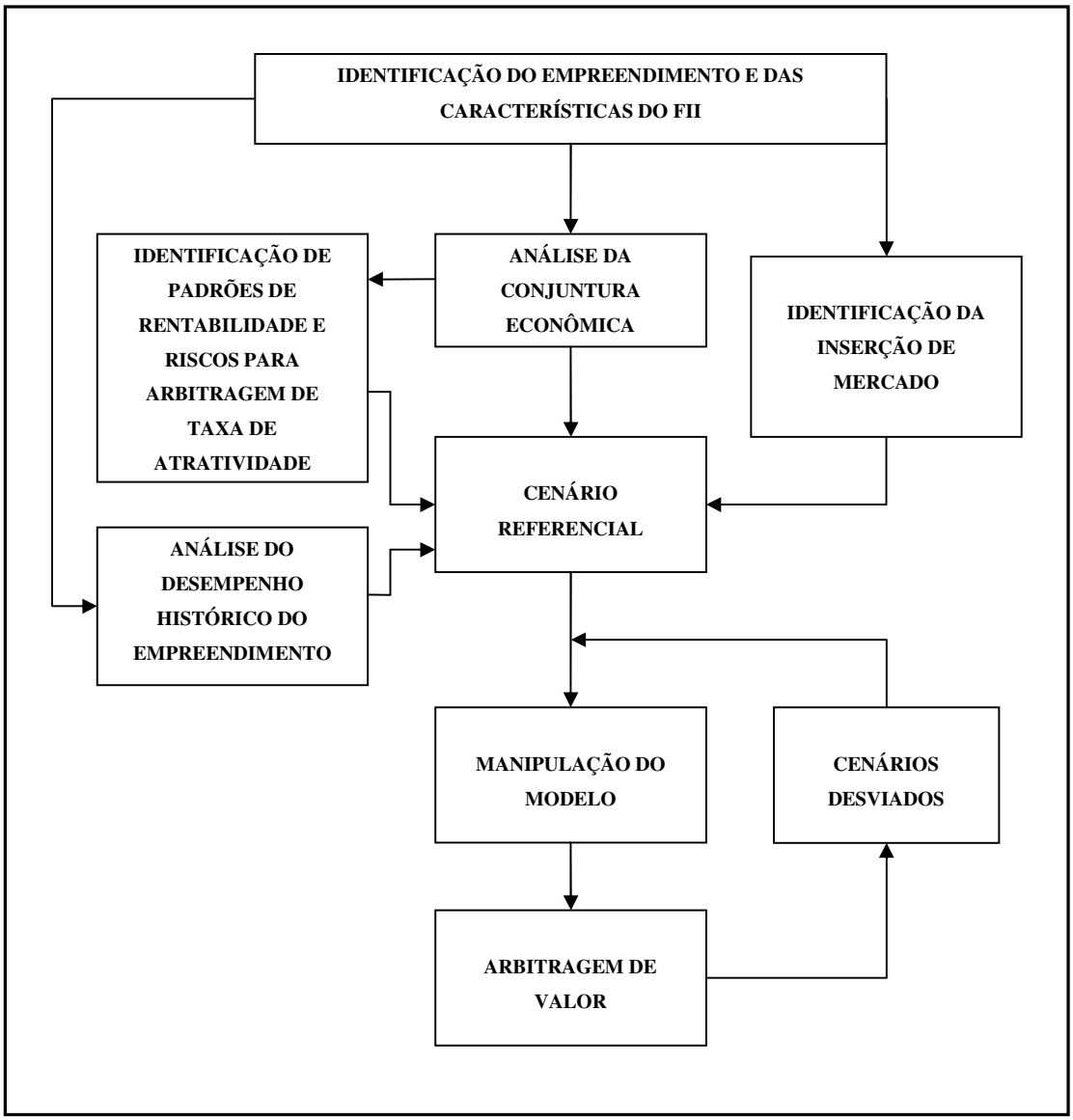

Figura 4 – Rotina para análise de valor

Fonte: extraído e adaptado de AMATO (2001)

4.1.1 Identificação das Características do Fundo de Shopping Center a ser Analisado

A identificação das características do FIISC a ser analisado será dividida em duas etapas, sendo elas (i) a identificação das características do FII e (ii) identificação das características do shopping center objeto do FII. As características relevantes que devem ser analisadas estão descritas nesse capítulo.

4.1.1.1 Identificação das Características do FII

As principais características de um FII estão descritas no seu regulamento, que é o documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento do Fundo. Dentre as informações contidas no regulamento, algumas são de extrema importância para a análise do investidor.

Conforme instrução da CVM, no regulamento do FII devem constar, obrigatoriamente, as seguintes informações: (i) o objeto do FII, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados; (ii) o prazo de duração do FII; (iii) a política de investimento do FII; (iv) a taxa de ingresso ou critérios para sua fixação; (v) o número de quotas que foram emitidas; (vi) a possibilidade ou não de futuras emissões; (vii) a política de comercialização dos empreendimentos; (viii) o mecanismo de distribuição dos resultados; (ix) a qualificação do administrador e suas respectivas obrigações; (x) o tratamento das despesas e encargos; (xi) os critérios para apuração do valor patrimonial das quotas; (xii) as informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas; (xiii) a taxa de administração; (xiv) os casos de dissolução e liquidação do FII, bem como os mecanismos previstos.

Dentre essas informações, atenção especial deve ser dada às regras do FII, principalmente aquelas que se referem aos ativos que serão adquiridos e às estratégias de investimento adotadas, uma vez que essas regras estão diretamente relacionadas com o risco do investimento.

A taxa de administração cobrada pela instituição administradora também é uma característica importante a ser observada pelo investidor, que terá impacto direto na rentabilidade do FIISC.

Tão importante quanto analisar o regulamento do FIISC, é a avaliação dos agentes envolvidos no processo. A *expertise* dos agentes envolvidos pode melhorar o resultado operacional do FIISC, seja pela otimização dos custos operacionais, seja pela capacidade de incrementar as receitas. Conhecer outros Fundos administrados pela mesma instituição administradora pode ajudar o investidor nessa avaliação. Além disso, pesquisas na *Internet* e consulta a especialistas do mercado também podem auxiliar o investidor nessa análise.

O mesmo pode ser dito em relação à empresa responsável pela operação do shopping. Sendo essa empresa a principal responsável pelo sucesso operacional do empreendimento e, conseqüentemente, dos resultados do FIISC, é importante que o investidor avalie sua experiência em administração de shoppings. A definição do *mix* adequado e a utilização de sistemas gerenciais adequados, que permitam o melhor controle do faturamento dos lojistas, são exemplos de como essa empresa pode influenciar nos resultados do FIISC.

Nessa avaliação dos agentes envolvidos na operação, o investidor deve buscar informações a respeito da idoneidade dessas empresas, pois essa informação está relacionada diretamente com o risco de crédito do investimento em quotas do FIISC. A instrução CVM 205/94, em seu artigo 19, veda à instituição administradora prometer rendimentos predeterminados aos quotistas. Porém, na tentativa de conferir maior "segurança" aos investidores e melhorar a liquidez das quotas do FII durante o período de estabilização do shopping center, costuma-se "garantir" renda mínima aos quotistas do FII durante um determinado período. Nesses casos, a garantia de renda costuma ser feita por uma das seguintes formas: (i) do empreendedor ao FII, ou (ii) do empreendedor diretamente aos quotistas. Em ambas as formas, os investidores ficam sujeitos a risco de crédito do empreendedor.

O conhecimento de qual o ambiente em que as quotas do FIISC estão sendo negociadas também pode influenciar na decisão do investidor. A negociação de quotas em mercados organizados, como SOMA e Bovespa, permite que o investidor avalie a liquidez dessas quotas no mercado secundário, avaliando a quantidade de transações, o valor das quotas e, também, a quantidade de ofertas de compra dessas quotas. Por outro lado, para quotas negociadas no mercado de balcão essa análise não é possível, ficando o investidor exposto ao risco de liquidez, no caso de aquisição dessas quotas.

4.1.1.2 Identificação do Shopping Center

A identificação das características do shopping center e a sua localização permitem o investidor reconhecer qual o público alvo que o shopping procura atender e, assim, auxilia o investidor na análise da inserção de mercado do shopping e da conjuntura econômica regional e local em que esse shopping encontra-se inserido.

Portanto, conhecer informações do shopping, tais como a localização, o sistema de ancoragem (inclusive o seu *mix*), a forma de cobrança dos aluguéis, o índice de reajuste adotado nos contratos padrões de locação, a taxa de administração cobrada pela empresa operadora, entre outras, pode auxiliar o investidor na elaboração da projeção do fluxo de caixa do FIISC.

Saber quem são os lojistas do shopping também pode ser importante, uma vez que o quotistas do Fundo estará sujeito a risco de crédito em relação aos lojistas. Dificilmente o pequeno investidor terá capacidade de avaliar a capacidade dos lojistas em pagar aluguéis. Porém, reconhecer a participação majoritária de grandes redes de varejo e multinacionais na receita do shopping, por exemplo, pode indicar risco de crédito menor do que se a participação maior fosse proveniente de pequenos lojistas. *A priori*, redes de varejo presente em diversas localizações (cidades diferentes, por exemplo) estão menos vulneráveis a crises econômicas regionais.

Como fonte de informações, podem ser citadas pesquisas em *Internet*, notícias de jornais e, principalmente, a visita do investidor ao empreendimento. O prospecto de emissão das

quotas do FIISC, geralmente, contém informações a respeito do shopping. O investidor pode utilizá-lo como fonte de informações, desde que se tenha o cuidado de verificar se as informações encontram-se atualizadas.

4.1.2 Construção do Cenário Referencial

Sendo a quota de um FIISC remunerada em função das receitas do shopping, para se analisar a qualidade do investimento em quotas desse Fundo deve-se elaborar uma projeção do fluxo de caixa do FIISC, com base nas expectativas de geração de resultados futuros do shopping center.

Para isso, pressupõe-se que deveriam ser analisados todos os fatores que possam influenciar na geração de receitas do FIISC. Ou seja, isso implicaria na análise de todos os fatores de risco a que está sujeito um shopping center em operação, pois, segundo TAKAOKA (2003), esse fatores são "eventos que podem ocasionar alterações no desempenho de um determinado ativo, e quando afetados de forma adversa, podem acarretar perdas para o seu detentor".

Entretanto, esse tipo de análise é de extrema complexidade, sendo inviável a um investidor de pequeno porte, pois envolveria a avaliação de cada um dos fatores de risco reconhecidos por TAKAOKA (2003) para o ciclo operacional de um EBI:

- Ambiente da Economia: (i) inflação; (ii) variação da taxa de juros básica; (iii) crescimento de renda; (iv) aumento das taxas e impostos governamentais; (v) variações cambiais;
- Mercado: (i) demanda; (ii) oferta; (iii) valor de mercado do bem ou serviço; (iv) pisos de locação; (v) taxa de absorção ou inserção do produto no mercado; (vi) taxas de ocupação; (vii) crescimento da população; (viii) taxa de atratividade arbitrada para o investidor não aparente e avesso ao risco; (ix) velocidade de comercialização; (x) forma de pagamento;
- Desempenho: (i) custos de implantação ou preço de aquisição do EBI pronto para operar; (ii) custos operacionais; (iii) custos administrativos; (iv) custos de

comercialização; (v) custos condominiais; (vi) despesas com propaganda e marketing; (vii) fundo de reposição de ativos; (viii) alavancagem devido a recursos financeiros de terceiros; (ix) liquidez financeira, ou falta de capital de giro; (x) volatilidade da quota do FII; (xi) liquidez da quota do FII; (xii) custo do capital; (xiii) receitas operacionais de uso; (xiv) receitas operacionais sobre prestação de serviço; (xv) inserção do EBI no mercado (fatia de mercado e o tempo para atingir essa fatia); (xvi) deficiências de gestão com perda de receitas.

PÓVOA (2004) diz que, a cada variável acrescentada, mais complexa torna-se a análise e, conseqüentemente, maior o seu custo. Assim, para investidores de pequeno porte, o custo de elaborar um estudo muito detalhado pode não compensar o ganho marginal que esse investidor pode ter. PÓVOA (2004) acrescenta que um dos preceitos básicos de arbitragem de valor constitui-se no fato de que o ganho marginal de se incluir mais variáveis no modelo é decrescente.

Portanto, para simplificar a análise da qualidade do investimento em quotas de FIISC, a projeção do fluxo de caixa do shopping deve ser feita com base (i) no desempenho histórico do FIISC, (ii) na inserção de mercado do shopping e (iii) na conjuntura econômica regional e local em que esse shopping está inserido.

Com a análise desses três fatores, projeta-se o fluxo de caixa mais provável, com base na percepção pessoal do investidor. A esse cenário mais provável, dá-se o nome de Cenário Referencial. Assim, resumidamente, a construção do cenário referencial consistirá na projeção do fluxo de caixa do FIISC, por meio da definição das taxas de crescimento das receitas e despesas do shopping e do Fundo, e na definição da taxa de atratividade do investidor.

Nesse sentido, ROCHA LIMA JR. (1994b) diz que “uma referência importante no cenário arbitrado é o lançamento da taxa de evolução de faturamento, que está associada à (i) estabilização e sedimentação do desempenho do empreendimento na sua região de

influência (ii) ao comportamento da renda de seu público alvo, que (iii) devem ser agregadas à taxa de inflação na moeda de referência".

A taxa de atratividade do investidor é a taxa mínima a que o investidor pretende como remuneração, em função de sua percepção pessoal do risco de investimento nas quotas do FIISC e da liquidez de suas quotas.

Observa-se que os investidores tendem a aceitar taxas de remuneração menores na medida em que se avança no Ciclo Operacional e se supera o Período de Estabilização. Isso acontece porque, à medida em que se avança no Ciclo Operacional, a avaliação do histórico de geração de resultados do FIISC pode ser avaliado com mais facilidade.

ROCHA LIMA JR. (1998) fortalece essa consideração, ao dizer que "quanto mais vida operacional tem o empreendimento, mais segurança se tem no seu desempenho, de forma que avançam o valor e a taxa de retorno alcançados, para, ao final do ciclo operacional, alcançar a taxa que corresponde ao ciclo completo de investimento".

4.1.2.1 Exame do Desempenho Histórico do FIISC

Analisar o desempenho histórico do FIISC compreende avaliar como foi a formação do resultado do Fundo nos anos de operação do empreendimento. Ou seja, deve-se estudar o comportamento dos custos e das receitas do FIISC durante os anos anteriores à análise. A análise do desempenho histórico do FIISC também deveria ser separada em (i) análise da formação do ROD_{shop}, em função de cada um dos fatores determinantes na sua geração de receita e das despesas operacionais e investimentos do shopping e (ii) análise da formação do ROD_{FIISC}, ou seja, das receitas e dos custos do Fundo.

Porém, a informação comumente disponibilizada aos potencias investidores de FIISC restringem-se às informações obrigatórias, exigidas pela CVM. Por isso, a análise do desempenho histórico do FIISC deve ser feita com base nas demonstrações do fluxo de caixa do Fundo.

AMATO (2001) diz que, na arbitragem de valor, é fundamental que seja feita uma análise criteriosa do desempenho do Fundo, em termos operacionais, comerciais e financeiros. Segundo AMATO (2001), "esta 'história' do empreendimento pode influenciar e até mesmo interferir na sua capacidade de auferir benefícios futuros aos que neles investiram. Para elucidar, num shopping center, estes benefícios podem ser traduzidos pelo resultado operacional disponível para os proprietários do imóvel".

Assim, deve ficar claro que o exame do desempenho histórico do FIISC apresenta algumas tendências da evolução do fluxo de caixa do FIISC. Entretanto, a análise do histórico do FIISC deve servir apenas como o ponto de partida para a projeção do fluxo de caixa futuro, o qual deverá ser projetado em função do Cenário Referencial, com base também na conjuntura econômica e na inserção do empreendimento.

Segundo AMATO (2001), "a construção do cenário referencial deve ser feita a partir da averiguação da capacidade de sustentação do padrão de inserção de mercado pretendida para o empreendimento, ou que este vem alcançando. Dessa maneira, deve-se apurar criteriosamente uma base de informações relevantes que seja capaz de, na medida do possível, refletir as relações entre fatos passados e expectativas futuras".

4.1.2.2 Análise da Conjuntura Econômica Regional e Local

A conjuntura econômica em que o FIISC encontra-se inserido deve ter grande influência na análise da qualidade do investimento em quotas desse Fundo, seja em função da influência dos fatores econômicos na capacidade do shopping em gerar receita, seja em função do impacto desses fatores sobre a taxa de atratividade.

AMATO (2001) diz que algumas condições da economia causam impacto no desempenho do empreendimento e, portanto, devem compor a configuração do Cenário Referencial arbitrado pelo investidor. Taxa de atratividade setorial e projeção da evolução das receitas (nível de aluguel, nível de consumo, etc) são exemplos de variáveis do cenário referencial construídas a partir da análise da conjuntura econômica regional e local.

De um lado, pode-se dizer que o aumento na taxa de juros dos títulos públicos[4] tende a aumentar a taxa de atratividade pretendida pelos potenciais investidores e, em conseqüência, esses investidores tendem a pagar valores menores por quota do FIISC no mercado secundário.

Por outro lado, pode-se dizer que a conjuntura econômica pode influenciar diretamente na capacidade de consumo do público alvo do shopping, muitas vezes representando um "achatamento" na renda desse público, resultante de reajustes salariais abaixo da inflação econômica.

Tendo em vista que, conforme ROCHA LIMA JR. (1996), o potencial de mercado reflete quanto há de disponibilidade de renda dentro da região de influência do shopping center para dispêndios nos itens da tipologia que se pretende comercializar nesse shopping, pode-se esperar que dados como a taxa de crescimento da população na região de influência do shopping e o comportamento da renda desse público ao longo dos anos sejam importantes na avaliação da conjuntura econômica.

Possíveis alterações de legislação do Fundo Imobiliário, ou mesmo de shopping centers, podem ter impacto na rentabilidade do FIISC e, portanto, devem ser incorporadas ao Cenário Referencial. Por exemplo, alterações na alíquota de Imposto sobre Renda incidente sobre FIIs podem influenciar diretamente na rentabilidade auferida por investidores desse mercado.

Como exemplo de fatores da conjuntura local, AMATO (2001) ainda cita que a interferência do poder público na malha viária urbana pode ter impacto nas variáveis do Cenário, modificando os meios de acesso, a facilidade de deslocamento e o percurso

---

[4] Os títulos públicos são considerados investimentos de baixo risco e, por esse motivo, geralmente é utilizado como *benchmark* para médios investidores. Conseqüentemente, à medida em que aumentam os juros pagos por esses títulos, esses investidores tendem a exigir maiores "prêmios" para outras alternativas de investimento, para justificar as relações de risco e retorno de cada alternativa.

utilizado pelo público-alvo para chegar a um determinado, e pode interferir na definição da demanda por produtos e serviços disponíveis no empreendimento.

4.1.2.3 Identificação da Inserção no Segmento de Mercado

A identificação da inserção do shopping no segmento de mercado está relacionada com a capacidade desse shopping em atrair e manter o consumo do seu público alvo. Essa capacidade será maior quanto melhor concebido for o Sistema de Ancoragem do shopping, seja pela composição *mix* de lojas, seja pelas facilidades e pelo conforto oferecidos aos seus clientes.

Segundo AMATO (2001), os principais aspectos da demanda por consumo em um shopping center estão associados à capacidade desse shopping em atender seus consumidores, os quais têm determinados objetivos, anseios, expectativas e necessidades em relação aos produtos e serviços oferecidos.

Os objetivos, anseios, expectativas e necessidades do público alvo do shopping center podem ser diferentes, principalmente em função dos aspectos sociais, financeiros, culturais, etc. Portanto, ao analisar o investimento em quotas de FIISC o investidor deve estar atento a potencias transformações nos hábitos do público alvo do empreendimento, como por exemplo, migrações urbanas, tendência de desenvolvimentos locais, novos empregos, etc., que possam alterar a capacidade de geração de receita do shopping center.

Nesse sentido, AMATO (2001) cita que “alguns serviços disponíveis em shopping centers, como agências bancárias, chaveiros, cabeleireiros, copiadoras e sapateiros, os quais originalmente nem constavam no *mix* de atividades, podem aumentar a receita total, à medida que atendem a um público que deseja ter mais esta comodidade neste único local”.

É evidente que o crescimento da oferta de shopping centers e de estabelecimentos comerciais no conjunto competitivo pode reduzir o consumo no shopping em estudo.

Isso porque parte do seu público alvo poderá migrar seus hábitos de consumo para o shopping concorrente, seja devido à proximidade do novo shopping, seja devido à capacidade do novo shopping em melhor atender às necessidades e aos anseios do cliente potencial. Nesses casos, cabe ao investidor comparar as instalações dos estabelecimentos comerciais que tenham como foco o mesmo público alvo e procure avaliar qual tem melhor capacidade em atender esse público. Segundo AMATO (2001), essa comparação deve ser feita inclusive com empreendimentos em fase de formatação ou implantação, para se tomar conhecimento de eventuais desajustes no empreendimento relativos à expectativa do seu público alvo.

Em alguns casos, um shopping introduz algum conceito em seu sistema de ancoragem que, automaticamente, os demais shoppings devem introduzir para não perder inserção de mercado.

AMATO (2001) cita como um exemplo de adequação dos shoppings ao público alvo a ocasião em que, há algum tempo atrás, foi introduzido nos shopping centers o conceito de "praça de mercado" (lojas especializadas na comercialização de artigos de alimentação, em especial hortifrutigranjeiros, concentradas numa localidade dentro do shopping) que, naquele momento, passou a ser valorizado pelos usuários dos shoppings. Ao reconhecer uma demanda por esta nova opção por parte de seus clientes, vários shoppings incorporaram tais facilidades, levando alguns empreendimentos a rever a composição das atividades das lojas e investir em adaptações de áreas antigas, expansões para novas áreas, reestruturações operacionais e novas instalações, no intuito de, também, oferecer ao público do empreendimento mais opção de compras no shopping. Esse conceito atualmente já caiu em desuso e não mais faz parte do *mix* dos shoppings em geral. Porém, esse exemplo mostra claramente como o shopping deve estar constantemente readequando seu *mix* para atender às expectativas do seu público alvo, com o objetivo de não perder inserção de mercado.

4.1.3 Manipulação do Modelo de Análise

Com base na análise elaborada pelo investidor do histórico de desempenho do FIISC, da conjuntura econômica e da inserção de mercado do shopping center, o investidor define o Cenário Referencial, com base nas suas crenças e expectativas da geração futura de receita do shopping. O Cenário Referencial deve refletir a evolução dos resultados do FIISC mais provável de ocorrer, conforme a percepção pessoal do investidor.

Para definição do Cenário Referencial, é fundamental que seja determinado o período de análise, para que seja feita a projeção do fluxo de caixa do FIISC. Segundo AMATO (2001), muitos avaliadores admitem que o período de análise de um EBI compreende aquele no qual o investidor pretende manter imobilizados seus recursos no ambiente do empreendimento.

Com isso, na rotina simplificada aqui proposta, esse período será definido conforme o Ciclo Operacional do shopping center. Ou seja, independente do momento em que o investidor adquire quotas do FIISC, admite-se que esse investidor saia da posição de investimento ao final do Ciclo Operacional, quando seriam necessários investimentos para a reciclagem do empreendimento.

O horizonte do ciclo operacional, segundo ROCHA LIMA JR. (2000), deve ser arbitrado como sendo aquele em que seja possível o shopping center manter um regime homogêneo de comportamento, sustentado por investimentos em adequação e atualização funcionais da edificação e dos equipamentos. Esse valor deve ser calibrado através de observações continuadas em operações equivalentes e, para shopping centers, essas observações têm apontado para valores entre 18 a 22 anos, sendo razoável arbitrar um horizonte de 20 anos[5].

[5] Apesar das análises apontarem para um horizonte de aproximadamente 20 anos, esse prazo pode se prolongar por mais anos que isso, desde que o shopping esteja constantemente se readequando às necessidades de seu público alvo. Como exemplo, pode-se citar o Shopping Iguatemi, de São Paulo

Assim, para simplificar a análise, o investidor deve arbitrar este horizonte em 20 anos, desde que avalie que o shopping esteja atendendo às necessidades e expectativas de seu público alvo. Para isso, o investidor deve avaliar a adequação funcional do shopping às necessidades de seu público alvo, tanto da edificação e seus equipamentos, como também do sistema de ancoragem e *mix* estabelecidos. É importante que o investidor busque informações a respeito do histórico do shopping, para se conhecer, entre outras informações, há quanto tempo o shopping está em operação e como a empresa operadora do shopping vem fazendo adequações funcionais para manter cativo seu público alvo e não perder inserção de mercado.

O valor máximo que o investidor se dispõe a investir em uma quota de um determinado FIISC é definido, então, em função da projeção do fluxo de caixa do FIISC e da taxa mínima que esse investidor aceita como remuneração do seu capital investido (taxa de atratividade), conforme o conceito de Valor de Oportunidade do Investimento.

Ou seja, com base nesse conceito, o investidor investe na quota o Valor de Oportunidade de Investimento no ano 0 (VOI_0) e é remunerado pelo Resultado Operacional Disponível do FIISC (ROD_{FII}), saindo da posição de investimento no ano 20 da análise, ao final do Ciclo Operacional, por meio da venda de sua quota pelo Valor de Oportunidade do Investimento na quota no ano 20 (VOI_{20}) do horizonte da análise.

(capital), que está em operação há mais de 40 anos e continua entre os shopping com maior valor de aluguel por m2 de ABR.

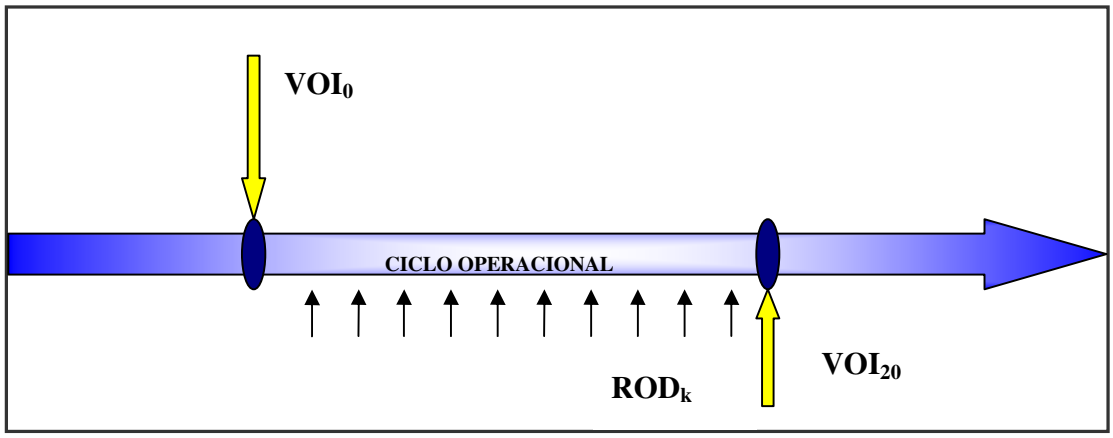

Figura 5 – Fluxo de investimento e retorno no investimento em quotas de FIISC

ROCHA LIMA JR. (1994c) corrobora com essa afirmação, ao dizer que "os empreendimentos de base imobiliária devem ter seu valor arbitrado pelo conceito de valor da oportunidade de investimento e os shopping centers têm esse valor associado à renda que o proprietário aufere nas locações, vinculada às vendas geradas em cada loja".

Assim, a arbitragem do valor da quota apresenta a fragilidade de se basear em um Cenário Referencial, que, dentre as variáveis que o compõem, fundamenta-se na expectativa de comportamento futuro de variáveis não monitoráveis pelo investidor, uma vez que essas variáveis sofrem influência de fatores tais como taxas de juros, inserção de mercado do shopping, capacidade de consumo do público alvo, etc.

Por isso, para que a decisão de investimento se torne mais confortável, a arbitragem do valor da quota **não** deve ser feita com base em apenas **um** cenário, mas em **cenários**. De acordo com ROCHA LIMA JR. (2000), uma arbitragem baseada em cenários irá resultar, ao final da análise, em espectro para o Valor da Quota, dentro do qual deverá ser possível identificar o padrão de proteção do investidor, se este usar uma ou outra referência neste espectro, para fazer seu investimento.

Assim, o espectro de valores arbitrados para a quota do FIISC serve como referência de valores que o investidor se dispõe a pagar pela quota, para que tenha seu capital

remunerado adequadamente, com base na sua taxa de atratividade. Com isso, o investidor pode verificar as ofertas de venda de quotas desse FIISC no mercado secundário e avaliar se é possível realizar o investimento dentro dos valores que pretende.

A rotina de cálculo para arbitragem do Valor da Quota, apresentada a seguir, é baseada nas rotinas propostas por ROCHA LIMA JR. (2000) e AMATO (2001), com algumas adequações.

VOI_0	Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no início do Ciclo Operacional
VOI_n	Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no final do Ciclo Operacional
VOI_{2n}	Valor da Oportunidade de Investimento arbitrado para o empreendimento no final do Período de Exaustão
tai	Taxa de Atratividade do Investidor, ou seja, taxa de atratividade desejada pelo investidor que aceitaria imobilizar recursos financeiros no ambiente do empreendimento dentro do Ciclo Operacional
tas	Taxa de Atratividade Setorial, ou seja, taxa de atratividade desejada pelo investidor que leva em conta apenas os riscos do setor, desconsiderando os riscos de distúrbios nos sistemas do empreendimento
ROD_k	Resultado Operacional Disponível para o investidor durante o Ciclo Operacional e o Período de Exaustão, do qual já foi deduzido a alíquota do Imposto sobra a Renda
IR	Investimento arbitrado como capaz de promover a reciclagem do imóvel ao final do ciclo operacional

Quadro 1 – Notações Básicas utilizadas no Cálculo de Valores

Primeiramente, deve-se arbitrar o investimento de reciclagem ao final do ciclo operacional (IR_n) e, em função desse valor, arbitrar o valor do empreendimento ao final do Ciclo Operacional (VOI_n), com base na seguinte expressão:

$$VOI_n = \frac{RC(1+tas)^n (RE - IR_n)}{RC(1+tas)^n + (IR_n - RE)}, \quad (1)$$

sendo $RC = \sum_{k=1}^{n} \frac{RODi_k}{(1+tas)^k}$ e $RE = \sum_{k=n+1}^{2n} \frac{RODi_k}{(1+tas)^{k-n}}$

ROCHA LIMA JR. (2000) recomenda que, quando não for possível promover uma arbitragem consistente de IR_n, o que acontece quando não se tem os custos de implantação do shopping, seja promovido um teste de consistência com base na expressão a seguir. Esse autor, com base em diversas aplicações práticas feitas em EBIs, recomenda que o valor de Alfa (α) deve ser entorno de 75%. Portanto, caso o valor arbitrado inicialmente para IR não esteja resultando em α = 75%, deve-se alterar o valor de IR e voltar à expressão (1), até que se chegue a um valor satisfatório de α.

$$VOI_n = \alpha * \sum_{k=n+1}^{2n} \frac{ROD_k}{(1+tas)^{k-n}} \quad (2)$$

Uma vez arbitrado o valor de VOI_n, torna-se possível arbitrar o valor de VOI_0 através da expressão a seguir:

$$VOI_0 = \frac{VOI_n}{(1+tai)^n} + \sum_{k=1}^{n} \frac{ROD_k}{(1+tai)^k} \quad (3)$$

Feito isso, é importante verificar se a relação entre os valores arbitrados para IR_n e VOI_0 é satisfatória.

4.1.4 Análise de Cenários Desviados

A avaliação do investimento em quotas de um FIISC é feita com base em um cenário referencial que reflete as expectativas futuras relativas à conjuntura econômica regional e local, à inserção de mercado do shopping center e à capacidade operacional desse shopping em gerar resultados.

Assim, é natural que ocorram desvios nas variáveis arbitradas no cenário referencial, o que invalidaria qualquer resultado de uma análise feita com base nesse cenário. Por isso,

é necessário que o investidor avalie o impacto que flutuações nessas variáveis podem ter no valor arbitrado para as quotas do FIISC.

As variáveis que podem afetar os resultados de um FIISC podem ser oriundas de duas vertentes: (i) flutuação da receita de locação do shopping e (ii) flutuação das despesas operacionais do shopping center ou do FII nele lastreado.

A rotina proposta para definição do cenário referencial apresenta dois principais fatores que podem afetar negativamente a receita de locação de um FIISC, ambas vinculadas à capacidade de vendas das lojas que compõem o *mix* do empreendimento.

O primeiro deles diz respeito à conjuntura econômica em que esse shopping está inserido. Conforme MONETTI (1996), movimentos recessivos na economia podem afetar as condições de venda admitidas no cenário, uma vez que podem incapacitar o público alvo em consumir nas lojas do shopping nos padrões inicialmente previstos.

O segundo fator diz respeito à eventual dificuldade do shopping center em atrair e manter cativo seu público alvo. Conforme MONETTI (1996), essa dificuldade pode ter sua origem em aspectos estruturais do próprio empreendimento, como debilidade em seu sistema de ancoragem, ou mesmo pela instalação de concorrência disputando o mesmo mercado.

As principais referências bibliográficas de análise de riscos do investimento em shopping centers recomendam que seja analisada, também, a possível perda do valor dos pisos de locação devido ao crescimento inflacionário. Entretanto, devido à simplificação do modelo de avaliação aqui proposto para investidores de pequeno porte, considera-se que essa análise esteja refletida na análise de quebra de receita, uma vez que essas perdas representarão perda do "poder de compra" das receitas do shopping e, conseqüentemente, do Fundo nele lastreado.

A outra vertente de análise diz respeito à quebra de desempenho do shopping devido ao aumento dos custos operacionais. O aumento dos custos operacionais do shopping afeta

negativamente os resultados do fundo e, conseqüentemente, a rentabilidade dos quotistas.

MONETTI (1996) descreve outra situação em que ocorre quebra de desempenho de um shopping: a ocorrência de vazios na ocupação do shopping. Esse tipo de ocorrência compromete o nível global da receita esperada no empreendimento, além de agregar despesas referentes a contribuições condominiais, cujo compromisso pela área desocupada recai sobre os proprietários do shopping. Conseqüentemente, sendo o FIISC proprietário de parte do shopping, ele deve assumir essas despesas proporcionalmente à sua participação no empreendimento. Também em função da simplificação da rotina aqui proposta, considera-se que o impacto dessa situação esteja refletido nas análises de quebra de receita e aumento das despesas operacionais.

Portanto, a avaliação do impacto de cada uma dessas variáveis nos resultados do FIISC e, conseqüentemente, no valor arbitrado para as suas quotas, é feita por meio de análises de sensibilidade à quebra de receita e, também, ao aumento dos custos operacionais.

MONETTI (1996) define as análises de sensibilidade como sendo o estudo dos efeitos isolados, promovidos por distorções gradativas aplicadas a cada uma das variáveis que compõem o cenário.

5 O CASO FII SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS

A aplicação da rotina proposta a um caso prático tem como objetivo, além de consolidar os fundamentos propostos na rotina, elaborar uma análise crítica a respeito do estado atual do mercado de FII voltados a pequenos investidores. Em janeiro de 2005 haviam oito FIISCs registrados na CVM, quais sejam: FII ABC Plaza Shopping, FII C&D Estação Plaza Show, FII Fashion Mall, FII River Shopping, FII Shopping Center Progressivo, FII Shopping Guararapes, FII Shopping Parque D. Pedro, FII Shopping Pátio Higienópolis e FII Via Parque Shopping.

O FIISC escolhido para aplicação da rotina proposta foi o Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis (FIISPH). Dentre as razões que motivaram a escolha desse Fundo como estudo de caso, destaca-se a qualidade das informações disponíveis para sua análise.

O FIISPH foi um dos primeiros FIISCs voltados a investidores de pequeno porte no Brasil. Assim, a "história" mais longa desse Fundo, em comparação aos demais FIISC para pequenos investidores, permite uma análise mais bem fundamentada do FIIPH. Além disso, as quotas desse Fundo estão sendo negociadas no SOMA desde 2003, o que permite o levantamento dos dados históricos de cotação de suas quotas no mercado secundário. Nesse ambiente de negociação, todas as transações e ofertas de compra e venda de quotas de FII são registradas oficialmente, ao contrário das transações realizadas no mercado de balcão. Puderam ser levantados, também, registros oficiais do SOMA de todas as ofertas de compra e ofertas de venda ocorridas no período de agosto de 2003 a maio de 2005

Além disso, acrescenta-se que, por ter sido um dos primeiros FIIs voltados aos investidores de pequeno porte no Brasil, o FIISPH tem sido citado correntemente como um *case* de sucesso, o que estimula o interesse em avaliar esse caso de maneira fundamentada.

5.1 Identificação do Objeto a ser Analisado

A identificação do objeto a ser analisado consiste no levantamento das informações relevantes à análise da qualidade do investimento em quotas do FIISPH. Para isso, devem-se levantar as características do FIISPH, as quais, para facilitar a identificação de suas particularidades, foram divididas em (i) características do Fundo e (ii) características do Shopping Pátio Higienópolis.

5.1.1 Identificação das Características do Fundo

O FIISPH tem como objetivo, exclusivamente, adquirir e participar da implantação, desenvolvimento e exploração de parte do empreendimento imobiliário denominado Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis.

O FIISPH foi registrado na CVM no dia 07/12/1999 e, para captação dos recursos, foram feitas 04 emissões de quotas, cada uma com 100.000 quotas. O valor histórico de emissão de cada quota foi de R$ 100,00 e, ao todo, foram captados R$ 40.000.000,00, com os quais foi adquirido 25% do Bloco 03 do Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis, o qual constitui-se de um centro comercial de compras, conforme será explicado detalhadamente adiante.

Conforme consta no regulamento do FIISPH, a política de investimentos desse Fundo consiste na aplicação de recursos do Fundo em empreendimentos imobiliários da empresa Plaza Shopping Empreendimentos Ltda, tais como aquisição para locação ou arrendamento, investimentos e todos os demais direitos inerentes a bens imóveis, que priorizem rentabilidade, mensurada pelo aumento do valor dos ativos do fundo.

Podem constar do patrimônio do fundo: (i) prédios comerciais destinados à exploração das atividades a serem exploradas pelo empreendimento, (ii) terrenos destinados à construção do empreendimento e (iii) ativos financeiros de renda fixa resultantes dos valores em carteira e saldo em caixa até o limite de 25% do valor total das quotas

emitidas pelo FIISPH, que temporariamente não estiverem aplicados em empreendimentos imobiliários.

Os imóveis pertencentes ao patrimônio do FIISPH devem ser locados exclusivamente através da empresa Plaza Shopping Empreendimentos Ltda, a quem cabe a responsabilidade, como operadora do shopping contratada pelo condomínio do empreendimento, pela locação das lojas do shopping, nas condições a serem estabelecidas nos respectivos "contratos atípicos de locação".

Segundo a política de distribuição de rendimentos e resultados, o FIISPH deve distribuir mensalmente 100% dos rendimentos. O regulamento do FIISPH define resultado como sendo o produto do recebimento da locação ou arrendamento das lojas, excluídos os valores da depreciação dos imóveis e as demais despesas previstas no regulamento do FIISPH. A taxa de administração cobrada pela instituição administradora do FIISPH, a título de honorários pelos serviços prestados, é de 2% dos rendimentos distribuídos pelo FIISPH.

Os agentes envolvidos no desenvolvimento e na gestão do FIISPH são: (i) Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM, como instituição administradora (nos primeiros anos, a gestão da carteira do FIISPH foi feita pela Mercúrio S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários); (ii) Banco Itaú S.A., como instituição financeira depositária (ou custodiante); (iii) BDO Trevisan Auditores Independentes, como auditor independente (essa função, nos primeiros anos de funcionamento do FIISPH, foi desenvolvida pela Arthur Andersen Auditores Independentes e Consultores). A instituição responsável pela distribuição das quotas e a instituição responsável pela estruturação do FIISPH foram, respectivamente, o Grupo Ourinvest e a Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária.

A Mercúrio S.A. DTVM foi adquirida pela Rio Bravo em 2001 e passou a se chamar Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM, com o objetivo de atuar na administração de fundos imobiliários e distribuição de títulos e valores mobiliários. A Rio Bravo Investimentos S.A. administra atualmente mais de 20 FIIs, totalizando, nesse segmento,

mais de R$ 1 bilhão de patrimônio sob sua gestão. Aparentemente, essa instituição tem *know-how* e *expertise* suficiente para uma gestão adequada do FIISPH.

O Grupo Ourinvest atua no mercado brasileiro há mais de 25 anos, sendo que a Brazilian Mortgages, subsidiária do grupo, foi criada em 1999 como a primeira companhia hipotecária do mercado brasileiro, segundo informações do próprio grupo. Atualmente, a Brazilian Mortgages é uma empresa especializada na estruturação de fundos com lastro imobiliário, tendo sido responsável pela estruturação de importantes FIIs do mercado brasileiro, dentre eles o FII Shopping Pátio Higienópolis, Hospital da Criança, Torre Norte, Rio Atlântica Hotel, Fashion Mall, Edifício Ourinvest, Torre Almirante, Almirante Barroso, entre outros.

5.1.2 Identificação do Shopping Pátio Higienópolis

O Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis foi implantado em terreno de 14.226,86 m², e é composto de três blocos, com as seguintes características: (i) Bloco 01, constituído por uma casa de dois andares, destinados a atividades comerciais, artísticas e culturais, com área construída de 339,40 m2, ao qual corresponde uma fração equivalente a 0,06738% do terreno, (ii) Bloco 02, constituído de uma casa de dois andares, também destinados a atividades comerciais, artísticas e culturais, com 512,70 m2 de área construída e fração ideal correspondente a 1,0179% do terreno do condomínio e (iii) Bloco 03, constituído do prédio do centro comercial, composto de 05 andares e 04 subsolos, destinados a um centro comercial de compras com 70.616 m2 de área construída e fração ideal correspondente a 98,3083% do terreno do condomínio. Ressalta-se que o FIISPH é proprietário, atualmente, de 25% do Bloco 03 do condomínio desse shopping.

A receita desse shopping provém da locação dos espaços comerciais. Os contratos de locação dos espaços comercias desse shopping prevêem que os locatários dos espaços comerciais devem pagar, mensalmente, o maior valor dentre o aluguel mínimo (piso) e o aluguel variável.

O aluguel mínimo é definido entre a empresa operadora do shopping e o locatário, sendo seu valor reajustado anualmente pelo índice Geral de Preços de Mercado (IGP-m) acumulado no período. No mês de dezembro o aluguel é computado em dobro, à exceção das lojas que, devido à sua importância na composição do *mix* do empreendimento, conseguem negociar a isenção do décimo terceiro aluguel, em função do seu poder de negociação. O aluguel variável é cobrado em forma de percentual do faturamento bruto das lojas, sendo que a empresa operadora deve confrontar, mês a mês, o valor do aluguel variável com o aluguel mínimo, para que seja pago o maior valor.

Assim, para que se possa fiscalizar o faturamento das lojas e controlar o pagamento do aluguel pelos locatários, o shopping faz uma série de exigências aos locatários, tais como o registro de todas as movimentações financeiras das lojas em máquinas registradoras seladas e o livre acesso a todos os livros e registros onde conste escrituração contábil, balanços, estoques, registro de vendas, etc., que permitam a auditoria do faturamento dos lojistas. O contrato ainda prevê penalidades aos locatários, caso seja comprovado que a demonstração apresentada à administração do shopping esteja diferente do faturamento real e, também, caso o locatário dificulte a investigação e o acesso da operadora às informações necessárias à avaliação do faturamento real do locatário.

Além do aluguel, os locatários devem pagar, na proporção fixada no contrato de locação, todos os encargos, despesas, tributos e seguros que, direta ou indiretamente, incidam ou venham a incidir sobre a locação. Todas as despesas gerais que incidem ou venham a incidir sobre o shopping center e as lojas serão acrescidas da taxa de administração de 5%, a qual se adicionará, ainda, a parcela relativa ao Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza incidente.

5.2 Construção do Cenário Referencial

A construção do Cenário Referencial, conforme descrito no capítulo 04, deve ser feita fundamentada na avaliação (i) do desempenho histórico do FIISPH, (ii) na conjuntura

econômica regional e local e (iii) na identificação da inserção do shopping no mercado. No presente capítulo é avaliado cada um desses fatores.

5.2.1 Exame do Desempenho Histórico do Empreendimento

As informações disponibilizadas pela instituição administradora do FIISPH a potenciais investidores resumem-se àquelas exigidas pela CVM, conforme instrução CVM 205/94. Portanto, a análise de investimento em quotas desse FII deve ser feita com base nessas informações e, por isso, não levam em conta informações importantes a uma análise criteriosa do desempenho histórico do shopping center, tais como taxa de vacância, contribuições dos pisos e *overages* na formação da receita, etc.

Apesar da restrição das informações disponibilizadas poder incorrer riscos à análise do investimento em quotas, conforme será discutido na "análise crítica" adiante, a avaliação do desempenho histórico do FII por meio de suas demonstrações financeiras, em especial as demonstrações do fluxo de caixa do Fundo, podem indicar tendências de evolução de receitas e despesas e, por isso, auxiliam o investidor na construção do Cenário Referencial.

De acordo com a instrução CVM 205/94, as demonstrações financeiras devem ser divulgadas semestralmente pela instituição administradora do FII. Contudo, recomenda-se trabalhar com as demonstrações anuais, em função das receitas de um shopping center apresentarem sazonalidades durante o ano, em conseqüência, principalmente, do aumento no faturamento dos lojistas em datas comemorativas como Natal e Dias das Mães.

A tabela a seguir apresenta a evolução anual do fluxo de caixa do FIISPH em valores históricos, conforme demonstrações apresentadas pela instituição administradora. Nessa tabela, pode-se observar a evolução (i) da receita de aluguéis do FIISPH, (ii) dos custos operacionais do FIISPH, (iii) dos investimentos realizados pelo FIISPH (iii-a) na aquisição de sua participação no SPH e (iii-b) em reformas e ampliações do shopping, (iv) as despesas com impostos nos anos da emissão e (v) as distribuições de resultados

aos quotistas do fundo em cada ano. Ao final da tabela, pode-se observar a variação do caixa do fundo a cada ano, com os valores não distribuídos aos quotistas com objetivo de cobrir eventuais despesas operacionais do fundo, e também, a evolução do lucro do FIISPH e considerações da depreciação do imóvel.

Na tabela a seguir, observa-se que houve aumento na receita do FIISPH, em valores históricos, desde o início de sua operação, em 1999. Entretanto, a análise da evolução das receitas em valores históricos não permite avaliar se houve crescimento real, acima da inflação, dessas receitas. Essa análise torna-se possível quando utilizado algum índice de reajuste inflacionário para transformar todos os valores em moeda do ano base da análise.

Tabela 1 – Histórico das demonstrações do fluxo de caixa do FIISPH, em valores nominais

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DO EXERCÍCIO (em R$mil)							
Ano	**1.999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais							
Recebimento dos Aluguéis	78	4.943	6.225	6.561	6.474	8.071	9.528
Pagamento da Taxa de Administração	(2)	(94)	(105)	(109)	(88)	(112)	(137)
Pagamento de Fornecedores	0	(67)	(85)	(428)	(473)	(532)	(774)
Pagamento de Outros Gastos Operacionais	0	(43)	(27)	0	0	(22)	(31)
Recebimento de Receitas de Aplicações Financeiras	0	144	6	2	12	4	10
Caixa Líquido das Atividades Operacionais	76	4.884	6.014	6.026	5.925	7.409	8.596
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento							
Aquisição de Imóveis para Renda	(20.000)	(20.000)	0	0	0	0	0
Pagamento de Custos de Imóveis de Renda	0	0	0	0	(86)	(224)	0
Caixa Líquido das Atividades de Investimento	(20.000)	(20.000)	0	0	(86)	(224)	0
Fluxo de caixa das Atividades de Financiamento							
Imposto de Renda Retido na Fonte	0	(1.130)	0	0	0	0	
Resultados Distribuídos	0	(3.828)	0	0	0	0	
Adiantamento para Integralização de Quotas	3.210	(3.210)	0	0	0	0	
Distribuição de Rendimentos	20.000	20.000	(5.998)	(6.008)	(5.837)	(7.168)	(8.565)
Caixa Líquido das Atividades de Financiamento	23.210	11.832	(5.998)	(6.008)	(5.837)	(7.168)	(8.565)
Aumento/Redução Líquido de Caixa e Equivalente de Caixa	3.287	(3.285)	16	18	2	17	31
Caixa e Equivalente de Caixa - Início do Período	0	3.287	2	19	37	39	56
Caixa e Equivalente de Caixa - Final do Período	3.287	2	18	37	39	56	87
Reconciliação do resultado com o Caixa Líquido das Atividades Operacionais							
Lucro Líquido	264	4.014	4.934	5.239	5.601	6.658	8.003
Depreciações (FRA)	0	1.367	1.208	816	816	816	817
Provisões	0	0	0	0	0	0	144
Variações Patrimoniais							
Variações de Aluguéis e Contas a Receber	(202)	(479)	(135)	(32)	(494)	(293)	(367)
Variação de Contas Passivas Relacionadas com Despesas	14	18	8	3	2	228	(1)
Caixa Líquido das Atividades Operacionais	76	4.884	6.014	6.026	5.925	7.409	8.596

Fonte: Demonstrações Financeiras do FIISPH – disponível no site da CVM

Para escolher o índice de reajuste a ser utilizado na análise, avalia-se qual o índice que melhor representa o crescimento inflacionário das despesas e receitas do empreendimento. Portanto, como o contrato padrão de locação dos espaços comerciais do SPH, apresentado no PROSPECTO do FIISPH, adota o Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-m), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), como o índice de reajuste do piso de locação, torna-se razoável utilizar esse índice para análise do SPH.

Destaca-se que, como o SPH foi inaugurado no segundo semestre de 1999, os resultados do FIISPH referentes a esse ano não englobam receitas do ano inteiro e, para não distorcer os resultados, foram excluídos da análise. Como data-base da análise, adotou-se o mês de janeiro de 2006.

Tabela 2 - Histórico das demonstrações do fluxo de caixa do FIISPH, em R$mil da base da análise (janeiro/2006), deflacionados pelo IGP-m

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DO EXERCÍCIO (em R$mil da base janeiro/2006)						
Ano	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais						
Recebimento dos Aluguéis	8.454	9.646	8.113	7.365	8.168	9.528
Pagamento da Taxa de Administração	(160)	(162)	(135)	(100)	(113)	(137)
Pagamento de Fornecedores	(114)	(132)	(529)	(538)	(538)	(774)
Pagamento de Outros Gastos Operacionais	(74)	(42)	0	0	(22)	(31)
Recebimento de Receitas de Aplicações Financeiras	246	10	2	14	4	10
Caixa Líquido das Atividades Operacionais	8.352	9.319	7.452	6.741	7.498	8.596
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento						
Aquisição de Imóveis para Renda	(34.204)	0	0	0	0	0
Pagamento de Custos de Imóveis de Renda	0	0	0	(98)	(227)	0
Caixa Líquido das Atividades de Investimento	(34.204)	0	0	(98)	(227)	0
Fluxo de caixa das Atividades de Financiamento						
Imposto de Renda Retido na Fonte	(1.932)	0	0	0	0	0
Resultados Distribuídos	(6.547)	0	0	0	0	0
Adiantamento para Integralização de Quotas	(5.490)	0	0	0	0	0
Distribuição de Rendimentos	34.204	(9.294)	(7.429)	(6.641)	(7.254)	(8.565)
Caixa Líquido das Atividades de Financiamento	20.235	(9.294)	(7.429)	(6.641)	(7.254)	(8.565)
Aumento/Redução Líquido de Caixa e Equivalente de Caixa	(5.617)	25	22	2	17	31
Caixa e Equivalente de Caixa - Início do Período	5.621	3	23	42	39	56
Caixa e Equivalente de Caixa - Final do Período	4	28	46	44	57	87
Reconciliação do resultado com o Caixa Líquido das Atividades Operacionais						
Lucro Líquido	6.865	7.645	6.478	6.372	6.738	8.003
Depreciações (FRA)	2.338	1.872	1.009	928	826	817
Provisões						144
Variações Patrimoniais						
Variações de Aluguéis e Contas a Receber	(819)	(210)	(40)	(562)	(297)	(367)
Variação de Contas Passivas Relacionadas com Despesas	31	13	4	2	231	(1)
Caixa Líquido das Atividades Operacionais	8.352	9.319	7.452	6.741	7.498	8.596

Em moeda da base, pode-se observar que as receitas do FIISPH não apresentaram um crescimento regular. No ano de 2003, particularmente, a receita do shopping foi significativamente menor que os demais anos da série histórica do ano de 2000 a 2005..

Contudo, pode-se notar que a receita do shopping no período analisado oscilou entre o máximo de R$ 9.646 mil da base (em 2001) e o mínimo de R$ 7.365 mil da base (em 2003).

Quando se traça uma linha de tendência linear, observa-se que o coeficiente de crescimento dessa linha é zero, uma vez que os anos de baixa nas receitas do shopping se equilibram com os anos de alta nessas receitas. Ao se analisar o comportamento da economia brasileira do Brasil durante esses anos, observa-se que a baixa nas receitas do shopping no ano de 2003 se devem, aparentemente, à queda de consumo no país, em função do desaquecimento da economia[6].

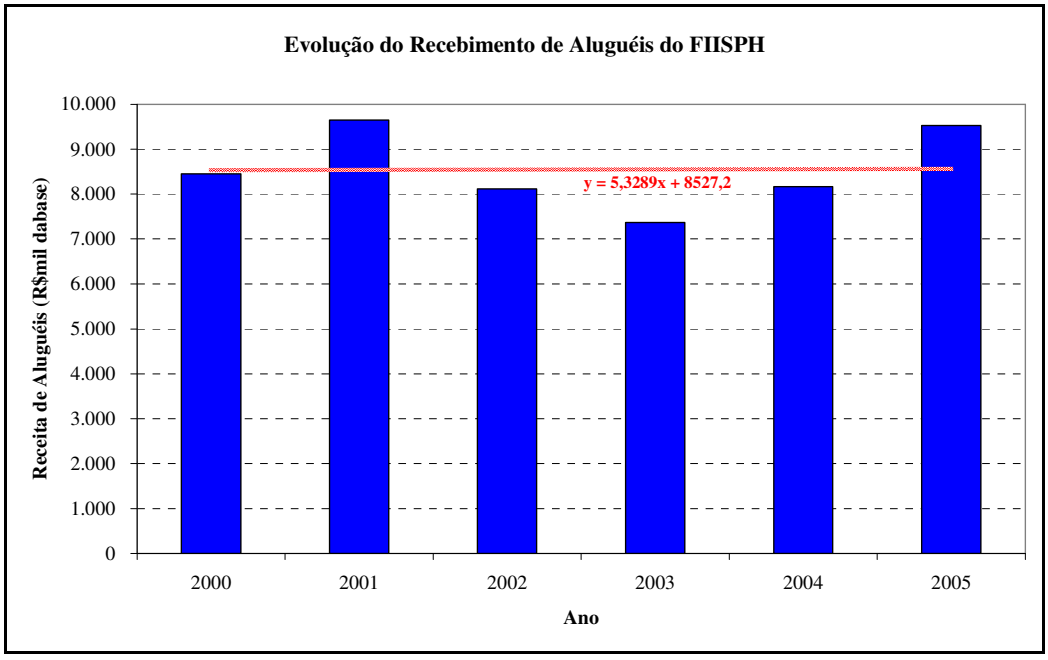

Gráfico 1 – Evolução da receita do FIISPH, em R$mil da base, e linha de tendência linear da evolução

[6] Em 2003, o crescimento do PIB no Brasil foi de apenas 0,55% em relação ao ano anterior.

Quanto às despesas, sendo a taxa de administração cobrada em função de percentual da receita do shopping center, é importante a avaliação da relação entre o valor cobrado pela administração em relação às receitas do FIISC a cada ano. Assim, com base no histórico do FIISPH, percebe-se que o custo da taxa de administração[7] tem-se apresentado por volta de 1,5% da receita anual.

As despesas com fornecedores e outros gastos operacionais, por outro lado, não têm relação direta com as receitas. Para pagamento de fornecedores e outros gastos operacionais, ao observar o histórico do Fundo, pode-se perceber que essas despesas têm variado entre R$ 500 mil e R$ 800 mil nos últimos 04 anos (desde 2002).

Tabela 3 – Evolução das despesas do FIISPH

Ano	2.000	2001	2002	2003	2004	2005
Taxa de Administração/Recebimento de Aluguéis (%)	1,90%	1,68%	1,66%	1,36%	1,39%	1,44%
Pagamento de Fornecedores e Outros Gastos Operacionais (R$mil da base)	188	174	529	538	561	805

Através de pesquisas na *Internet*, pode-se descobrir que ao final do ano de 2003 e início de 2004 o SPH passou por algumas reformas, no intuito de readequar seu *mix* e ampliar as Áreas Brutas Rentáveis (ABR). As despesas relativas a essas reformas podem ser observadas, nas demonstrações do fluxo de caixa do SPH, na linha de "pagamento de custos de imóveis para renda". Ou seja, do final de 1999, quando o shopping foi inaugurado, até o final de 2005 foram gastos R$ 332 mil da base, o que representa, em média, investimento de aproximadamente R$ 54 mil da base por ano. Essas despesas

[7] Apesar da taxa de administração cobrada pela instituição administradora do FIISPH ser de 2% sobre a distribuição de resultados aos quotistas, pode-se observar que os valores apresentados na demonstração de fluxo de caixa são menores que 2%. Segundo a instituição administradora, isso acontece porque os números apresentados no fluxo de caixa referem-se apenas à remuneração própria da instituição, pois dos 2% cobrados dos quotistas são deduzidos os custos de serviços terceirizados por essa instituição, como por exemplo a contabilidade. Os valores correspondentes aos serviços terceirizados são apresentados na conta despesas com fornecedores. Porém, a instituição não apresenta uma política clara de demonstração desses resultados aos potenciais novos investidores.

podem ser consideradas de readequações funcionais e, portanto, provisionadas como Fundo de Reposição de Ativos (FRA).

Vale ressaltar que quanto mais informações o investidor puder reunir a respeito do FII e do shopping center, maior qualidade ele poderá implicar à análise do investimento. Para isso, esse investidor deve procurar, conforme sua disponibilidade de tempo, buscar informações na *Internet*, revistas, jornais, visitas ao empreendimento, entrevistas com o administrador do Fundo e com a empresa operadora do shopping, etc.

Além das demonstrações de resultados do fundo, é importante a análise do histórico de transações dessas quotas no mercado secundário, principalmente para se avaliar (i) o valor de mercado das quotas, em função dos valores pelos quais essas quotas estão sendo transacionadas no mercado secundário, e (ii) a liquidez dessas quotas, em função da quantidade e do volume das transações ocorridas no mercado secundário.

As quotas do FIISPH estão sendo negociadas no mercado de balcão organizado da Bovespa (SOMA) desde agosto de 2003. Por esse motivo, o histórico de transações realizadas com as quotas desse Fundo pode ser levantado, de agosto até a presente data, uma vez que nesse ambiente as transações ficam registradas. A tabela a seguir apresenta o histórico mensal das transações realizadas com quotas do FIISPH desde que esse Fundo foi listado no SOMA.

Tabela 4 – Histórico de cotações da quota do FIISPH no SOMA, em R$ da base

DATAS		TRANSAÇÕES REALIZADAS			
Ano	Mês	Qtd Quotas Negociados	Nº de Negócios	Volume Financeiro (R$ da base)	Preço Médio (R$ da base)
2003	Agosto	1.600	5	210.496,47	131,56
	Setembro	-	-	-	-
	Outubro	1.300	7	179.369,98	137,98
	Novembro	400	3	55.671,98	139,18
	Dezembro	-	-	-	-
2004	Janeiro	-	-	-	-
	Fevereiro	-	-	-	-
	Março	-	-	-	-
	Abril	1.000	3	149.516,68	-
	Maio	200	1	33.047,56	165,24
	Junho	-	-	-	-
	Julho	-	-	-	-
	Agosto	-	-	-	-
	Setembro	200	3	31.013,70	155,07
	Outubro	-	-	-	-
	Novembro	-	-	-	-
	Dezembro	100	1	16.821,69	168,22
2005	Janeiro	100	1	16.698,13	166,98
	Fevereiro	100	2	20.161,52	201,62
	Março	100	1	20.704,26	207,04
	Abril	-	-	-	-
	Maio	-	-	-	-
	Junho	100	1	20.399,58	204,00
	Julho	400	3	77.582,49	193,96
	Agosto	-	-	-	-
	Setembro	-	-	-	-
	Outubro	-	-	-	-
	Novembro	-	-	-	-
	Dezembro	460	4	96.662,33	210,14

Fonte: SOMA

Até maio de 2005 era possível levantar, por meio do *site* do SOMA, todas as ofertas de compra e ofertas de venda de quotas do FIISPH. Porém, a partir de junho, com a junção dos ambientes de negociação da Bovespa no Megabolsa, essas informações deixaram de ser divulgadas. Porém, através de corretoras de valores, é possível levantar no Bovespa todas as ofertas de compra e venda ocorridas um dia antes da consulta.

Na tabela a seguir é apresentado o histórico de ofertas de compra e ofertas de venda de quotas do FIISPH até maio de 2005. Seria importante que o SOMA continuasse divulgando esses dados para que potenciais investidores pudessem avaliar a liquidez das quotas de FII com base em mais informações.

Na tabela a seguir é possível observar, por exemplo, que se o investidor que adquiriu quotas desse Fundo em março de 2005 a R$ 207,14, em moeda da base (tabela 4), quisesse sair de sua posição de investimento em maio de 2005, precisaria realizar a venda de suas quotas a R$ 186,50, em moeda da base, implicando em perda real de aproximadamente 10% no valor da quota.

Tabela 5 – Histórico de ofertas de compra e ofertas de venda de quotas do FIISPH no SOMA, em R$ da base.

DATAS		OFERTAS DE COMPRA		OFERTAS DE VENDAS	
Ano	Mês	Oferta de Compra Média (R$ da base)	Nº Oferta de Compra	Oferta de Venda Média (R$ da base)	Nº Oferta de Venda
2003	Agosto	128,12	51	133,88	14
	Setembro	132,18	89	-	-
	Outubro	131,48	93	138,22	19
	Novembro	133,97	111	139,47	9
	Dezembro	135,79	95	-	-
2004	Janeiro	131,44	4	-	-
	Fevereiro	131,32	66	-	-
	Março	139,76	135	158,01	28
	Abril	146,19	142	150,83	12
	Maio	153,15	132	164,14	9
	Junho	147,87	28	-	-
	Julho	146,64	42	-	-
	Agosto	148,14	49	-	-
	Setembro	152,26	52	-	2
	Outubro	165,10	20	-	-
	Novembro	169,34	26	-	-
	Dezembro	168,22	27	-	1
2005	Janeiro	167,15	27	-	1
	Fevereiro	169,79	42	-	-
	Março	179,60	57	-	1
	Abril	186,64	66	-	-
	Maio	186,50	73	-	-

Fonte: SOMA

5.2.2 Análise da Conjuntura Econômica Regional e Local

Higienópolis, onde se localiza o Shopping Pátio Higienópolis (SPH), é conhecido como um bairro que abriga parte da população de mais alta renda da cidade de São Paulo. Porém, por ser um bairro antigo, o bairro Higienópolis está ficando adensado e, portanto, terrenos disponíveis para novos empreendimentos estão se tornando cada dia mais

escassos. Isso acarreta uma tendência de redução gradativa no número de lançamentos imobiliários nesse bairro, em função da indisponibilidade de terrenos.

Para que os habitantes desse bairro busquem novas moradias, com projetos mais recentes e modernos, é necessário migrar do bairro. Porém, além do Bairro Higienópolis ser um bairro tradicional e bem conceituado de São Paulo, esse bairro apresenta uma completa infra-estrutura de comércio e serviços, o que implica possivelmente em uma tendência dos habitantes desse bairro quererem continuar no mesmo bairro. Assim, ainda que os edifícios da região tendam a se tornar projetos obsoletos[8], as facilidades apresentadas pelo bairro (localização, infra-estrutura de comércio e serviço, *status*, etc) fazem que não se reduza a demanda por habitação nessa região. Não obstante, a Rua Rio de Janeiro[9] está entre os endereços mais caros de São Paulo, mesmo não havendo novos lançamentos há alguns anos. Como há pouca oferta de novos empreendimentos, pode-se apostar na tendência futura de *retrofit* de edifícios da região, assim como acontece no mercado imobiliário de algumas capitais européias.

Os imóveis existentes no bairro Higienópolis são, em sua maioria, imóveis de alto padrão, o que implica em altos custos de condomínio, IPTU, etc. Isso dificulta a migração de famílias de classe média para a região.

Além disso, é possível perceber o envelhecimento da população residente de Higienópolis, o que implica na redução das famílias[10] (migração de filhos saindo das casas dos pais, por exemplo) e, conseqüentemente, aumento da renda familiar disponível para consumo.

---

[8] Por exemplo, são comuns, no Bairro Higienópolis, grandes apartamentos de 03 ou 04 quartos com apenas 01 vaga de garagem, o que pode parecer um descompasso com a realidade atual das novas famílias de classe média alta, em que um casal tem pelo menos 02 carros.

[9] Existem imóveis residenciais antigos nessa rua cujo preço/m2 de Área Útil ultrapassa R$ 7.000/m2.

[10] Essa informação colabora à conclusão de que, mesmo com poucas vagas de garagem, a população de alta renda ainda tende a ocupar esses imóveis.

Assim, ainda que a população de Higienópolis esteja reduzindo[11] e, com o baixo número de lançamentos imobiliários residenciais, essa deva continuar sendo a tendência para os próximos anos, acredita-se que o potencial de consumo no SPH não deva se alterar significativamente nos próximos anos, quando analisado exclusivamente o bairro Higienópolis.

Em contrapartida, a tendência de comportamento do crescimento populacional e da renda média da população de outros bairros pertencentes à região de influência[12] do Shopping Pátio Higienópolis apresenta-se de forma diferente àquela apresentada pela população do bairro Higienópolis.

É o caso, por exemplo, do bairro de Perdizes. Ao se observar os dados de lançamentos de empreendimentos imobiliários residenciais nesse bairro nos últimos 05 anos, divulgados pela EMBRAESP (ver anexo), pode-se observar que em Perdizes foram lançadas 2.641 unidades residenciais, em comparação a 564 unidades em Higienópolis, o que indica um forte crescimento imobiliário na região. Nota-se, em função das características das unidades lançadas em Perdizes[13], que esse bairro vem apresentando uma nítida tendência de crescimento da população de alta renda.

A Barra Funda também apresenta tendência diferente daquela apresentada pelo Higienópolis. Além de apresentar disponibilidade de grandes terrenos, a instauração de

---

[11] Segundo dados da Fundação SEADE, a respeito da taxa de crescimento populacional por distrito do município de São Paulo, observa-se que no distrito de Santa Cecília, o qual abrange o bairro de Higienópolis, a taxa de crescimento populacional entre os anos de 1991 e 2004 foi de -1,9% ao ano, representando decréscimo da população desse distrito.

[12] Por se tratar de uma rotina de análise para investidores de pequeno porte, a preocupação no presente trabalho não é delimitar a área de influência do shopping em estudo, mas observar o comportamento da renda e do crescimento da população que possivelmente consome nesse shopping, para que se avalie a tendência de comportamento do potencial de consumo nesse shopping.

[13] Conforme os dados divulgados pela EMBRAESP, foram lançadas 970 unidades de 04 ou mais dormitórios em Perdizes nos últimos 05 anos, com área útil média de 191,92 m2.

uma Operação Urbana Consorciada[14] pela Prefeitura Municipal de São Paulo (PMSP) nessa região pode indicar um indício da tendência de crescimento populacional nesse bairro. Analisando os dados da EMBRAESP de lançamentos imobiliários nessa região nos últimos 05 anos, pode-se notar a tendência de desenvolvimento de grandes empreendimentos nesse bairro, com uma média de 02 blocos por empreendimento.

Portanto, ao se analisar, de forma expedita, a conjuntura econômica regional e local do SPH, pode-se concluir que, ainda que a população do Bairro Higienópolis tenda a diminuir, o potencial de consumo no shopping tende a aumentar nos próximos anos, quando se analisa a região de influência desse shopping como um todo.

Na análise da conjuntura econômica regional e local, a avaliação da taxa de atratividade setorial a ser adotada no modelo de análise constitui-se importante fator da etapa de análise da conjuntura econômica.

Como o objetivo aqui é demonstrar a aplicabilidade da rotina proposta a um caso prático, a taxa de atratividade setorial adotada será parametrizada, sem a preocupação de uma análise mais aprofundada dessa taxa. Assim, a taxa de atratividade setorial adotada será de 9% ao ano, efetiva, acima da inflação[15].

5.2.3 Identificação da Inserção no Segmento de Mercado

Um shopping, durante o Período de Estabilização, tende a ganhar inserção de mercado. AMATO (2001) corrobora a essa suposição, ao dizer que "usualmente, empreendimentos de base imobiliária apresentam, exceto em casos de conturbações macroeconômicas agudas, um desempenho crescente no que se refere à inserção de mercado. Isto se deve, principalmente, a dois fatores. Primeiramente, o reconhecimento

---

[14] A Prefeitura Municipal de São Paulo instaurou nessa região a Operação Urbana Consorciada Água Branca, que tem por objetivo a revitalização da região. Para isso, a PMSP tenta incentivar o desenvolvimento de empreendimentos na região, concedendo potencial adicional de construção aos empreendedores, em contrapartida à contribuição financeira desses empreendedores à PMSP.

[15] Considerando a inflação da economia de acordo com a meta de inflação estabelecida pelo governo federal para o ano de 2006, que é de 4,5%, a rentabilidade nominal seria de 13,9% ao ano.

pelo seu público alvo da existência de produtos e serviços dentro do empreendimento que possam lhe atender de modo mais adequado, sejam aqueles associados à facilidade de acesso, ao conforto, à segurança, à comodidade, etc. Em segundo lugar, o aumento da capacidade de satisfazer a demanda existente e potencial dos indivíduos através da melhoria contínua dos processos operacionais do empreendimento".

Porém, o SPH é um shopping que tem como público alvo consumidores de classe média alta e, visitando o shopping regularmente, pode-se observar que o público alvo do shopping, principalmente as pessoas que residem ou trabalham próximo ao shopping, já sedimentou seu hábito de compras nesse empreendimento. Pode-se dizer, assim, que esse shopping está operando com sucesso e, aparentemente, já superou o seu Período de Estabilização.

É importante ressaltar que, superado o período de estabilização, a tendência natural é que o shopping perca inserção de mercado, na medida em que novos shoppings podem se instalar no conjunto competitivo e atrair uma fatia do público alvo do empreendimento já sedimentado. Por esse motivo, é necessário que a empresa operadora esteja constantemente fazendo melhorias no shopping, com o objetivo de manter cativo seu público alvo e não perder inserção de mercado.

A empresa operadora do shopping tem demonstrado preocupação constante em ajustar o *mix* do shopping às necessidades do seu público alvo, por meio de reformas[16] e ampliações da Área Bruta Rentável (ABR) do shopping. Em função disso, pode-se esperar que o shopping tenda a manter sua competitividade em relação aos demais shoppings do conjunto competitivo e, assim, manter sua inserção de mercado.

A região de influência do SPH possivelmente sofre interferência dos seguintes centros comerciais:

[16] O SPH passou por uma reforma ao final de 2003 e início de 2004, com o objetivo de ampliar a ABR e ajustar o *mix* do empreendimento às necessidades do seu público alvo.

(i) Shopping West Plaza: localizado na Barra Funda, é voltado para um público alvo de classe média de renda mais baixa do que aquela para a qual o SPH foi formatado. Apesar desse shopping estar focado atualmente em um público alvo diferente do SPH, pode se tornar um forte concorrente do SPH, se adequar seu *mix* para atrair a população de mais alta renda, tendo em vista a proximidade a bairros como Perdizes e Lapa;

(ii) Shopping Frei Caneca: público alvo também não concorre diretamente com o SPH, *mix* focado em artigos de moda alternativa;

(iii) Shopping Center 3: localizado à Avenida Paulista, é um shopping pequeno (em termos de ABR), com poucas lojas e, portanto, não terá um sistema de ancoragem forte o suficiente para mudar os hábitos de compra de consumidores do SPH. Porém, possui boas salas de cinema e, nesse aspecto, funciona como alternativa ao SPH;

(iv) Shopping Villa-Lobos: este shopping tem ganhado inserção de mercado dentre o público de alta renda, porém já se encontra relativamente distante do bairro Higienópolis. É uma alternativa de consumo principalmente para o público dos bairros de Pinheiros, Alto de Pinheiros, Lapa e Vila Leopoldina, entre outros;

(v) Shopping Eldorado: este shopping também tem como foco um público de renda abaixo do Shopping Higienópolis e assim deve se manter, pois, caso queira focar público de mais alta renda, sofrerá concorrência direta de shoppings como Iguatemi e Daslú, em função da proximidade entre esses shoppings;

(vi) Shopping Iguatemi: o Iguatemi é o shopping mais tradicional de São Paulo, voltado para o público de alta e, possivelmente, era o estabelecimento onde consumia grande parte dos atuais freqüentadores do SPH. Esse shopping apresenta-se como alternativa de local para consumo desse público e atrai, principalmente, aqueles que habitam bairros como Itaim Bibi e Jardins;

(vii) região de lojas no bairro Jardins (ruas Oscar Freire, Lorena, Bela Cintra, etc): apesar de não ser um shopping, atrai o mesmo público alvo do SPH. Porém, pode-se

dizer que as lojas do bairro Jardins não oferecem todas as comodidades e facilidades de um shopping center e, por isso, atrai um público consumidor com necessidades e expectativas diferentes daqueles que freqüentam o SPH.

5.3 Manipulação do Modelo de Análise

Para se manipular o modelo de análise do investimento em quotas de FIISC é preciso, primeiramente, arbitrar a taxa de crescimento real das receitas desse shopping durante o ciclo operacional, em função da análise da conjuntura econômica e da inserção do shopping, em conjunto com os dados históricos do shopping center.

Ao se analisar os dados históricos de receita do FIISPH (gráfico 1), nota-se que aparentemente as receitas do shopping, em valores reais acima do IGP-m, tem flutuado entorno de uma linha de tendência constante, de coeficiente angular aproximadamente igual a 0.

Após 06 anos em operação do SPH, observando a consolidação dos hábitos de compra do público alvo desse shopping, é razoável admitir que esse shopping tenha superado o período de estabilização, até porque esse período, geralmente, oscila entre 4 a 6 anos.

Assim, levando-se em conta as tendências, de um lado, (i) do provável aumento do potencial de consumo no SPH, principalmente em função da aparente estabilização desse potencial em Higienópolis e do seu aumento em função de bairros como Perdizes e Barra Funda e, de outro, (ii) a tendência natural dos shoppings, uma vez superado o período de estabilização, perderem inserção de mercado em função da entrada de novos shoppings no conjunto competitivo, torna-se razoável considerar que as receitas do Shopping Pátio Higienópolis tendam a manter a tendência dos últimos anos e entrar em regime, flutuando ano a ano entorno de uma média. Ou seja, por simplificação do modelo, torna-se razoável projetar que as receitas do shopping serão constantes nos próximos anos, a partir de 2006.

As receitas do shopping, no Cenário Referencial, foram projetadas com um pequeno coeficiente de crescimento, conforme linha de tendência linear traçada para os anos de 2000 a 2005.

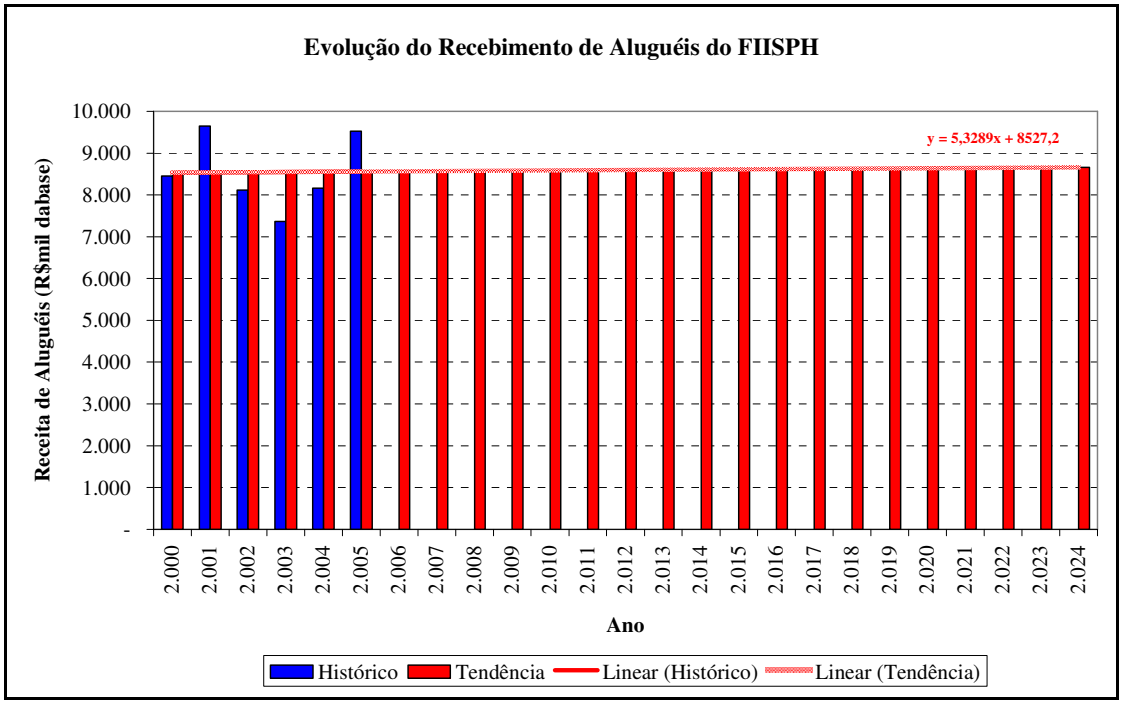

Gráfico 2 – Cenário arbitrado para projeção das receitas do FIISPH, conforme linha de tendência linear

Entretanto, como a arbitragem da taxa de crescimento da receita fundamenta-se em expectativas para o futuro, com base na percepção do investidor que realiza a análise, sempre haverá flutuação dos resultados em relação ao Cenário projetado, principalmente em função de variáveis não monitoráveis. Uma crise econômica aguda, por exemplo, pode afetar negativamente as receitas de um shopping, distorcendo os resultados reais do cenário projetado. Portanto, com o objetivo de agregar segurança à decisão de investimento na quota desse Fundo, admite-se, além do cenário referencial, cenários agressivo e conservador para a taxa de crescimento das receitas do FIISPH.

Não obstante, considerando que a empresa operadora do SPH tem trabalhado para melhor atender às necessidades e expectativas do seu público alvo, promovendo reformas e adequações do *mix* do shopping para, dessa forma, não perder inserção de mercado, e admitindo-se que o comportamento da renda e do crescimento da população dentro da região de influência do SPH tende a aumentar o potencial de consumo nesse shopping, pode-se arbitrar que as receitas desse shopping apresentem aumento real nos próximos anos. Assim, para um Cenário Agressivo, será adotada a taxa de crescimento real de 1% ao ano, ao longo de todo os Ciclos Operacional e de Exaustão.

Em contrapartida, por admitir que o contrário também pode acontecer, ou seja, algumas variáveis podem influenciar negativamente nos resultados do shopping, será arbitrado um Cenário Conservador com taxa negativa de crescimento das receitas de -1% ao ano.

Tabela 6 – Parâmetros de taxa de crescimento das receitas do SPH arbitrados para projeção do fluxo de caixa do FIISPH

Parâmetro	Conservador	Referencial	Agressivo
Taxa de Crescimento das Receitas (% ao ano, efetiva, acima do IGP-m)	-1,00%	0,00%	1,00%

Nota-se, também, que ao considerar o crescimento das receitas do shopping a taxas lineares, a margem de erro entre os valores de receita do Cenário Referencial para os demais cenários aumenta ao longo do tempo[17]. Isso acontece à medida que se torna mais difícil e imprecisa a previsão do comportamento da economia e da inserção do shopping quanto mais distante do presente estiverem os acontecimentos. Isso pode ser observado em função da distância entre os pontos de receita do FIISPH no último ano de operação. No gráfico a seguir são apresentadas as projeções das receitas do FIISPH com base nos cenários arbitrados.

[17] Ou seja, discrepância entre as receitas dos cenários conservador e agressivo aumenta com o passar dos anos da análise.

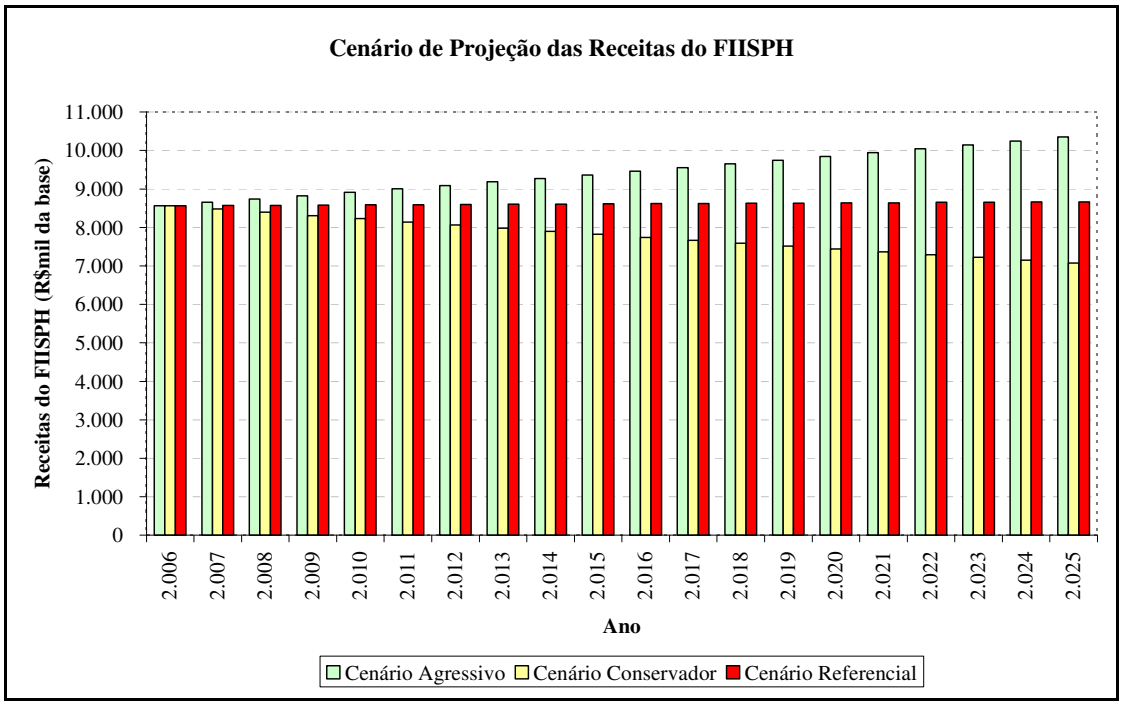

Gráfico 3 – Projeção das Receitas do FIISPH: Cenários Referencial, Agressivo e Conservador

Para as despesas e investimentos do FIISPH, será admitido que esses valores tendem a se comportar como nos anos anteriores e, para os Cenários Agressivo e Conservador, será arbitrada margem de erro de 20%.

Tabela 7 – Parâmetros de despesas e investimentos do FIISPH arbitrados para os cenários da projeção do fluxo de caixa desse Fundo

Parâmetro	Conservador (-20%)	Referencial	Agressivo (+20%)
Administração (% em relação à receita)	1,20%	1,50%	1,80%
Fornecedores e Outros Gastos Operacionais (R$mil da base por ano)	R$ 480	R$ 600	R$ 720
Custo de Imóvel para Renda (R$mil da base por ano)	R$ 43	R$ 54	R$ 65

É importante salientar que o fluxo de caixa projetado para o FIISPH diz respeito a valores brutos, antes do Imposto de Renda[18]. Conseqüentemente, todas as rentabilidades admitidas nesse estudo referem-se a rendimentos brutos.

Avaliando os dados históricos do FIISPH, pode-se observar que há receita financeira de aplicações realizadas com sobras de caixa no ambiente do Fundo. Essa sobra de caixa são valores não distribuídos aos quotistas do Fundo, a título de provisão para eventuais despesas operacionais do FIISPH. Na projeção do fluxo de caixa, será considerado que serão distribuídos 100% dos resultados do FIISPH, conforme informações do regulamento do Fundo, e, portanto, a receita financeira proveniente de aplicação, em renda fixa, de "sobra de caixa" do FII pode ser desprezada.

Considerando-se que as despesas não aumentarão na mesma proporção que as receitas do Fundo, pode-se dizer que o FIISPH tende a aumentar seu resultado operacional ao longo dos anos.

A definição das taxas de atratividade será feita com base em informações gerais do mercado, sem a elaboração de estudos aprofundados, haja vista que o intuito aqui é demonstrar a aplicação da **rotina** proposta para análise da qualidade do investimento em quotas de FIISC, e não arbitrar o valor justo para aquisição das quotas do FIISPH. Assim, como taxa de atratividade setorial será adotada a taxa de 9% ao ano, efetiva, acima do IGP-m.

A definição da taxa de atratividade do investidor é feita com base na percepção pessoal desse investidor em relação aos riscos e à liquidez do investimento nas quotas do Fundo. Por isso, a taxa de atratividade deve ser diferente para cada investidor. Entretanto, para

[18] Importante salientar que até novembro de 2005 a alíquota de imposto sobre a renda auferida por Fundos Imobiliários era de 20%. Entretanto, com a aprovação da Lei Federal n. 11.196, em novembro de 2005, os investidores de pequeno porte ficaram isentos de IR para investimento em quotas de FII. Com essa isenção, acredita-se que estes investidores tendam a aceitar adquirir quotas do FII por valores maiores, uma vez que aumentará a parcela do ROD_{FII} para o investidor.

se apresentar a aplicação da rotina proposta torna-se necessário assumir a posição de investidor e, portanto, definir uma taxa de atratividade para o investidor.

Ao analisar o Prospecto de Oferta Pública de Quotas do FIISPH, pode-se observar que as análises econômico-financeiras que constam nesse prospecto apresentavam taxas de retorno variando de 14,4% ao ano a 17,51% ao ano[19], com base nos cenários conservador e agressivo[20] traçados pelo estruturador do FIISPH. Levando em consideração que os investidores, na emissão das quotas do FII, pautam sua decisão de investimento com base na promessa de rentabilidade apresentada pela instituição administradora, e considerando, também, que as quotas desse Fundo foram colocadas com sucesso em sua emissão, conclui-se que esses investidores aceitaram as rentabilidades propostas nesse prospecto. Contudo, considera-se, também, que os investidores **tendem** a aceitar rentabilidades menores ao longo do Ciclo Operacional, uma vez que, no ano zero, o risco de investimento é maior, em função da indefinição do sucesso operacional do empreendimento e, principalmente, de sua inserção de mercado. Ou seja, a percepção dos investidores é que, um shopping em operação e consolidado oferece riscos menores e, consequentemente, aceitam remuneração menor do que para novos empreendimentos.

Portanto, assim como para a taxa de atratividade setorial, será admitida uma taxa de atratividade de 9%a.a., efetiva, acima do IGP-m para esses investidores. Levando-se em

---

[19] Ressalta-se que, quando foram emitidas as quotas do FIISPH, a alíquota de Imposto de Renda para o investimento em quotas de FII era de 20% sobre o rendimento. Atualmente, investidores pessoas física podem ser isentos dessa taxa, desde que obedeça alguns critérios estabelecidos na Lei Federal n. 11.196/2006. Assim, a rentabilidade de 14,4% corresponde à rentabilidade de aproximadamente 11,5%a.a. líquida de IR.

[20] O Prospecto de Oferta Pública de Quotas do FIISPH refere-se aos cenários da análise como "otimista" e "pessimista". Entretanto, segundo ROCHA LIMA JR. (1994), jamais estudos de qualidade econômica de empreendimentos devem ser associados a conceitos de cenários "pessimistas" e "otimistas". O que se deve discutir é a sensibilidade dos resultados do empreendimento a variações de cenários, ao invés de associar diferentes cenários a posições extremas de angústia (as "pessimistas") ou de grande felicidade (as "otimistas"). Além disso, é comum encontrar alguns trabalhos que mencionam cenário "realista". Isso quer dizer que o avaliador conhece o futuro? Se não, por que realista? Além disso, se ele sabe qual é o realista, qual o sentido de se analisar o "otimista" e o "pessimista"?

conta a projeção de inflação feita pelo governo para 2006, que é de 4,5%, resulta-se em taxa de retorno nominal de 13,9%a.a.[21]

Tabela 8 – Taxas de atratividade arbitradas para análise do FIISPH

Parâmetro	Taxa Efetiva
Taxa de Atratividade Setorial (tas), % ao ano	9,0%
Taxa de Atratividade do Investidor no ano zero (tai), % ao ano	9,0%

Assim, a tabela a seguir apresenta os resultados da análise e os valores arbitrados com base no Cenário Referencial.

Tabela 9 – Valores arbitrados com base no Cenário Referencial do FIISPH

IR	24.500	R$ mil da base
VOI20	54.316	R$ mil da base
Alfa	75%	
VOI0	81.055	R$ mil da base

Conforme a tabela acima, o investidor deve adquirir a quota do FIISPH por um valor máximo de **R$ 202,64 da base**[22] para que possa obter a remuneração pretendida de 9%a.a. efetiva, acima do IGP-m, com base no Cenário Referencial projetado.

Porém, como o Cenário Referencial baseia-se em expectativas e, portanto, está sujeito a flutuações, o valor da quota deve ser arbitrado em função de uma amostragem de cenários possíveis. Por isso, o valor da quota é calculado por meio de análise estatística, impondo variações aleatórias nos parâmetros da análise, dentro dos limites estabelecidos como conservadores e agressivos. Assim, determina-se, ao invés de um único valor para

[21] Considerando que parte dos investidores de quotas de FII são investidores do mercado de imóveis para renda, a taxa de atratividade arbitrada aparentemente apresenta-se coerente, uma vez que esses investidores têm como "*benchmark*" o retorno de 1% ao mês, nominal, sobre o capital investido.

[22] Mais uma vez, ressalta-se que o objetivo aqui não é arbitrar o melhor valor para aquisição de quotas do FIISPH, mas apresentar a aplicação da rotina apresentada a um caso prático. A taxa de atratividade depende da percepção individual do investidor quanto ao risco e à liquidez do investimento em quotas do Fundo. Portanto, essa taxa pode ser diferente para cada investidor.

a quota do FIISPH, um espectro de valores possíveis de remunerar o investidor à taxa de atratividade por ele esperada.

Assim, com uma amostra de 50 cenários, com os parâmetros flutuando aleatoriamente entre os parâmetros estabelecidos como agressivos e conservadores (tabelas 6 e 7), o intervalo resultando, com 90% de confiança, foi de mínimo de R$ 202,44 e máximo de R$ 203,20 conforme gráfico a seguir.

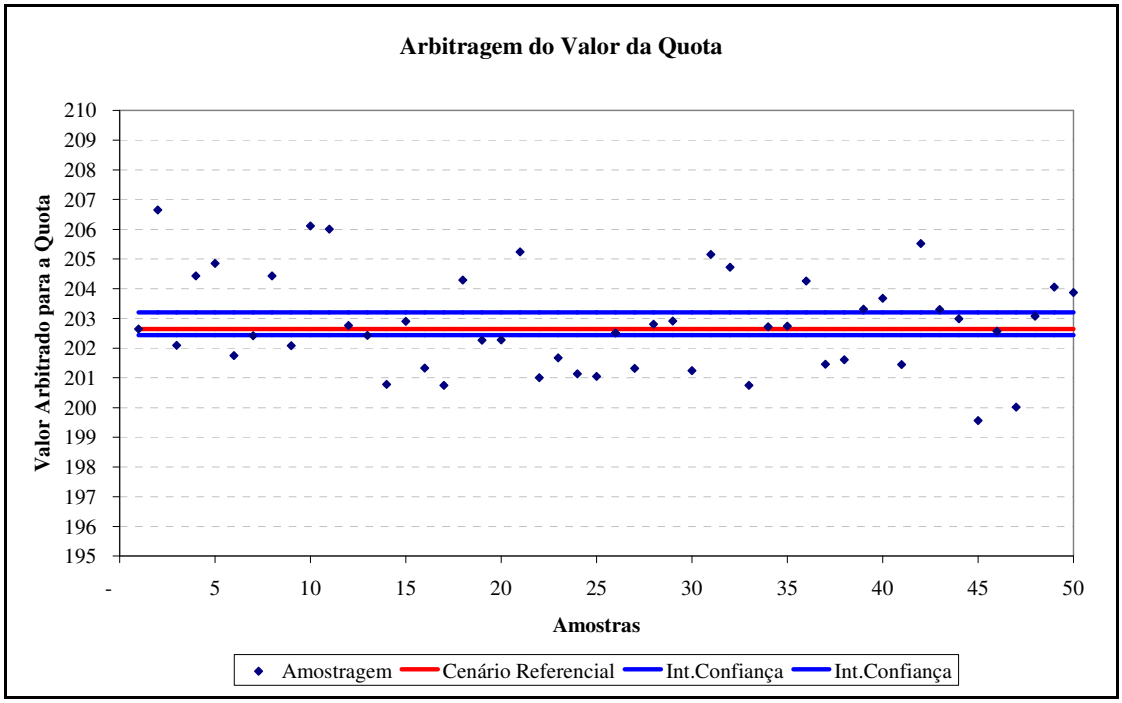

Gráfico 4 – Espectro de valores arbitrados para a quota do FIISPH

Observando a cotação das quotas do FIISPH no SOMA, pode-se concluir um investidor, cujas expectativas em relação às receitas do FIISPH sejam traduzidas pelos cenários estabelecidos nesse caso e, também, cuja expectativa de remuneração seja refletida pela taxa de atratividade aqui arbitrada, poderia ter dificuldade de investir no FIISPH e obter remuneração satisfatória, uma vez que as últimas transações ocorreram a R$ 210,14 da base.

Não se pode esquecer que a arbitragem do valor da quota pode variar para cada investidor, em função (i) das expectativas do investidor em relação aos resultados futuros do FIISPH e, também, (ii) da taxa de remuneração esperada por esse investidor, em função de sua percepção pessoal dos riscos do investimento e da liquidez das quotas do Fundo no mercado secundário. Assim, o objetivo dos valores aqui apresentados não é arbitrar o valor da quota pelo qual se entende como o ideal para investimento, mas sim de consolidar, de forma prática, a rotina proposta para avaliação expedita do investimento em quotas de um FIISC.

5.4 Análise sob Cenários Desviados

Supondo-se que um investidor adquira quotas do FIISPH pelo valor arbitrado com base no Cenário Referencial, avalia-se, por meio de análise de sensibilidade, qual o impacto que quebras no desempenho do FIISPH podem ter na rentabilidade do quotista. As quebras de desempenho serão analisadas por duas vertentes: (i) quebra de receita e (ii) aumento nos custos do FIISPH.

No gráfico a seguir pode-se observar que, caso o investidor adquira a quota do FIISPH pelo valor arbitrado de R$ 202,64 da base e o Cenário Referencial não se concretize, em função de quebras de receita em relação ao projetado, a remuneração do investidor resulta em taxas abaixo da taxa de atratividade. Assim, conforme o gráfico a seguir, se as receitas forem 25% abaixo das receitas projetadas no Cenário Referencial, a remuneração do investidor será pouco acima de 7,0%a.a., efetiva, acima do IGP-m.

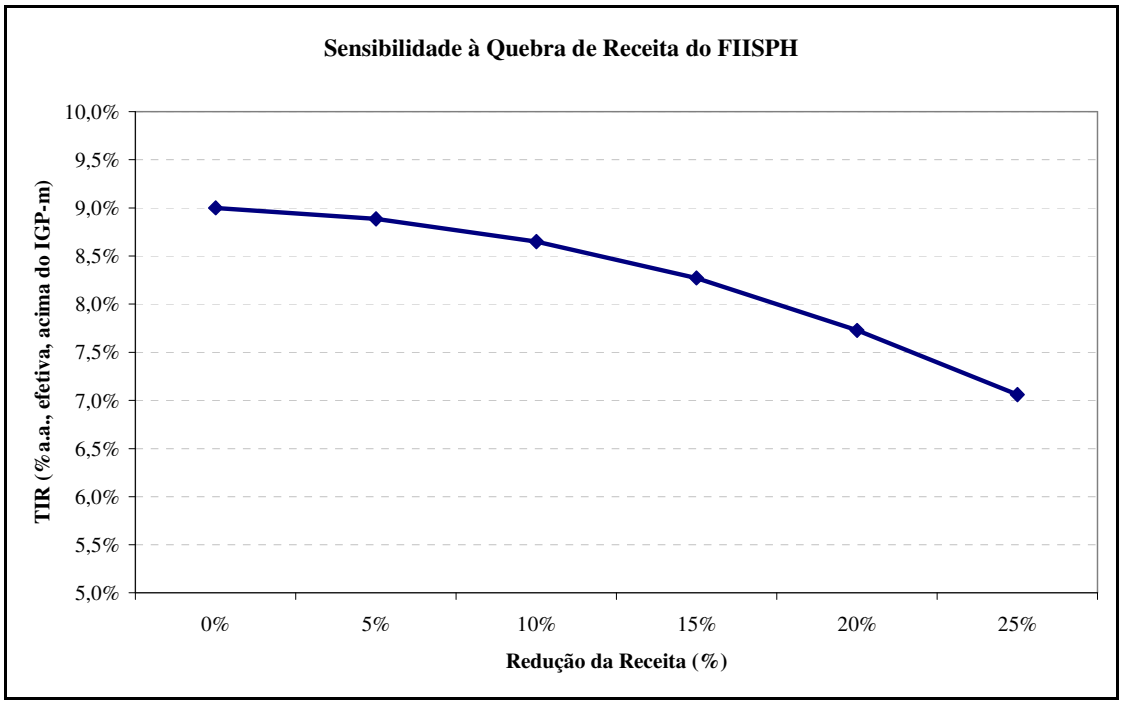

Gráfico 5 – Sensibilidade do FIISPH à Quebra de Receita

Os resultados do investimento em quotas do FIISPH são ainda menos sensíveis a flutuações de custo. No gráfico a seguir, pode-se observar que, mesmo os custos do FIISPH aumentando em quase 25%, em relação ao Cenário Referencial, a rentabilidade do quotista desse Fundo, que adquiriu a quota pelo valor arbitrado de R$ 202,64 da base, se mantém acima de 8%a.a., efetiva, acima do IGP-m.

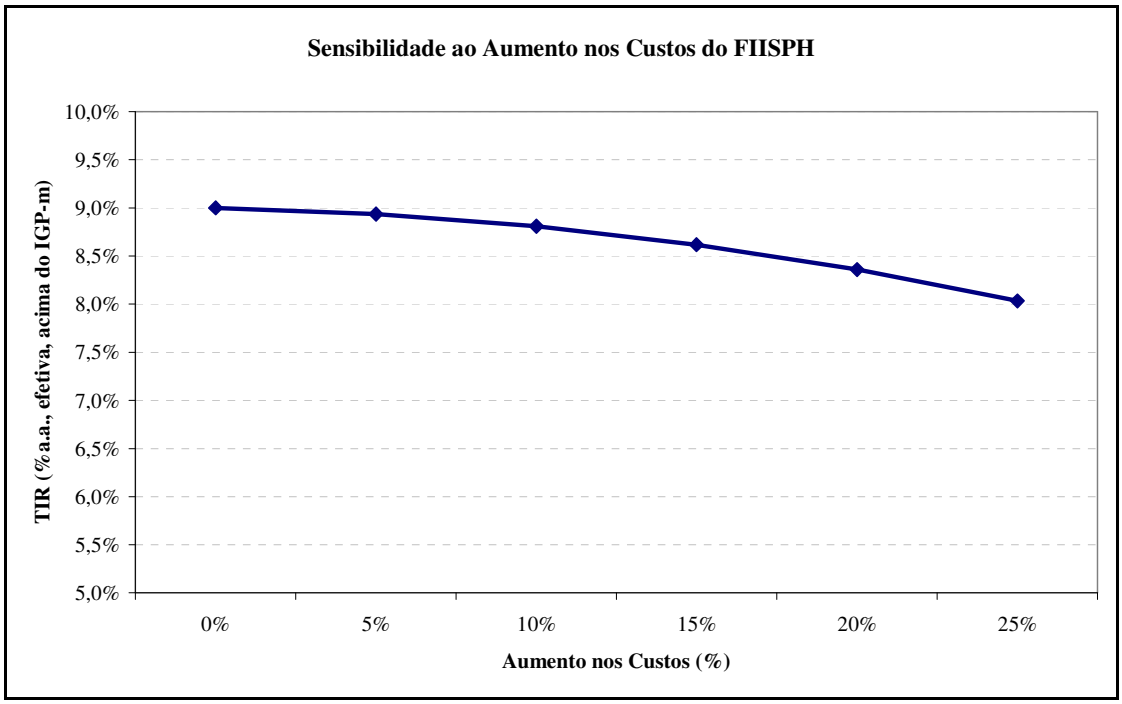

Gráfico 6 – Sensibilidade do FIISPH ao aumento nos custos

6 ANÁLISE CRÍTICA

A análise crítica desenvolvida neste capítulo refere-se não apenas à rotina proposta no presente trabalho e sua aplicação ao caso, mas também a questões relativas a aspectos que tangem o desenvolvimento do mercado de FII no Brasil.

O mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários tem apresentado progressos significativos nos últimos anos no Brasil. A abertura desses Fundos a investidores de pequeno porte em 1999, a listagem desses Fundos em ambientes organizados de negociação, tais como Bovespa e SOMA, em 2003 e, recentemente, a aprovação da Lei Federal n. 11.196 em novembro de 2005[23], que isenta os FIIs de impostos sobre a renda, são exemplos de evolução desse mercado.

Entretanto, apesar dos grandes avanços que esse mercado tem apresentado, pode-se dizer que seu crescimento ainda é incipiente, principalmente quando comparado ao mercado dos Estados Unidos. O mercado de *REIT*s norte-americano, que apresentou crescimento acima de 100% nos últimos três anos, totaliza um patrimônio acima de US$ 650 bilhões, enquanto os FIIs brasileiros somam R$ 2,5 bilhões.

Assim, comparando os números do mercado de *REIT*s nos Estados Unidos ao mercado de FIIs no Brasil, e unindo isso à forte cultura dos brasileiros de investir em imóveis como forma de obter rendimento mensal e garantir uma "poupança futura", pode-se esperar que o mercado de FII ainda tenha um grande potencial de crescimento.

---

[23] Cabe ressaltar que a isenção de imposto sobre a renda proporcionada pelos Fundos Imobiliários tende a promover um crescimento desse mercado, uma vez que propicia maiores margens ao resultado líquido dessa operação. Por motivos óbvios, essa nova lei tende a modificar o estado atual desse mercado principalmente sob duas vertentes: (i) valorização das quotas de FIIs no mercado secundário e (ii) propiciando a viabilização de alguns empreendimentos que até então não atingiam a taxa de atratividade setorial.

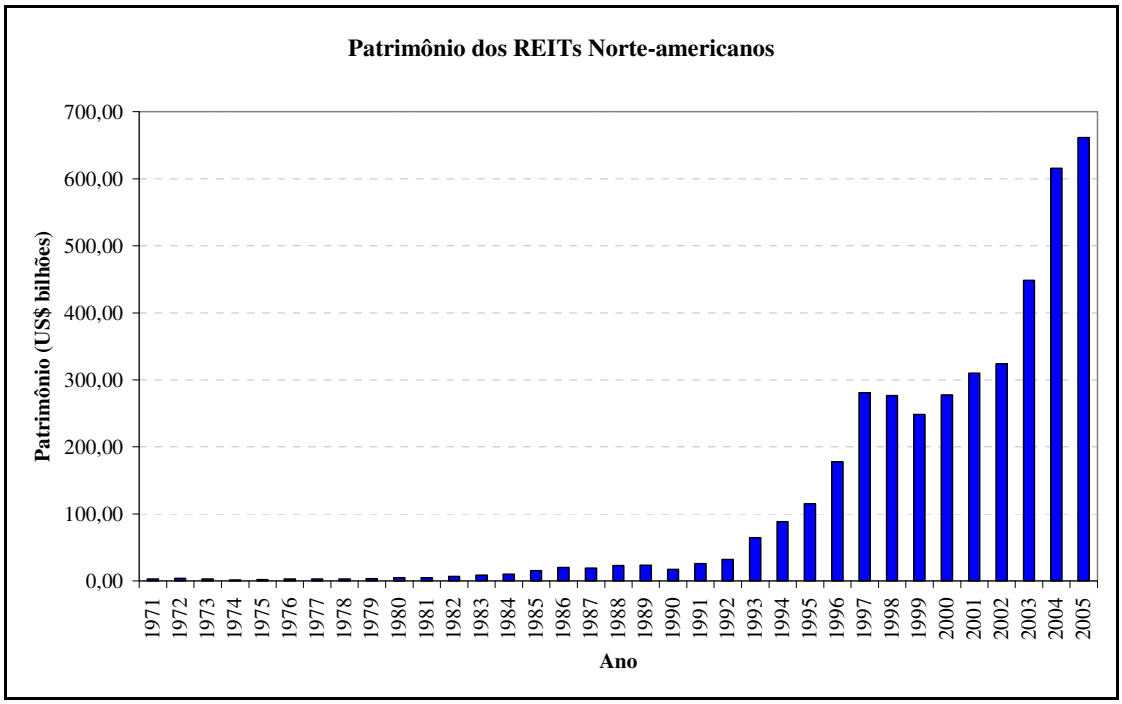

Gráfico 7 – Evolução do patrimônio dos *REITs* nos Estados Unidos

Fonte: NAREIT

Pode-se dizer que existem alguns fatores que contribuem ao lento crescimento desse mercado e, dentre os principais fatores, pode-se citar o fato da estruturação de FIIs no Brasil apresentar uma significante fragilidade em seu processo, resultante da legislação vigente: o empreendedor se desvincula do FII após emissão das quotas do Fundo.

Isso tem feito com que alguns empreendedores, sem se preocupar com a perenidade de sua atuação no mercado, formatem EBIs - para servirem de lastro a FIIs - com base em análises de qualidade econômica sem fundamentos claros e, além disso, sem um estudo mercadológico consistente no sentido de tentar assegurar uma satisfatória inserção de mercado para o empreendimento e, conseqüentemente, propiciar rentabilidade satisfatória aos investidores.

Assim, investidores balizam suas decisões de investimentos com base nesses estudos de qualidade econômica do empreendimento, apresentados no prospecto de emissão pública

de quotas do FII, que, em alguns casos, não refletem a realidade de mercado. Como conseqüência, o empreendimento não proporciona renda nos patamares esperados e, conseqüentemente, não remunera o investidor adequadamente, sem que o empreendedor assuma qualquer responsabilidade sobre o fato[24].

Com isso, possivelmente alguns casos de FIIs mal sucedidos podem ter prejudicado a imagem desse mercado e proporcionado insegurança e desconfiança a potenciais investidores, colaborando ao crescimento desse mercado aquém do seu potencial.

Portanto, no sentido de implicar maior transparência a esse mercado e propiciar maior segurança aos investidores, as instituições financeiras, responsáveis pela estruturação e pela gestão dos FIIs, devem agir principalmente em três vertentes, explicitadas adiante: (i) estruturar FIIs com riscos equilibrados; (ii) propiciar, aos potenciais investidores, condições de informações suficientes a análises consistentes do investimento em quotas do FII e (iii) proporcionar liquidez às quotas dos FIIs no mercado secundário.

Esforços nesses sentidos podem ser notados no mercado de FIIs. Entretanto, cabe, nesse momento, explicar e ressaltar a importância dessas iniciativas, cujos objetivos contribuem em favor de um resultado comum: o desenvolvimento do mercado de Fundos Imobiliários no Brasil.

Nota-se que no Brasil, ao contrário do que acontece com os *REIT*s nos Estados Unidos, tem sido comum a estruturação de FIIs lastreados em um único empreendimento. Isso

[24] Pode ser citado como exemplo recente um FII cujo lastro é um complexo imobiliário compreendido por um hotel e um prédio de escritórios, no bairro Vila Olímpia, em São Paulo. Em primeiro lugar, em função da quebra dos mercados de escritórios e hotéis de alto luxo em São Paulo, seus empreendimentos não atingiram a inserção de mercado necessária para remunerar seus investidores adequadamente, conforme apresentado nos estudos de qualidade econômica que constam no prospecto do FII. Além disso, o empreendedor não honrou com seu compromisso de garantia de renda mínima prometida aos quotistas para os primeiros anos de operação do FII.

oferece risco concentrado ao investidor, uma vez que a rentabilidade do FII está subordinada ao desempenho do único empreendimento que lastreia o Fundo[25].

Portanto, pode ser interessante a estruturação de FIIs lastreados em portfólios de empreendimentos. Partindo do pressuposto de que esses empreendimentos serão formatados com base em estudos de mercado bem fundamentados, a estruturação de FIIs lastreados em diversos empreendimentos tende a reduzir o risco de investimento em suas quotas, em função do possível equilíbrio de desempenho de cada empreendimento que compõe do portfólio. Ou seja, os empreendimentos que lastreiam o FII podem ser de diferentes tipologias (shoppings, prédios de escritórios, hotéis, etc.) [26] e com localizações distintas (bairros distintos ou até mesmo cidades distintas). Com isso, por estarem subordinados a diferentes mercados e sob a gestão de diferentes operadores de EBIs, os resultados operacionais insatisfatórios de alguns empreendimentos se equilibram com a performance satisfatória de outros, tendendo a resultar em rentabilidades mais estáveis para o FII, quando comparadas à rentabilidade de FIIs lastreados em um único empreendimento.

Além disso, salienta-se aqui a importância da disponibilidade de informações suficientes a uma análise consistente e bem fundamentada do investimento em quotas do FII. Acredita-se que ao proporcionar condições, a potenciais investidores, de tomarem suas decisões de investimento conscientes das perspectivas de rentabilidade, dos riscos e da liquidez das quotas do Fundo no mercado secundário, pode-se aumentar a satisfação desses investidores. Isso porque decisões de investimento bem fundamentadas evitam

---

[25] Não obstante serem lastreados em um único imóvel, alguns FIIs têm suas receitas vinculadas a um único inquilino. É o caso, por exemplo de um FII que tem como inquilino um único hospital. Isso deixa os quotistas do Fundo em uma posição vulnerável, com risco elevado, pois, no momento de renovação do contrato de locação, o hospital tem o direito de renegociar o contrato, exigindo valores menores. Nessa hipótese, é possível haver quebra de desempenho do FII, seja em função da redução do valor do aluguel, seja pela necessidade de se buscar um novo inquilino para um imóvel de alta especialidade e baixa flexibilidade.

[26] Há um FII no mercado, por exemplo, que apesar de ter grande parte de seus imóveis voltados para a área de logística, possui imóveis em diferentes cidades e inclui no seu portfólio, além de galpões e armazéns de logística, um prédio de escritórios.

frustrações futuras e, como conseqüência, reduz a insegurança e desconfiança de potenciais investidores em relação ao mercado de FII.

Como referência no tratamento de informações relevantes à análise dos investidores, esse mercado deve se inspirar no mercado acionário, conforme apresentado no capítulo 03. Também a exemplo do mercado acionário e no sentido de dar suporte à decisão de potenciais investidores, pode-se acrescentar a importância da formação de analistas no mercado de FII. Isso possibilitaria a análise do investimento em FIIs sem a necessidade de se conhecer a economia e as características do mercado em que os empreendimentos do FII estiverem inseridos.

A rotina apresentada no presente trabalho tem o propósito de auxiliar o pequeno investidor em sua tomada de decisão, ao possibilitar-lhe uma análise, mesmo que expedita, da qualidade do investimento em quotas de FIISC. Contudo, é importante frisar que, em função da indisponibilidade de algumas informações relevantes à análise da qualidade do investimento, a rotina proposta apresenta algumas simplificações que incorrem fragilidade à análise.

Portanto, a rotina proposta pode dar suporte à decisão de investimento de forma mais bem fundamentada do que aparentemente vem sendo feito pelos investidores desse mercado[27]. Entretanto, para que esses investidores possam ter segurança ao avaliar o investimento em quotas de um FIISC, torna-se necessário o fornecimento, pela instituição administradora do FII, de todas as informações que possam influenciar a avaliação do empreendimento objeto do FII.

Ou seja, informações como taxa de vacância do shopping[28], índice de inadimplência, contribuição do *overage* na formação da receita[29], entre outras, são importantes para

---

[27] AMATO (2004) et al. constataram que há alguma correlação entre o valor de investimento em quotas de FII e o seu *dividend yield*, de onde pode-se deduzir que há uma forte tendência dos investidores avaliarem o investimento em quotas de FII com base, principalmente, em dados históricos, sem considerar as perspectivas futuras de geração de receita dos empreendimentos objetos do FII.

[28] Os shopping centers são planejados para operarem com 100% de ocupação. Portanto, alta taxa de vacância pode indicar ineficiência operacional da empresa que opera o shopping center. Esse tipo de

avaliar a eficiência operacional do shopping center objeto do FII e, portanto, deveriam ser fornecidas regularmente, pelas instituições administradoras, a potencias investidores.

No sentido de propiciar liquidez às quotas de FII, não se pode deixar de salientar a importância de estruturação de Fundos com quotas pulverizadas, com grande número de quotas. Isso possibilita a entrada de números expressivos de quotistas e, conseqüentemente, tende a aumentar o número de transações com quotas do Fundo no mercado secundário, implicando maior liquidez às suas quotas. Entretanto, para a estruturação de FIIs com quotas muito pulverizadas há necessidade de que os grandes bancos de varejo se interessem pela distribuição das quotas do FII, pois esses bancos possuem uma extensa carteira de clientes e, portanto, possibilita a colocação dessas quotas no mercado[30]. Em geral, as instituições financeiras especializadas na estruturação de FIIs não possuem estrutura suficiente à distribuição de quotas a um número expressivo de quotistas.

Pode-se dizer que a listagem dos FIIs em ambientes organizados, como SOMA e Bovespa, já é uma tendência nesse mercado. Isso possibilita transparência nas transações desse mercado e possibilita, aos investidores, a análise da liquidez das quotas do FII.

Nesse momento seria importante a existência de Formadores de Mercado para garantir a liquidez às quotas de Fundos Imobiliários. Isso evitaria o receio de alguns investidores em relação à suposta falta de liquidez das quotas de determinados FIIs.

---

informação deve influenciar no cenário da análise e, conseqüentemente, na projeção do fluxo de caixa do empreendimento.

[29] Alta inadimplência e baixa contribuição de *overage* na formação da receita de um shopping podem indicar que os pisos de locação estão acima da capacidade de faturamento dos lojistas e, portanto, podem indicar a possibilidade de renegociação dos contratos de locação, por exigência dos lojistas. Ou seja, isso pode implicar em quebra do desempenho do shopping, não contradizendo a tendência de evolução histórica de receita do empreendimento.

[30] Uma instituição financeira especializada em estruturação de FIIs deu uma contribuição nesse sentido. Essa instituição estruturou um FII no Rio de Janeiro, que tem como lastro um edifício de escritórios, cujo lote mínimo de quotas foi levado a mercado pelo valor de R$ 1.000,00. Para isso, a distribuição das quotas desse FII foi feita pela Caixa Econômica Federal (CEF). Como resultado, tem ocorrido transações com quotas desse FII diariamente na Bovespa.

Por último, não se pode deixar de comentar que um dos fatores que tem contribuído ao lento crescimento do mercado de FIIs no Brasil é a elevada taxa de juros estabelecida pelo governo. Assim, ressalta-se que, a tendência de queda da taxa SELIC[31] para os próximos anos tende a aumentar o grau de interesse de investidores pelas quotas de FII e forma um cenário propício ao desenvolvimento do mercado de FIIs no Brasil. Assim, pode-se dizer que a manutenção das taxas de juros do governo a patamares reduzidos seria fundamental para a consolidação do crescimento do mercado de FIIs nesse país.

[31] As projeções da taxa Selic elaboradas pelo Banco Bradesco, renomada instituição financeira brasileira, apontam para taxa equivalente a 15%a.a. para o ano de 2006 e 13%a.a. para o ano de 2007.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O investimento em quotas de FIISC é remunerado em função da receita proporcionada pelo shopping center no qual esse Fundo é lastreado. Portanto, para analisar a qualidade do investimento em quotas de um FIISC, o investidor deve avaliar a capacidade desse shopping em gerar renda futura.

Para isso, a avaliação dos dados históricos do FII e do shopping center é indispensável e serve como ponto de partida para a projeção do fluxo de caixa do FIISC, uma vez que os fatores que compõem a receita do quotista **tendem** a se comportar como nos anos anteriores. Porém, apesar dos dados históricos servirem de ponto de partida para a projeção futura dos resultados do FIISC, essa projeção deve ser fundamentada essencialmente nas expectativas do investidor quanto ao comportamento futuro dos fatores que compõem os resultados do FIISC, em função da percepção pessoal do investidor, tanto da economia regional e local em que o shopping se insere, como da inserção de mercado desse empreendimento no conjunto competitivo.

Como a arbitragem do valor da quota não é previsão do futuro e está sujeita a variações, por fundamentar-se nas suas expectativas do investidor em relação ao comportamento operacional do shopping, da economia e do mercado em que este se encontra inserido, essa arbitragem deve ser feita não com base de um único Cenário Referencial, mas com base em uma amostragem de cenários. Com isso, resulta-se em um espectro de valores dentro dos quais o investidor acredita que pode ser remunerado adequadamente.

Apesar das instituições administradoras não disponibilizarem as informações necessárias para uma análise bem fundamentada, os investidores desse mercado devem desenvolver a análise do investimento com base nas informações disponíveis, que, em geral, têm-se restringido às informações exigidas pela CVM. Ou seja, nesses casos, o investidor deve utilizar o histórico de demonstrações do fluxo de caixa para dar início à análise de investimento no FIISC.

É importante salientar que, quanto mais informações a respeito do FIISC e do shopping center esse investidor obtiver, mais qualidade pode ser implicada à análise. Para isso, ele deve utilizar-se de ferramentas como notícias em jornais e *Internet*, além das informações disponibilizadas pela instituição administradora do Fundo.

Entretanto, por mais informações que esse investidor possa reunir a respeito do FIISC, a análise pode apresentar fragilidade, caso não sejam disponibilizadas informações que representam os fatores que formam esses resultados, tais como taxa de vacância, inadimplência, contribuição do *overage* na formação da receita, entre outras.

Isso demonstra a necessidade das instituições administradoras disponibilizarem relatórios com o histórico de informações suficiente a uma análise bem fundamentada do investimento em quotas de FIISC. A exemplo do mercado acionário, a criação de departamentos de Relacionamento com Investidores (RI) nas instituições administradoras de FII, com o objetivo de atender os potenciais investidores e muni-los das informações necessárias à análise do investimento, poderia contribuir ao desenvolvimento desse promissor mercado de FII.

A presença de analistas nesse mercado, para dar suporte à decisão de investimento de potenciais investidores, também poderia fomentar o crescimento desse mercado, dinamizando a decisão desses investidores e possibilitando investidores não conhecedores do mercado de *Real Estate* tomar decisão de investimento consciente das perspectivas de rentabilidade e do risco incorrido nesse investimento.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMATO, F. B. **Arbitragem de Valor: Uma Rotina de Análise para Empreendimentos de Base Imobiliária** 2001, 110 p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

AMATO, F. B. *et al.* **Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: uma Análise do Desempenho Recente e seus fatores de Influência** In.: VIII SEMEAD – Seminário em Administração, São Paulo. 2005 Anais Eletrônicos São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/index.htm> Acesso em: 15 nov. 2005.

BCB: Banco Central do Brasil. **Banco de Dados**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 20 dez. 2005

BONOMI, C. A.; MALVESSI, O. **Project Finance no Brasil: Fundamentos e Estudos de Casos.** São Paulo: Editora Atlas S.A., 2002. 363p.

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo. **Banco de Dados**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 08 set. 2005.

BRASIL, Lei n. 8668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/> Acesso em: 05 mai. 2005.

BRASIL, Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005. Institui o Regime Especial de tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/> Acesso em: 29 dez. 2005.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. São Paulo, SP **Caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. **Banco de Dados da Comissão de Valores Imobiliários**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 mai. 2005

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 206, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário. **Banco de Dados da Comissão de Valores Imobiliários**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 mai. 2005

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001. 608 p.

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Banco de Dados**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em: 08 jan. 2006

LUQUET, M.; ROCCO, N. **Guia Valor Econômico de Investimentos em Ações** São Paulo: Globo, 2005. 145 p.

MAMEDE, G. **Contrato de Locação em Shopping Center** Belo Horizonte: Del Rey, 2000. 174 p.

MONETTI, E. **Análise de Riscos do Investimento em Shopping Centers**, 1996, 261 p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1996.

NAREIT: *National Association of Real Estate Investment Trusts*. **Banco de Dados**. Disponível em: <http://www.nareit.com> Acesso em: 27 dez. 2005

PÓVOA, A. **Valuation – Como Precificar Ações** São Paulo: Globo, 2004. 373 p.

PROSPECTO de Oferta Pública de Quotas: Fundo de Investimento Imobiliário

Shopping Pátio Higienópolis CVM/SER/RFI – 99, em 1999.

ROCHA LIMA JR.., J. **Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária**, 1994, 33 p. Boletim Técnico PCC-130 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

_____. **Arbitragem de Valor de Portfolios de Base Imobiliária** 1994b, 47 p. Boletim Técnico PCC-132 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

_____. **Fundos Imobiliários – Valor do Portfolio** 1994c, 60 p. Boletim Técnico PCC-127 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

_____. **Princípios para Análise de Qualidade de Empreendimentos: o Caso dos Empreendimentos de Base Imobiliária** 1995, 72 p. Boletim Técnico PCC-153 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1995.

_____. **Planejamento de Shopping-Centers** São Paulo: ICSS/ Plêiade, 1996. 336 p.

_____. **Decidir sobre Investimentos no Setor da Construção Civil** 1998, 76 p. Boletim Técnico PCC-200 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1998.

_____. **Arbitragem de valor de Hotéis** 2000, 57 p. Boletim Técnico PCC-267 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

SEADE: Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados. **Banco de Dados**. Disponível em: <http://www.seade.gov.br>. Acesso em: 07 jan. 2006.

TAKAOKA, M. **V. Método para Rating de Volatilidade dos Indicadores da Qualidade de Valores Mobiliários Resultantes da Securitização de Empreendimentos de Base Imobiliária**, 2003, 156 p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

ANEXO 01

Lançamentos Imobiliários Residenciais de 2000 a 2005 nos bairros da Região de Influência do SPH.

Bairro	Tipologia de Apartamento	Número Total de Lançamentos	Número Total de Blocos (prédios)	Número Total de Unidades Tipo	Área Útil Lançada (em m2)	Área Útil Média (em m2)	Área de Terreno Consumido (em m2)	Preço Médio por m2 de Área Útil (em US$)
Barra Funda	01 dormitório	1,00	1,00	80	2.560,00	32	752	691,89
	02 dormitórios	3,73	6,00	646	37.584,80	58	10.156	789,78
	03 dormitórios	1,27	5,00	466	41.752,38	90	14.822	643,47
	04 ou mais dormitórios	-	-	-	-	-	-	-
	TOTAL	**6,00**	**12,00**	**1.192,00**	**81.897,18**	**180**	**25.730**	
Consolação	01 dormitório	3,64	3,95	713	15.920,18	22	4.503	1.289,12
	02 dormitórios	3,36	4,06	412	21.201,60	51	4.956	907,21
	03 dormitórios	0,80	0,20	18	1.612,26	90	418	1.093,80
	04 ou mais dormitórios	0,20	0,80	72	9.779,76	136	1.972	1.122,34
	TOTAL	**8,00**	**9,01**	**1.215,00**	**48.513,80**	**299**	**11.849**	
Higienópolis	01 dormitório	5,02	5,02	346	14.138,16	41	3.844	1.347,85
	02 dormitórios	1,98	1,98	91	6.272,42	69	2.167	1.204,47
	03 dormitórios	1,00	1,00	7	1.335,53	191	760	1.416,59
	04 ou mais dormitórios	9,00	9,00	120	66.051,29	289	10.292	2.126,48
	TOTAL	**17,00**	**17,00**	**564,00**	**87.797,40**	**590**	**17.062**	
Perdizes	01 dormitório	2,34	2,33	348	11.669,32	34	3.367	1.055,70
	02 dormitórios	9,86	10,00	643	41.297,73	64	12.601	862,61
	03 dormitórios	12,40	12,33	680	71.022,34	104	18.349	1.040,75
	04 ou mais dormitórios	29,40	29,33	970	186.159,77	192	47.321	1.275,71
	TOTAL	**54,00**	**53,99**	**2.641,00**	**310.149,16**	**394**	**81.638**	
Santa Cecília	01 dormitório	3,33	3,67	283	11.046,04	39	3.175	902,60
	02 dormitórios	1,67	2,33	188	9.582,86	51	2.301	1.303,00
	03 dormitórios	-	-	-	-	-	-	-
	04 ou mais dormitórios	2,00	2,00	67	12.422,64	185	2.710	1.151,05
	TOTAL	**7,00**	**8,00**	**538,00**	**33.051,54**	**275**	**8.186**	

Fonte: EMBRAESP (2005)

ANEXO 02

Projeção do Fluxo de Caixa do FIISPH, com base no Cenário Referencial arbitrado pelo investidor.

Ano	Ano Ref.	Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais			Caixa Líquido das Atividades Operacionais	Custo de Imóveis pra Renda	Resultado antes do IR	IR	ROD	Distribuição de Resultados Possível
		Aluguéis	Administração	Fornecedores e Outros Gastos Operacionais						
		(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil da base)	(R$mil 2005)	(R$mil da base)
2.005	-									
2.006	**1**	8.565	(128)	(600)	7.836	(54)	7.782		7.782	(7.782)
2.007	**2**	8.570	(129)	(600)	7.841	(54)	7.787		7.787	(7.787)
2.008	**3**	8.575	(129)	(600)	7.847	(54)	7.793		7.793	(7.793)
2.009	**4**	8.580	(129)	(600)	7.852	(54)	7.798		7.798	(7.798)
2.010	**5**	8.586	(129)	(600)	7.857	(54)	7.803		7.803	(7.803)
2.011	**6**	8.591	(129)	(600)	7.862	(54)	7.808		7.808	(7.808)
2.012	**7**	8.596	(129)	(600)	7.868	(54)	7.814		7.814	(7.814)
2.013	**8**	8.602	(129)	(600)	7.873	(54)	7.819		7.819	(7.819)
2.014	**9**	8.607	(129)	(600)	7.878	(54)	7.824		7.824	(7.824)
2.015	**10**	8.612	(129)	(600)	7.883	(54)	7.829		7.829	(7.829)
2.016	**11**	8.618	(129)	(600)	7.889	(54)	7.835		7.835	(7.835)
2.017	**12**	8.623	(129)	(600)	7.894	(54)	7.840		7.840	(7.840)
2.018	**13**	8.628	(129)	(600)	7.899	(54)	7.845		7.845	(7.845)
2.019	**14**	8.634	(130)	(600)	7.904	(54)	7.850		7.850	(7.850)
2.020	**15**	8.639	(130)	(600)	7.910	(54)	7.856		7.856	(7.856)
2.021	**16**	8.644	(130)	(600)	7.915	(54)	7.861		7.861	(7.861)
2.022	**17**	8.650	(130)	(600)	7.920	(54)	7.866		7.866	(7.866)
2.023	**18**	8.655	(130)	(600)	7.925	(54)	7.871		7.871	(7.871)
2.024	**19**	8.660	(130)	(600)	7.931	(54)	7.877		7.877	(7.877)
2.025	**20**	8.666	(130)	(600)	7.936	(54)	7.882		7.882	(7.882)
2.026	**21**	8.671	(130)	(600)	7.941	(54)	7.887		7.887	(7.887)
2.027	**22**	8.676	(130)	(600)	7.946	(54)	7.892		7.892	(7.892)
2.028	**23**	8.682	(130)	(600)	7.952	(54)	7.898		7.898	(7.898)
2.029	**24**	8.687	(130)	(600)	7.957	(54)	7.903		7.903	(7.903)
2.030	**25**	8.692	(130)	(600)	7.962	(54)	7.908		7.908	(7.908)
2.031	**26**	8.698	(130)	(600)	7.967	(54)	7.913		7.913	(7.913)
2.032	**27**	8.703	(131)	(600)	7.973	(54)	7.919		7.919	(7.919)
2.033	**28**	8.708	(131)	(600)	7.978	(54)	7.924		7.924	(7.924)
2.034	**29**	8.714	(131)	(600)	7.983	(54)	7.929		7.929	(7.929)
2.035	**30**	8.719	(131)	(600)	7.988	(54)	7.934		7.934	(7.934)
2.036	**31**	8.724	(131)	(600)	7.994	(54)	7.940		7.940	(7.940)
2.037	**32**	8.730	(131)	(600)	7.999	(54)	7.945		7.945	(7.945)
2.038	**33**	8.735	(131)	(600)	8.004	(54)	7.950		7.950	(7.950)
2.039	**34**	8.740	(131)	(600)	8.009	(54)	7.955		7.955	(7.955)
2.040	**35**	8.746	(131)	(600)	8.014	(54)	7.960		7.960	(7.960)
2.041	**36**	8.751	(131)	(600)	8.020	(54)	7.966		7.966	(7.966)
2.042	**37**	8.756	(131)	(600)	8.025	(54)	7.971		7.971	(7.971)
2.043	**38**	8.762	(131)	(600)	8.030	(54)	7.976		7.976	(7.976)
2.044	**39**	8.767	(132)	(600)	8.035	(54)	7.981		7.981	(7.981)
2.045	**40**	8.772	(132)	(600)	8.041	(54)	7.987		7.987	(7.987)
TOTAL		**346.737**	**(5.201)**	**(24.000)**	**317.536**	**(2.160)**	**315.376**	**0**	**315.376**	**(315.376)**

ANEXO 03

Cenários arbitrados para a evolução das receitas do SPH.

Ano	Ano Ref.	Cenário Conservador (R$mil da base)	Cenário Referencial (R$mil da base)	Cenário Agressivo (R$mil da base)
2.006	**1**	8.565	8.565	8.565
2.007	**2**	8.479	8.570	8.650
2.008	**3**	8.394	8.575	8.737
2.009	**4**	8.310	8.580	8.824
2.010	**5**	8.227	8.586	8.912
2.011	**6**	8.145	8.591	9.001
2.012	**7**	8.063	8.596	9.091
2.013	**8**	7.983	8.602	9.182
2.014	**9**	7.903	8.607	9.274
2.015	**10**	7.824	8.612	9.367
2.016	**11**	7.746	8.618	9.461
2.017	**12**	7.668	8.623	9.555
2.018	**13**	7.591	8.628	9.651
2.019	**14**	7.516	8.634	9.747
2.020	**15**	7.440	8.639	9.845
2.021	**16**	7.366	8.644	9.943
2.022	**17**	7.292	8.650	10.043
2.023	**18**	7.219	8.655	10.143
2.024	**19**	7.147	8.660	10.244
2.025	**20**	7.076	8.666	10.347

ANEXO 05

Amostragem de valores arbitrados para a quota do FIISPH.

Número da Amostra	Taxa de crescimento da Receita	Administração	Fornecedores e outros Gastos Operacionais	Custo de Imóvel para Renda	Valor da Quota	Média	Máximo	Mínimo	Cenário Referencial
1	0,00%	1,50%	600,00	54,00	202,64	202,82	203,20	202,44	202,64
2	-0,91%	1,21%	483,63	49,77	206,65	202,82	203,20	202,44	202,64
3	-0,67%	1,42%	626,76	53,43	202,10	202,82	203,20	202,44	202,64
4	0,86%	1,26%	558,14	52,14	204,43	202,82	203,20	202,44	202,64
5	-0,29%	1,57%	519,47	48,31	204,86	202,82	203,20	202,44	202,64
6	0,76%	1,29%	653,16	51,47	201,74	202,82	203,20	202,44	202,64
7	0,92%	1,53%	595,91	63,78	202,42	202,82	203,20	202,44	202,64
8	0,47%	1,65%	530,58	45,40	204,44	202,82	203,20	202,44	202,64
9	-0,55%	1,55%	614,65	55,48	202,08	202,82	203,20	202,44	202,64
10	0,58%	1,29%	497,60	48,74	206,11	202,82	203,20	202,44	202,64
11	0,42%	1,42%	489,46	50,02	206,01	202,82	203,20	202,44	202,64
12	-0,01%	1,23%	617,23	56,00	202,76	202,82	203,20	202,44	202,64
13	-0,29%	1,31%	620,36	57,78	202,43	202,82	203,20	202,44	202,64
14	-0,26%	1,33%	692,25	43,23	200,78	202,82	203,20	202,44	202,64
15	-0,92%	1,47%	600,09	46,50	202,91	202,82	203,20	202,44	202,64
16	0,08%	1,71%	630,07	53,05	201,33	202,82	203,20	202,44	202,64
17	-0,92%	1,26%	685,24	57,97	200,75	202,82	203,20	202,44	202,64
18	-0,92%	1,47%	540,24	56,52	204,30	202,82	203,20	202,44	202,64
19	-0,28%	1,49%	614,41	53,68	202,27	202,82	203,20	202,44	202,64
20	0,40%	1,43%	622,45	50,35	202,28	202,82	203,20	202,44	202,64
21	-0,06%	1,34%	513,15	60,76	205,24	202,82	203,20	202,44	202,64
22	-0,52%	1,63%	643,51	58,68	201,00	202,82	203,20	202,44	202,64
23	-0,20%	1,61%	627,13	52,57	201,67	202,82	203,20	202,44	202,64
24	0,07%	1,34%	666,66	55,72	201,14	202,82	203,20	202,44	202,64
25	0,55%	1,49%	654,83	57,10	201,05	202,82	203,20	202,44	202,64
26	0,19%	1,76%	591,62	44,60	202,51	202,82	203,20	202,44	202,64
27	-0,13%	1,67%	639,71	47,52	201,32	202,82	203,20	202,44	202,64
28	0,98%	1,70%	566,29	64,25	202,80	202,82	203,20	202,44	202,64
29	-0,59%	1,78%	566,56	52,99	202,91	202,82	203,20	202,44	202,64
30	-0,38%	1,23%	666,12	61,56	201,24	202,82	203,20	202,44	202,64
31	-0,44%	1,33%	527,07	50,34	205,15	202,82	203,20	202,44	202,64
32	-0,36%	1,28%	549,45	47,47	204,73	202,82	203,20	202,44	202,64
33	0,18%	1,45%	672,50	54,27	200,74	202,82	203,20	202,44	202,64
34	0,68%	1,71%	574,21	58,79	202,72	202,82	203,20	202,44	202,64
35	-0,45%	1,50%	599,18	50,92	202,74	202,82	203,20	202,44	202,64
36	0,11%	1,64%	530,86	52,31	204,25	202,82	203,20	202,44	202,64
37	0,70%	1,75%	610,31	64,72	201,45	202,82	203,20	202,44	202,64
38	0,08%	1,67%	629,15	47,11	201,61	202,82	203,20	202,44	202,64
39	0,57%	1,39%	584,53	54,47	203,31	202,82	203,20	202,44	202,64
40	-0,10%	1,44%	557,86	63,45	203,68	202,82	203,20	202,44	202,64
41	0,98%	1,41%	656,27	48,84	201,45	202,82	203,20	202,44	202,64
42	0,88%	1,29%	511,59	56,39	205,52	202,82	203,20	202,44	202,64
43	-0,04%	1,77%	546,67	59,97	203,30	202,82	203,20	202,44	202,64
44	0,77%	1,75%	559,58	60,36	202,98	202,82	203,20	202,44	202,64
45	-0,14%	1,63%	703,97	49,83	199,56	202,82	203,20	202,44	202,64
46	-0,29%	1,76%	585,36	48,52	202,56	202,82	203,20	202,44	202,64
47	0,96%	1,48%	687,28	63,03	200,02	202,82	203,20	202,44	202,64
48	-0,55%	1,42%	586,22	58,73	203,08	202,82	203,20	202,44	202,64
49	-0,86%	1,34%	564,28	52,32	204,05	202,82	203,20	202,44	202,64
50	0,80%	1,44%	549,58	64,71	203,87	202,82	203,20	202,44	202,64