



2

**SECURITIZAÇÃO DE  
EMPREENHIMENTOS DE BASE  
IMOBILIÁRIA**

Banca Examinadora

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr. (orientador)  
Prof. Dr. Antônio Luiz Campos Gurgel  
Prof. Dr. João Carlos Douat

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

**JAE WON PARK**

**SECURITIZAÇÃO DE  
EMPREENHIMENTOS DE BASE  
IMOBILIÁRIA**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP, opção MBA (*Master in Business Administration*), área de concentração Finanças, para obtenção de título de mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

São Paulo  
1997



Fundação Getúlio Vargas  
Escola de Administração  
de Empresas de São Paulo  
Biblioteca



615/99



1199900615

Carlos

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data	Nº de Chamada
14.04	332.7
Tombo	F2355
615/99	Dis, e.2

0025-93760

PARK, Jae Won. Securitização de Empreendimentos de Base Imobiliária: São Paulo : EAESP/FGV, 1997. 120p. (Dissertação de Master in Business Administration apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV. Área de Concentração: Finanças).

Resumo: Trata da criação de títulos de dívida com objetivo de mobilizar fundos destinados ao desenvolvimento de empreendimentos de base imobiliária. Estuda a atratividade desses título na conjuntura atual, bem como a experiência brasileira e estrangeira nesse instrumento. Apresenta técnica de securitização de empreendimentos de base imobiliária.

Palavras-Chaves: Securitização - Empreendimentos de Base Imobiliária - Investimentos - Imóveis

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
1.1 Conceituações Iniciais	1
1.1.1 Empreendimento de base imobiliária	1
1.1.2 Securitização	3
1.2 Objetivo da dissertação	3
1.3 Escopo	5
<b>2. FORMAS DE FINANCIAMENTO DE UM EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA</b>	<b>6</b>
2.1 Por tipo de provedor de recurso	6
2.1.1 Investidor Estratégico	6
2.1.2 Investidor Financeiro	8
2.1.3 Órgãos de Fomento	12
2.2 Por veículo de aporte	16
2.2.1 Investimento Direto no Capital	16
2.2.2 Dívida Simples	17
2.2.3 Fundo de Investimento Imobiliário	17
2.2.4 Debêntures de Participação	19
<b>3. FUNDOS DE PENSÃO</b>	<b>21</b>
3.1 Visão Geral	21
3.2 Seu papel de investidor	24
3.3 Perfil da demanda	27
<b>4. SECURITIZAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA</b>	<b>29</b>
4.1 Etapas de desenvolvimento de um empreendimento de base imobiliária	29
4.2 Visão geral de um empreendimento tradicional	31
4.3 Visão geral de um empreendimento securitizado	36
4.4 Mercado Brasileiro	46
<b>5. EXPERIÊNCIA NO EXTERIOR</b>	<b>51</b>
5.1 REIT (Real Estate Investment Trust)	51
5.1.1 O que é REIT?	51



5.1.2 Histórico	52
5.1.3 Requisitos para REIT	53
5.1.4 Tipos de REIT	54
5.1.5 Vantagens e riscos de investir em REITs	57
5.2 Mercado	58
5.3 Comparação com a nossa realidade	61
<b>6. TÉCNICA DE SECURITIZAÇÃO</b>	<b>64</b>
6.1 Visão Geral	64
6.2 Avaliação de Qualidade de Empreendimento	67
6.2.1 Importância da Avaliação de Qualidade de Empreendimento	67
6.2.2 Fundamentos Conceituais	68
6.2.3 Processo de Avaliação	72
6.2.4 Horizonte Temporal de Empreendimento de Base Imobiliária	73
6.2.5 Indicadores de Qualidade de Empreendimento de Base Imobiliária	78
6.2.6 Metodologia de Avaliação	90
6.3 Formação do TIBI	97
6.3.1 Missão do TIBI	97
6.3.2 Necessidades a serem atendidas	98
6.3.3 Formação do TIBI	103
6.4 Securitização	112
6.5 Oferta Pública	115
<b>7. PERSPECTIVAS</b>	<b>118</b>
<b>8. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA</b>	<b>121</b>
<b>9. BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR</b>	<b>124</b>
<b>10. ANEXO</b>	<b>126</b>

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Conceituações Iniciais

Em se tratando de um tema bastante específico e relativamente novo, pelo menos no Brasil, vale iniciar o trabalho conceituando o próprio tema: o que é securitização e o que é um empreendimento de base imobiliária?

### 1.1.1 Empreendimento de base imobiliária

É importante a distinção entre *empreendimento de base imobiliária* e *empreendimento imobiliário*.

O conceito mais difundido é o de *empreendimento imobiliário*, ou seja, o objeto do empreendimento é o próprio imóvel. Basicamente, o empreendedor adquire um imóvel em estado mais “bruto”, agrega valor a este imóvel através de desenvolvimento e benfeitorias, e revende o imóvel “beneficiado” obtendo o lucro. Alguns empreendedores imobiliários não agregam valor algum a imóvel, obtendo o ganho através da valorização natural do imóvel. Os exemplos são:

- ✓ construção de prédios residenciais e a venda dos apartamentos e

- ✓ aquisição de terrenos, urbanização e desenvolvimento de infra-estrutura e posterior venda dos lotes, residenciais ou comerciais.

O *empreendimento de base imobiliária* é aquele onde se busca o resultado econômico através de exploração empresarial de um conjunto de ativos cujo elemento principal é um imóvel. Os exemplos são atividades de *shopping centers*, hotéis, escolas, portos, armazéns, hospitais etc. que se desenvolvem baseadas em imóveis.

Uma característica relevante é que o imóvel é a base principal do empreendimento mas não é o único ativo que gera o resultado econômico. No caso do hotel, por exemplo, o resultado é gerado através de exploração de um imóvel (prédio, estacionamento etc.), mais os móveis, equipamentos e instalações (cama, mesa, talheres, geladeiras etc.), onde trabalham pessoas (porteiros, recepcionistas etc.), administrado com conhecimentos especializados (operadora).

Outra característica que diferencia este do empreendimento imobiliário é sua perenidade. Salvo exceções, os empreendedores nesse tipo de negócio visam obter resultado econômico na exploração contínua do empreendimento, e não num horizonte de curto prazo como fariam empreendedores imobiliários, por exemplo, na construção e venda de apartamentos.

### 1.1.2 Securitização

A palavra “securitização” que se usa no mercado brasileiro é na verdade um neologismo vindo da tradução da palavra inglesa “*securitization*”, que por sua vez deriva da palavra “*security*”. “*Security*” significa “documento ou instrumento que identifica a propriedade legal de *commodities* físicos e outros ativos, ou que estabelece direito legal sobre um capital específico”<sup>1</sup> A palavra portuguesa correspondente seria “título” que significa “documento que autentica um direito” ou “qualquer papel negociável tais como ação, letra de câmbio, promissória etc.”<sup>2</sup> Dessa forma, securitização significa a criação de título que autentica um direito e que seja negociável no mercado financeiro.

Portanto, o tema desta dissertação trata do processo de criação de títulos negociáveis com vínculo em um empreendimento de base imobiliária.

## 1.2 Objetivo da dissertação

A securitização de empreendimento de base imobiliária é um assunto relativamente novo no mercado brasileiro, sendo a primeira operação ocorrida em 1992. Tratava-se da emissão de debêntures do HSBX em Bauru, coordenada pela Unitas. Em seguida houve a emissão de debêntures do Shopping Neumarkt em 1994 coordenada pela

---

<sup>1</sup> Traduzido do *Encyclopedic Dictionary of Business Terms*, Wilbur Cross, Prentice Hall, 1995

<sup>2</sup> *Novo Dicionário Básico da Língua Portuguesa*, Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, Editora Nova Fronteira, 1994

mesma empresa. Entretanto, o grande impulso foi dado no ano de 1995 quando houve diversas operações, chamando atenção do mercado financeiro/imobiliário.

Desde aquela época, há um grande interesse daqueles que atuam no setor imobiliário e no mercado financeiro e dos investidores pelo tema. Numa conjuntura na qual a) as formas tradicionais se mostram esgotadas; b) as soluções mais recentes como fundo imobiliário revelam suas deficiências; e c) os recursos de longo prazo são escassos, qualquer nova alternativa é, antes de tudo, bem-vinda e merece ser estudada. Um bom indicador disso é a quantidade de seminários e debates sobre o tema nos últimos anos<sup>3</sup>.

Por outro lado, ainda não há um volume substancial de conhecimento acumulado e documentado sobre o tema no Brasil. As poucas publicações existentes não são de grande circulação, sendo textos técnicos produzidos no meio acadêmico.

O objetivo básico desta dissertação é conhecer a securitização de empreendimento de base imobiliária, enquanto instrumento de *funding*<sup>4</sup>,

- entendendo por que o mercado é receptivo a este instrumento;
- pesquisando o que já se fez no Brasil e no exterior nesse campo; e
- estudando o processo, ou seja a técnica, de securitização.

---

<sup>3</sup> Somente a empresa IIR - Institute for International Research promoveu 3 seminários sobre o tema em 1996, e planeja mais 2 em 1997. A empresa IBC - International Business Communications e ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada também realizaram vários seminários sobre o tema nos últimos 2 anos.

<sup>4</sup> *Funding* é uma palavra inglesa que significa “ato de prover fundos” ou mais tecnicamente “fechamento de equação de fundos”. O nosso mercado bancário adotou o anglicismo tornando a palavra *funding* de uso corrente, sendo também adotada nesta dissertação.

### 1.3 Escopo

Convém esclarecer que não faz parte do escopo desta dissertação a **securitização de créditos imobiliários**, ou seja, securitização de recebíveis oriundos de um empreendimento imobiliário. Nesse tipo de operação, cria-se um ambiente jurídico e operacional que permite a uma empresa emitir títulos de dívida tendo como seu lastro os recebíveis de créditos imobiliários. Para o empreendedor tudo passa como se ele antecipasse os recebimentos futuros. Essa técnica, que é a mesma que se aplica para securitizar recebíveis de cartões de crédito, passagens aéreas, exportações etc., já está dominada pelo mercado de securitização.

Cabe esclarecer que, salvo exceções anotadas, os comentários conjunturais nessa dissertação referem-se à conjuntura brasileira e ao mercado financeiro brasileiro.

## **2. FORMAS DE FINANCIAMENTO DE UM EMPREENDIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA**

Como financiar um empreendimento de base imobiliária? As teorias de finanças nos contam que há basicamente duas formas de fazê-lo: dívida ou capital. No entanto, para o propósito da dissertação, é necessário um aprofundamento, buscando sistematizar o conhecimento. Acredito que uma abordagem para responder a questão formulada seria a de estudar as fontes de recursos e as formas de aporte desses recursos em empreendimentos. Esses dois fatores, isto é, tipo de provedor de recursos e o veículo legal/operacional utilizado para o seu aporte, determinam as formas possíveis de *funding*.

### **2.1 Por tipo de provedor de recurso**

#### **2.1.1 Investidor Estratégico**

Investidor estratégico é aquele cuja vocação empresarial se identifica com o empreendimento em questão. Ele investe num empreendimento porque este faz parte da sua estratégia empresarial. Quase sempre ele já é do ramo e conhece bem a operação. A primeira figura de investidor estratégico que devemos conhecer é o empreendedor.

### Empreendedor:

É a pessoa que concebeu o empreendimento. Da sua percepção do ambiente, presente e futuro, e da consciência da sua própria capacidade nasce a idéia de um empreendimento. Compreensivelmente, o empreendedor é o primeiro provedor de recursos para o empreendimento. Em muitos casos, a capacidade financeira do empreendedor é suficiente para realizar o empreendimento. No entanto, na maioria dos casos o empreendedor não possui todo o capital requerido para desenvolver o empreendimento, sendo obrigado a buscar outros provedores. Uma das alternativas mais comuns é buscar sócios.

### Sócio Estratégico:

Sócio estratégico compartilha da mesma visão de negócio do empreendedor, já sendo provavelmente do mesmo ramo ou que tenha algum tipo de sinergia com o ramo do empreendimento. Ele acredita que o empreendimento está em linha com a sua própria estratégia empresarial e que o investimento de capital neste negócio agregará valor ao seu posicionamento empresarial no mercado, além do retorno financeiro. Embora não tenham participado na concepção inicial, estarão fortemente envolvidos no desenvolvimento do negócio, podendo ser considerados como “co-empreendedores”. Na prática, a expressão “empreendedor” refere-se ao grupo de sócios estratégicos, em contrapartida aos “investidores financeiros”, ou simplesmente “investidores”.



### 2.1.2 Investidor Financeiro

Há pessoas, físicas ou jurídicas, poupadoras de recursos financeiros que procuram evitar que essa riqueza se deteriore ou, preferencialmente, querem aumentar o seu valor ao longo do tempo. Essas pessoas estão sempre a procura de alternativas de investimento que maximizem o retorno, dado um determinado nível de risco aceitável.

Como eles estão sempre buscando obter um melhor binômio Risco/Retorno, não se importando de que setor ou ramo de atividade seja, normalmente estão presentes nos mais variados setores da economia e estão mais atentos em assegurar alto retorno e baixo risco do que se envolverem na gestão do empreendimento propriamente dito.

Uma outra característica importante deriva dessa mesma visão: preocupação com a saída do negócio. Como eles não têm vínculo estratégico com um determinado empreendimento e têm de estar sempre atentos a outros negócios mais rentáveis e seguros, os investidores financeiros valorizam a facilidade de entrada e de saída de um empreendimento. Como será discutido mais adiante, essa característica é um aspecto muito relevante na técnica de securitização de empreendimento de base imobiliária.

Os investidores financeiros mais relevantes no momento atual são Fundos de Pensão, *Private Equity Funds*<sup>5</sup>, Bancos de Investimentos e Bancos Comerciais<sup>6</sup>.

#### Fundos de Pensão:

São entidades que arrecadam recursos de funcionários de um empresa ou de indivíduos que aderiram a um plano de previdência, e que provêem a pensão aos que se qualificaram para seu recebimento após terem contribuído. São detentores de uma grande massa de recursos que devem ser geridos de forma segura e rentável. São de longe os investidores institucionais de maior relevância dada a dimensão dos recursos que possuem.

#### *Private Equity Funds:*

Tratam-se de fundos de recursos dos investidores com finalidade específica de investir na participação acionária das empresas com alto potencial de crescimento e de retorno financeiro. Esses fundos estão muito em voga nos países de primeiro mundo, notadamente dos EUA. A economia desses países é madura e há muito estabilizada, e conseqüentemente, o retorno sobre investimentos nesse mercado costuma ser baixo em comparação ao que mercados emergentes oferecem. No entanto, investir num país distante e desconhecido representa um risco elevado para esses investidores, a menos que sejam assessorados por especialistas neste tipo de

---

<sup>5</sup> Poderia ser traduzido como Fundos de Capital Privado de Participação. No entanto, a fórmula foi criado nos EUA e veio ao Brasil por fundos norte-americanos que operavam a partir dos EUA, trazendo consigo a expressão *Private Equity Fund*. No momento, no mercado financeiro a expressão inglesa é de uso corrente, e também será adotada nesta dissertação.

<sup>6</sup> Há uma indicação de que as seguradoras venham a ser um importante grupo de investidores financeiros no Brasil, seguindo a tendência do que ocorre nos EUA.

negócio. A oportunidade de investir nos mercados emergentes (alto retorno) e o risco mitigado através de conhecimentos dos administradores especializados são atrativos essenciais dos *Private Equity Funds*.

O Brasil vem atraindo um grande número de *Private Equity Funds*, de variados portes e de diversas vocações em termos de preferência por determinados setores da economia. Em linhas gerais esses fundos desejam:

- ✓ obter altos retornos como resultante da valorização das suas ações e não através de dividendos;
- ✓ não participar diretamente na administração do negócio;
- ✓ estar seguros em relação à saída do negócio; e
- ✓ investir num prazo de 3 a 10 anos.

Dada a sua razão de existência, os *Private Equity Funds* normalmente procuram os empreendimentos na fase pré-maturidade, com boa gestão, nos segmentos em expansão<sup>7</sup> ou as empresas maduras com gestão qualificada porém sem recursos para alavancar o crescimento e atingir um patamar mais elevado de negócio<sup>8</sup>, ou ainda as empresas sadias operacionalmente com boa participação no mercado porém inviável do ponto de vista financeiro devido à má gestão. Neste último caso, os fundos entram

---

<sup>7</sup> Posso citar o exemplo de um recente investimento de um desses fundo numa empresa de serviços de “pagers” no Brasil chamada Mobitel. Acredita-se que o segmento de “pagers” no Brasil está muito aquém do seu potencial e espera-se um alto crescimento do setor para próximos anos.

<sup>8</sup> Posso também citar um exemplo recente do fundo norte-americano DLJ que injetou recursos na Localiza, uma locadora de automóveis, que estava numa situação financeira precária, que impossibilitava a empresa crescer e fazer frente à entrada das locadoras estrangeiras.

adquirindo controle e substituem a administração. A empresa é saneada e quando estiver valorizada, os fundos vendem a sua participação obtendo altos retornos.

Numa primeira visão, poder-se-ia concluir que os *Private Equity Funds* teriam pouco interesse em empreendimento de base imobiliária, uma vez que geralmente tratam-se de novos empreendimentos sem histórico de desempenho. Além disso, os negócios de imóveis costumam ter uma longa e lenta maturação o que não é desejável por esses fundos. No entanto, a reputação de sucesso do empreendedor, um produto bem concebido e tratando-se de um empreendimento-módulo de uma sequência de empreendimentos de sucesso podem suplantam os empecilhos. Apenas como ilustração, podemos supor um empreendedor renomado especializado em parques temáticos, e que este já tenha implantado com sucesso um ou mais parques temáticos no Brasil e tenha planos para implantar mais parques temáticos. Se um *Private Equity Fund* acreditar nesse projeto e no empreendedor, ele poderá investir com este empreendedor e, nesse caso, teria sido um novo empreendimento de base imobiliária.

#### Bancos de Investimentos:

Bancos de investimentos quase sempre estão presentes na viabilização financeira de empreendimentos. Eles tanto podem atuar somente na estruturação da solução financeira, como aportar recursos próprios, seja na forma de empréstimo seja na forma de capital. Muitas vezes, o aporte de seus recursos serve para demonstrar para outros investidores o seu comprometimento e a confiança no empreendimento e na estruturação financeira.

### Bancos Comerciais:

Normalmente, bancos comerciais não dispõem de recursos de tão longo prazo para financiar um empreendimento de base imobiliária. Na verdade, os recursos de bancos comerciais vem na forma de empréstimo-ponte, ou seja, empréstimo de curto prazo concedido normalmente na fase inicial de um empreendimento para cobrir a lacuna de capital enquanto o recurso de longo prazo está no trâmite de liberação.

### **2.1.3 Órgãos de Fomento**

#### Crédito Imobiliário (FGTS, Caderneta de Poupança)

O objetivo de mencionar Crédito Imobiliário, o único programa oficial do governo brasileiro de financiamento na área da construção, é dizer, paradoxalmente, que este não serve de fonte de recursos para empreendimento de base imobiliária, como alguns leigos podem imaginar. A idéia básica é que estes recursos sejam destinados para financiar programas de habitação social.

Os recursos da FGTS, administrados pela Caixa Econômica Federal, destinam aos programas de saneamento básico (40%) e ao financiamento da habitação (60%). Portanto, os empreendimentos de base imobiliária não se enquadram no destino desses recursos.

Da mesma forma, os recursos da caderneta de poupança têm o destino determinado pelo governo: 15% para depósito compulsório no Banco Central, 70% para financiamento habitacional e 15% para aplicação livre. Na teoria, uma parte deste recurso livre poderia financiar empreendimentos de base imobiliária. Mas na prática, os agentes, isto é, os bancos que captam os recursos via caderneta de poupança, preferem manter esses recursos líquidos para fazer frente à oscilação de depósito/saque dos poupadores.

#### Organismos internacionais de fomento

Uma fonte alternativa de recursos para empreendimento de base imobiliária pode ser a dos organismos internacionais de fomento. Os exemplos mais conhecidos são:

- **IFC** (International Finance Corporation), um órgão do Banco Mundial
- **IIC** (Inter-American Investment Corporation), ligado ao Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID
- **DEG** (Deutsche Investitions und Entwicklungsgesellschaft mbH) da Alemanha
- **FMO** (Netherlands Development Finance Company) da Holanda
- **EIB** (European Investment Bank)
- **OPIC** (Overseas Private Investment Corporation) ligado ao governo norte-americano

Há outros órgãos menores tais como **Swedfund** da Suécia entre outros, porém, o Brasil está saindo fora do foco de preferência destes fundos na medida em que a nossa economia se desenvolve, pois, os recursos acabam sendo direcionados para países de menor desenvolvimento relativo.

Esses órgãos apresentam diferentes matizes em termos de preferência de projetos. Alguns exigem que o projeto tenha alguma relação com o seu país de origem ou que o empreendimento não venha concorrer com as empresas do seu país. Outros têm uma forte preferência por projetos de desenvolvimento econômico e social, ou seja, os empreendimentos que gerem empregos e desenvolvam regiões pobres têm preferência em relação a outros. Mas, todos são unânimes num ponto: a questão ambiental é fundamental.

#### BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social)

A forma mais tradicional e conhecida do BNDES prover recursos é através de empréstimos de longo prazo para empreendimentos que se enquadram nas exigências de caráter econômico e social.

A forma menos conhecida de grande público de prover recursos é a participação patrimonial nas empresas através da BNDESPAR (BNDES Participações S.A.). De fato, dois dos objetivos da BNDESPAR são:

- fortalecimento patrimonial das empresas através da subscrição de ações, debêntures conversíveis e bônus de subscrição
- investimento privado em infra-estrutura

A participação da BNDESPAR nas empresas é pautada pelas seguintes características:

- participação minoritária e temporária
- sem influência na gestão
- sem garantias reais

A carteira atual da BNDESPAR de participação direta é composta de 168 empresas totalizando R\$ 8 bilhões<sup>9</sup>.

Além da participação direta, BNDESPAR conta com vários programas de participação, tais como Fundo de Investimento em Empresas Emergentes e Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica, além de apoiar a formação de fundos de capital de risco privado no Brasil, subscrevendo as cotas desses fundos.

---

<sup>9</sup> SANTOS Durval José Soledade; Sistema BNDES; material de seminário “Avaliando e Implementando Estratégias Financeiras para Capitalização de Empresas” do IBC - International Business Communications; dezembro/1996



## 2.2 Por veículo de aporte

Não tenho intenção de percorrer todas as formas teóricas de aporte de recursos numa empresa como num trabalho acadêmico de Finanças Corporativas. Serão apontadas formas mais usuais existentes no financiamento de empreendimento de base imobiliária e que serão exploradas no desenvolvimento dessa dissertação.

### 2.2.1 Investimento Direto no Capital

Essa é a forma mais primária de ingressar recursos num empreendimento. Os recursos assim ingressados no capital da empresa são menos fluidos no sentido de investimento/desinvestimento de capital. Essa “inflexibilidade” não é empecilho para os investidores estratégicos, ou seja, empreendedores e seus sócios estratégicos, que têm um horizonte mais longo comparado com os investidores financeiros. Por este motivo, os investidores estratégicos acabam sendo os principais provedores de recursos que utilizam este veículo.

Isto não significa que participação direta no capital seja o caminho exclusivo dos investidores estratégicos. Muitos investidores financeiros, entre eles *Private Equity Funds*, alguns bancos de investimento<sup>10</sup>, BNDESPAR e IFC são típicos provedores de capital nos empreendimentos por um período de tempo.

---

<sup>10</sup> Exemplo notório no Brasil é o Banco Garantia que detém capital de muitas empresas através do seu braço GP Participações.

### **2.2.2 Dívida Simples**

Esta, apesar de ser uma forma teoricamente clássica, não é usual num empreendimento de base imobiliária. O empreendimento dessa natureza é de longa duração e de alto montante investido em ativos permanentes e, portanto, requer uma estruturação financeira mais sofisticada.

Dívidas bancárias, se houver, serão basicamente empréstimo-ponte para a entrada de recursos mais “definitivos”. A forma de dívida simples que mais se aproxima das necessidades de um empreendimento de base imobiliária seria emissão de debêntures. No entanto, ao menos que seja uma expansão de um empreendimento de sucesso já existente com ótima retaguarda de um forte empreendedor, não seria uma missão fácil a colocação das debêntures simples para captar recursos necessários para iniciar um empreendimento de base imobiliária, ainda mais num mercado recheado de bons papéis.

### **2.2.3 Fundo de Investimento Imobiliário**

Do ponto de vista de contabilidade, esta é uma participação direta no capital do empreendimento, mas, na prática, uma forma especial de financiar um empreendimento de base imobiliária e tem se utilizado muito nos últimos anos no Brasil como uma alternativa de investidores financeiros aportarem capital de participação neste tipo de empreendimento.

Os investidores financeiros compram cotas de um fundo que tem por objetivo específico de adquirir imóveis. Estes imóveis, *shopping centers* por exemplo, geram rendas através de locação ou de arrendamento, as quais são vertidas para o rendimento das cotas do fundo imobiliário.

Os fundos imobiliários têm feito algum sucesso entre os grandes investidores institucionais da atualidade, que são fundos de pensão, pois, o seu foco principal está nos rendimentos, mais do que posse dos imóveis em si. Estão livres das obrigações de ser “donos” de imóveis, e não precisam se envolver na administração do empreendimento nem dos fundos imobiliários, o que é um atrativo para os investidores financeiros.

Por outro lado, os fundos imobiliários, pela regulamentação oficial, só podem investir em imóveis. Isto acaba limitando a gama de opções de investimento, restringindo ao modelo “aquisição e locação” de imóveis. Isto significa que os fundos imobiliários não podem adquirir um empreendimento como hotel ou hospital, porque neles há outros ativos como mobílias, equipamentos móveis e utensílios, além do imóvel, que compõem a base do desempenho do negócio. O modelo se aplica bem à locação de imóveis comerciais e de *shopping centers* cuja renda é basicamente aluguéis, mas, os fundos imobiliários têm dificuldade de investir em empreendimentos de base imobiliária.

Um aspecto importante a anotar é a transferência da “iliquidez” de imóveis para dentro do fundo de investimento imobiliário. A maioria dos fundos são fechados, ou seja, são criados por um grupo determinado de investidores para um rol específico de imóveis. Dessa forma, as cotas estão fortemente vinculadas a posse legal dos imóveis, e a liquidez das cotas acompanha a liquidez desses imóveis. As cotas poderão ser resgatadas somente com a venda dos imóveis, o que dificulta imensamente o resgate parcial das cotas, ou então, um cotista deverá procurar um outro investidor, aceito por demais cotista, que queira adquirir suas cotas por um valor arbitrado. Este aspecto limita a atratividade dos fundos de investimento imobiliário.

#### **2.2.4 Debêntures de Participação**

É a forma mais engenhosa que elimina ou mitiga os aspectos negativos de outros veículos de aporte com um especial atrativo para investidores institucionais por oferecer rendimentos e segurança, desonerando-os de participarem na administração dos negócios.

As debêntures são concebidas de tal forma que os investidores têm acesso ao rendimento total do empreendimento, assim como teria na condição de acionista ou de cotista de um fundo imobiliário. No entanto, do ponto de vista legal, eles são credores e não acionistas do empreendimento, podendo usufruir das vantagens de ser

credores<sup>11</sup>. As dívidas podem ser negociadas muito mais facilmente com baixo custo de transação eliminando assim a rigidez imposta a acionistas ou cotistas de um fundo de investimento imobiliário. Essa flexibilidade de investimento e desinvestimento é muito apreciada pelos investidores financeiros.

A formatação dessas debêntures, ou seja, a securitização é o cerne desta dissertação e, portanto, os maiores detalhes serão apresentados mais adiante.

Antes de prosseguir aprofundando na securitização, vale entender um pouco melhor o principal dos investidores institucionais no nosso mercado: Fundos de Pensão.

---

<sup>11</sup> Algumas pessoas no mercado usam a expressão “sócio-debenturista”, que é um erro do ponto de vista técnico. No entanto, ela ilustra bem a característica principal da debênture de participação.

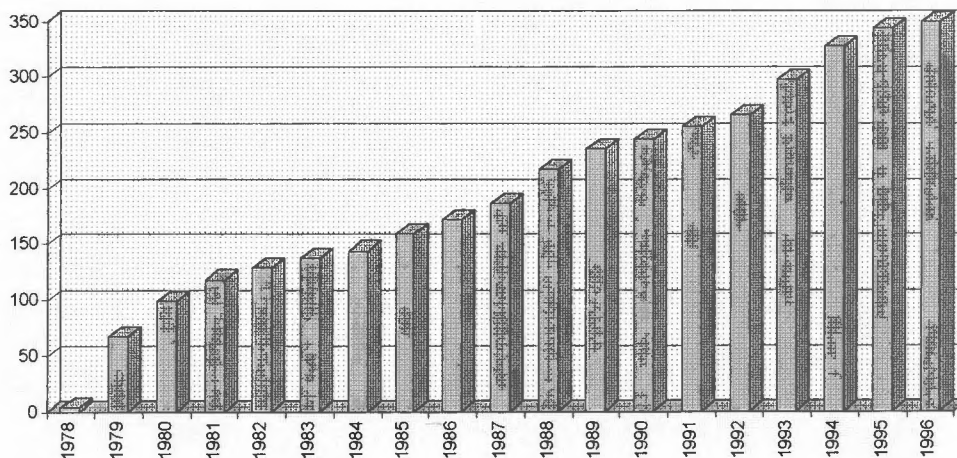
### 3. FUNDOS DE PENSÃO

#### 3.1 Visão Geral

O sistema oficial de previdência tem o seu caso de sucesso nos países da Europa, notadamente os escandinavos. É fato conhecido que o sistema oficial de previdência no Brasil não tem sido capaz de proporcionar a proteção da qualidade de vida aos trabalhadores aposentados. Nos países do primeiro mundo, especialmente nos Estados Unidos, na Alemanha e no Japão, a iniciativa privada com seu sistema de previdência complementar é que resolveu esse problema. O sistema dos Fundos de Pensão no Brasil foi instituído com base na experiência desses países.

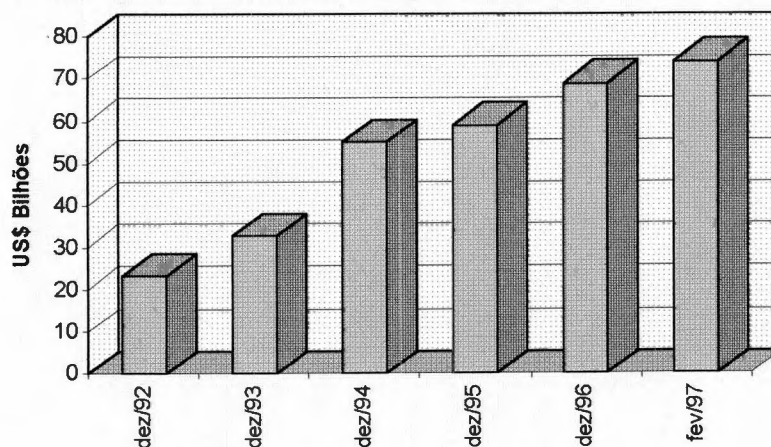
No Brasil, a previdência complementar privada foi organizada sob a Lei 6.435 de 1977. Esta lei diferencia dois tipos de previdência complementar. O primeiro é das entidades fechadas, específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas. Essas entidades não visam a distribuição de lucros e recebem contribuições do trabalhador participante e de sua empresa empregadora. O segundo tipo é das entidades abertas, geralmente administradas por bancos e seguradoras, aonde qualquer um pode aderir custeando o seu plano de benefícios.

No final de 1996, havia 349 fundos autorizados no Brasil. O Gráfico 1 mostra o crescimento do sistema:

**Gráfico 1: Número de Fundos Autorizados**

fonte: ABRAPP

O sistema não cresceu somente em número de entidades participantes, mas também no seu patrimônio. Em fevereiro de 1997, os fundos de pensão detinham um ativo de US\$ 74 bilhões, como mostra o Gráfico 2 abaixo:

**Gráfico 2: Patrimônio dos Fundos de Pensão**

fonte: ABRAPP e Gazeta Mercantil

O crescimento do patrimônio dos fundos tem ficado bem acima do crescimento da economia como todo, como mostra a Tabela 1 abaixo. É verdade que os fundos de pensão detêm um patrimônio formidável, representando atualmente (janeiro/97) 10,9% da PIB brasileira, e a perspectiva é que o ritmo de crescimento seja mantido para o futuro, isto é, a importância desse sistema na economia irá aumentar como já ocorre nos outros países.

**Tabela 1: Evolução do Patrimônio dos Fundos de Pensão**

<b>período</b>	<b>patrimônio (US\$ bilhões)</b>	<b>PIB (US\$ bilhões)</b>	<b>participação</b>
1985	7.5	474	<b>1.6%</b>
1986	8.7	510	<b>1.7%</b>
1987	7.6	528	<b>1.4%</b>
1988	10.5	527	<b>2.0%</b>
1989	15.6	547	<b>2.9%</b>
1990	12.1	525	<b>2.3%</b>
1991	18.0	531	<b>3.4%</b>
1992	23.0	528	<b>4.4%</b>
1993	32.6	550	<b>5.9%</b>
1994	55.1	581	<b>9.5%</b>
1995	59.0	606	<b>9.7%</b>
1996	69.0	657	<b>10.5%</b>
jan/1997	71.3	657	<b>10.9%</b>

fonte: ABRAPP

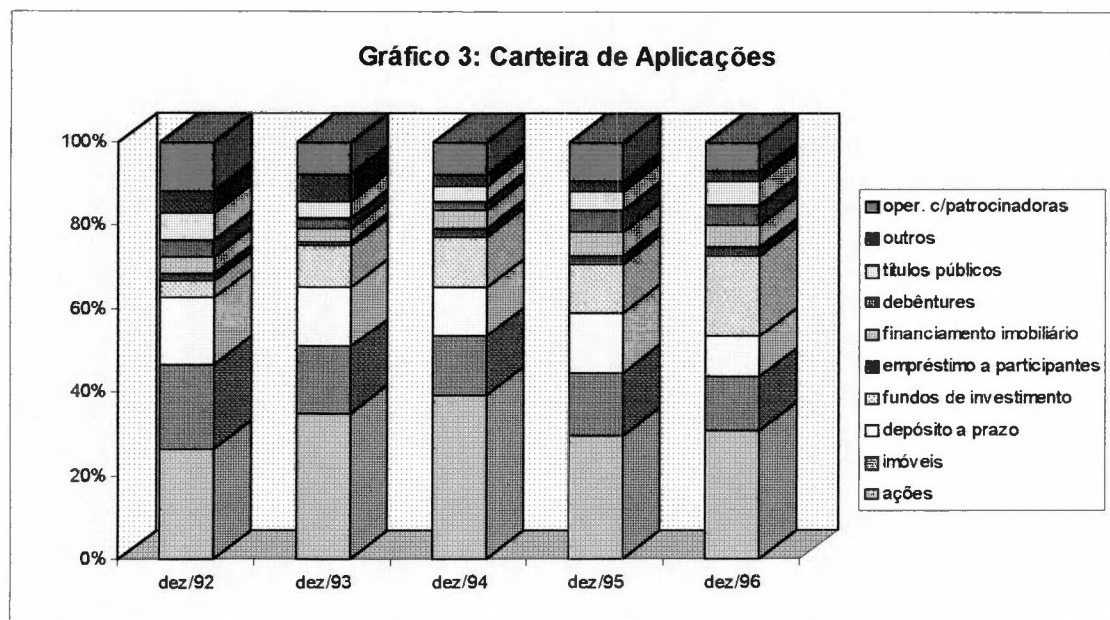


### 3.2 Seu papel de investidor

Donos de uma grande massa de recursos, os fundos de pensão são também grandes investidores.

Os fundos dos Estados Unidos são responsáveis por um investimento de US\$ 5,4 trilhões na economia doméstica e no exterior, e os japoneses são responsáveis por uma grande parte do financiamento de exportação daquele país. No Brasil, os fundos de pensão têm sido historicamente grandes investidores no mercado de ações, mantendo extensas carteiras que são administradas de forma conservadora, corroborando com a estabilidade deste mercado.

Além dos investimentos no mercado acionário, os fundos de pensão brasileiro têm sido grandes provedores recursos para o mercado imobiliário, tendo financiado os maiores *shopping centers* do país e grande número de prédios comerciais. O Gráfico 3 a seguir mostra a distribuição percentual das aplicações dos fundos de pensão nos últimos anos. Os dados mais analíticos encontram-se no Anexo.



Na verdade, a distribuição dos recursos não é livre, estando sujeito às regras do Banco Central. A mais recente, a Resolução no. 2324 de 30/10/96 determina o seguinte critério:

**Tabela 2**

MODALIDADE	LIMITE MÁXIMO
Títulos Públicos	100 %
Renda Fixa	80 %
Renda Variável	50 %
Títulos Rurais	3 %
Fundos Imobiliários	10 %
Fundos de Empresas Emergentes	5 %
Imóveis	20 %, até final de 1997 19 %, até final de 1998 18 %, até final de 1999 17 %, até final de 2000 16 %, até final de 2001 15 %, a partir de 2002

Empréstimo a participantes	3 %
Financiamento Imobiliário a participantes	7 %
Empréstimo às patrocinadoras	10 %

fonte: ABRAPP

Pode-se perceber que os fundos precisam de se enquadrar ao novo limite de investimento em imóveis até o ano de 2002. Este é um fator que estimula a securitização de empreendimento de base imobiliária, pois, investir nestas debêntures significa liberar o limite de enquadramento sem abrir mão de um setor seguro e rentável. Um outro fator que favorece a securitização é o processo de concentração da carteira imobiliária que está em curso. No passado, os fundos possuíam centenas e milhares pequenos imóveis residenciais e comerciais dos quais extraíam as rendas, na intenção de diluir riscos via pulverização mesmo arcando com elevados custos de administração destes pequenos imóveis. Agora, os fundos preferem empreendimentos ou imóveis de valor elevado, apoiados em estrutura financeira e avaliação de risco elaboradas por especialistas - bancos e consultorias.

Um outro aspecto relevante a ser mencionado é que há uma vontade dos fundos de pensão - apoiado por alguns setores do governo - de ampliar o espectro de investimento para novos projetos industriais e de infra-estrutura. Com isso os fundos teriam mais opções de investimento buscando maiores rentabilidades e diluição de risco, e o governo vê nesse caminho uma forma de cobrir a deficiência de poupança interna que nos outros países desempenha um papel importante no desenvolvimento da economia.

### 3.3 Perfil da demanda

Resumirei abaixo o perfil da demanda dos fundos de pensão enquanto investidor, o que nos ajuda a compreender o potencial de sucesso da securitização de empreendimento de base imobiliária.

- ❑ A primeira característica que define o seu comportamento é sua condição de investidor financeiro, ou seja, ele prefere não se envolver com atividades de empreendedor e pode investir em qualquer setor de economia desde que o binômio risco/retorno seja satisfatório
  
- ❑ A segunda característica é o fato de que o seu patrimônio não pertence ao seu gestor. Na condição de um agente, o gestor tem a difícil tarefa de obter um alto rendimento com um risco quase nulo e ainda mantendo um determinado grau de liquidez. Isso faz com que ele valorize:
  - temporariedade
  - controle da saída
  - estruturação que elimine risco, elaborada por especialistas
  - diversificação
  - rentabilidade
  - concentração da carteira de investimentos em imóveis para reduzir custo de administração, dando preferência para grandes empreendimentos

- ❑ Um importante aspecto do momento atual é a questão de enquadramento aos novos limites de investimento determinado pelo Banco Central. Quase todos os fundos encontram-se na posição de excesso de investimento em imóveis e vêem-se obrigados a desinvestir dos imóveis que lhe dão rendas.
- ❑ Por outro lado, o setor imobiliário (imóveis comerciais para locação) e os empreendimentos de base imobiliária (*shopping centers*) são os negócios nos quais os fundos se sentem mais confortáveis por estarem mais familiarizados.
- ❑ Há uma clara tendência de queda de juros, e que pelo caminhar da economia, nós chegaremos a um nível de juros compatível com o das outras economias mais desenvolvidas. Isto empurra os fundos para buscar rendimento baseados em empreendimentos e não em títulos do governo ou dos bancos que oferecerão rendimentos cada vez menores.

## 4. SECURITIZAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA

### 4.1 Etapas de desenvolvimento de um empreendimento de base imobiliária

Para subsidiar a compreensão das idéias que serão expostas neste e nos próximos capítulos, vale ter uma visão geral sobre o processo de desenvolvimento de um empreendimento de base imobiliária.

- a) Inicialmente, o empreendedor percebe uma oportunidade de desenvolver um determinado empreendimento.
- b) A partir dessa idéia, faz-se um estudo mais profundo que indicará se o empreendimento é viável ou não. Nesta fase, o gerador original da idéia poderá ou não aliar-se a outros investidores estratégicos, dependendo da diversidade de conhecimentos exigidos no empreendimento. Podemos chamar todo este grupo de pessoas (idealizador e seus sócios estratégicos) de empreendedores.
- c) Normalmente, o empreendimento requer mais capital do que a disponibilidade dos empreendedores, o que origina a necessidade de buscar outros recursos. A sua viabilização requer um cuidadoso planejamento de *funding*, processo no qual

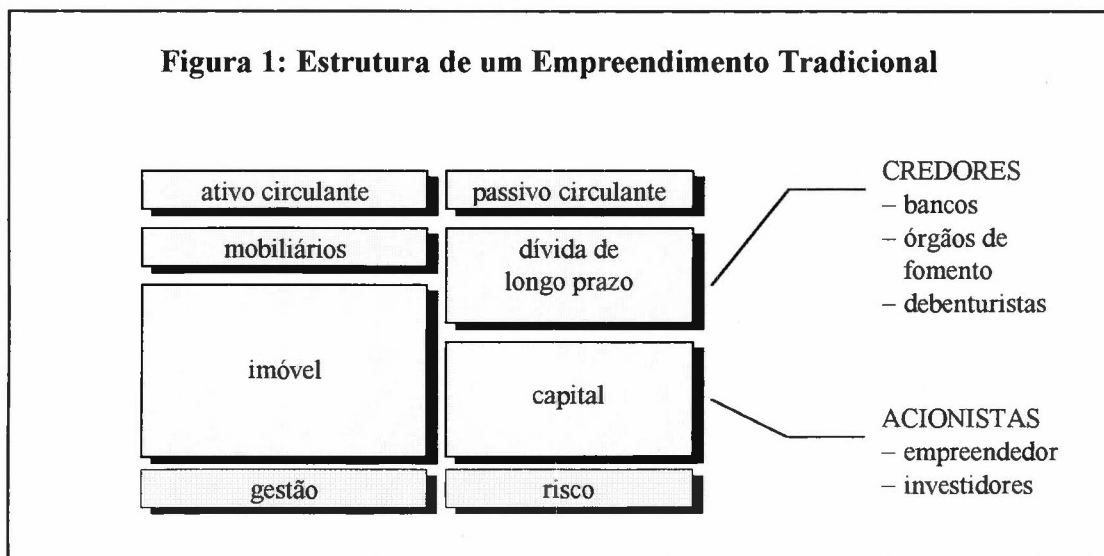
os empreendedores analisam vários provedores de recursos conforme vimos no capítulo 2.

- d) Em seguida, haverá uma fase de mobilização de fundos, na qual os empreendedores convencerão os investidores e os credores da qualidade do empreendimento, oferecendo o mais variado grau de garantias e expectativa de rendimentos.
- e) Uma vez fechada a equação de fundos, inicia-se a fase de implantação do empreendimento, envolvendo a aquisição do terreno, construção, contratação da operadora que irá administrar o negócio e as atividades pré-operacionais como promoção, divulgação, contratação e treinamento de recursos humanos etc.
- f) E finalmente, o empreendimento entra na fase de operação. Diferentemente de um empreendimento imobiliário puro onde o fim da operação é claramente visível - quando acaba a venda do produtos - não existe um encerramento previsto para um empreendimento de base imobiliária. Entretanto, há um horizonte de tempo dentro do qual prevê-se a operação plena do empreendimento, e sobre o qual o estudo de viabilidade econômica teria de ser feito. Cabe ainda lembrar que os investidores financeiros intencionam sair do empreendimento em algum momento. Portanto, mesmo não havendo a perspectiva de encerramento da operação do ponto de vista do empreendedor, haverá sempre uma expectativa do

“prazo final” do empreendimento para o investidor financeiro, e isto deverá ser considerado pelo empreendedor.

## 4.2 Visão geral de um empreendimento tradicional

A estrutura típica de capital de uma empresa, no contexto de um empreendimento de base imobiliária, pode ser vista na Figura 1 abaixo:



Sendo um empreendimento de base imobiliária, os imóveis representam a parte essencial e mais significativa do seu ativo, acompanhado de outros ativos como equipamentos e mobiliários além de um certo montante de disponibilidades necessário para sua operação. O ativo desse empreendimento é financiado por uma estrutura de passivo cuja composição típica é: passivo circulante, dívidas de longo prazo e capital. Nesse caso, percebe-se que o empreendimento é financiado



essencialmente por dívidas e capital<sup>12</sup>, numa proporção adequada para cada tipo de empreendimento<sup>13</sup>.

Além dessa visão contábil, há um ativo importante que é a capacidade de gestão do negócio, que é conferida pelo empreendedor ou por uma operadora contratada por este. Essa capacidade de gerir eficientemente o negócio é o contrapeso para os riscos existentes tanto no ambiente do empreendimento como no meio externo.

Do ponto de vista do empreendedor, as dívidas são recursos internados no ambiente de empreendimento em caráter temporário que devem ser devolvidos em momento predefinido, e representam para o empreendedor uma série de obrigações rígidas, tanto em termos de prazo como em termos de juros e regime de amortização. Essa obrigatoriedade é um “desconforto” para o empreendedor se considerarmos a incerteza da capacidade de repagamento das dívidas nos prazos previstos dado o risco inerente a qualquer negócio. A relação entre o empreendimento e os credores é regida por contratos de empréstimos cujos termos estão normalmente desvinculados do desempenho do empreendimento, isto é, juros e amortizações são devidos no tempo certo independentemente do bom ou mau resultado do empreendimento.

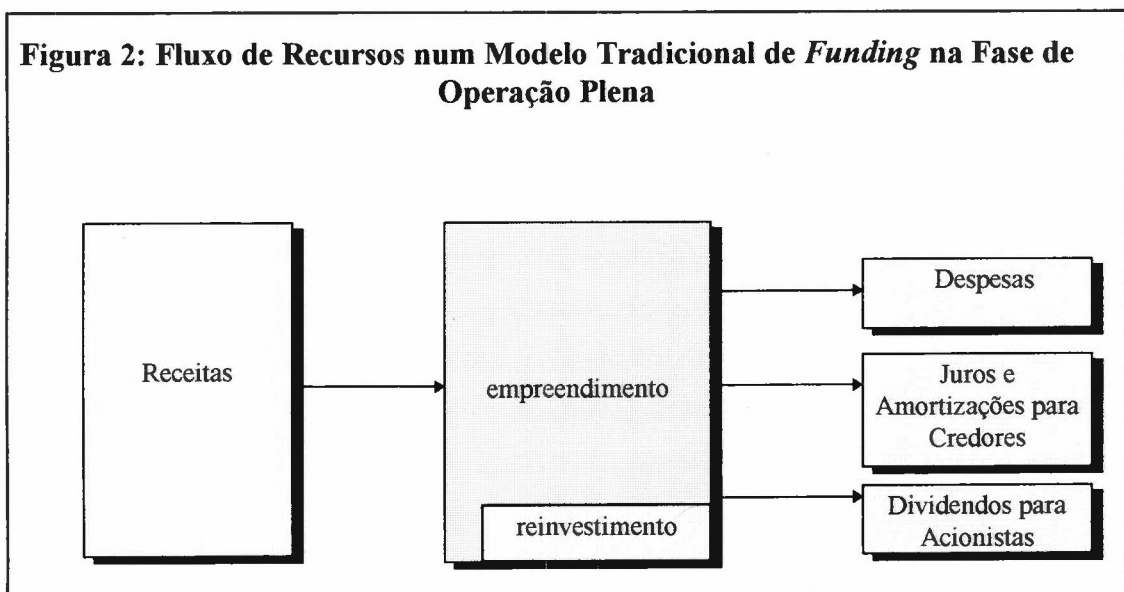
---

<sup>12</sup> Para a finalidade do estudo de *funding* do empreendimento, na qual analisam-se os aspectos estruturais, podem-se desconsiderar ativo e passivo circulantes, admitindo que estes são necessidades operacionais de curto prazo e que se equiparam entre si em termos de valores.

<sup>13</sup> Existem teorias que mostram a relação ideal entre dívida e capital da empresa. Os livros sobre finanças corporativas tratam desse tópico, por exemplo, as partes III e IV do livro “Financial Management: Theory and Practice” dos autores Brigham e Gapenski da The Dryden Press.

Por outro lado, os investidores financeiros que aportam recursos na forma de capital estabelecem outro tipo de relacionamento com o empreendimento e com os empreendedores. Normalmente o investidor não participa na gestão do empreendimento, mas quer o seu capital remunerado em função do desempenho do empreendimento. O investidor tem direito sobre uma parte do ativo da empresa e sobre uma parte do seu resultado, a depender de garantias que o empreendedor, na qualidade de gestor do negócio, venha a oferecer.

A Figura 2 abaixo retrata o fluxo de recursos no modelo tradicional de empreendimento de base imobiliária na fase de operação plena.



Os rendimentos que o investidor recebe são flutuantes mas este fato já é um pressuposto aceito pelo investidor desde a sua entrada no empreendimento e não será

um problema enquanto o investidor permanecer na empresa. Mas a imobilidade do modelo tradicional aparece mais acentuadamente no momento de desinvestimento.

Quando tratar-se de um desinvestimento planejado, espera-se que a forma de saída já esteja pré-negociada no momento do investimento, sendo a forma mais usual, desde que a projeção do resultado permita, a venda da participação do investidor para os empreendedores, os quais estariam mais capitalizados após alguns anos de operação do empreendimento<sup>14</sup>. Na maioria das vezes, o investidor encontra dificuldades em negociar os seus direitos sobre uma parte dos ativos do empreendimento, em primeiro lugar porque os ativos (imóveis) não são facilmente divisíveis, e em segundo lugar, qualquer negociação para venda externa (venda para outra pessoa fora do empreendimento) tem que ser feita em bloco, exigindo um acordo entre todos os investidores/empreendedores. Mesmo que tenha conseguido o entendimento, a implementação seria igualmente complexa, pois em se tratando de empreendimentos de base imobiliária, sempre haveria de alterar os registros de imóveis e recolher impostos sobre a transferência dos imóveis. Seguramente este aspecto - a inflexibilidade de transferência e a falta de liquidez - é o maior entrave para o modelo tradicional de empreendimento de base imobiliária.

---

<sup>14</sup> A solução de vender ações no mercado aberto não é comum pois estamos tratando de empreendimentos como hotéis, *shopping centers* e hospitais que são raramente listados na bolsa de valores.

Uma decorrência dessa inflexibilidade e da forma como os empreendedores angariaram os fundos no início do empreendimento<sup>15</sup> é a concentração de capital em poucos investidores não havendo possibilidade de pulverização do mesmo.

Um outro aspecto dessa rigidez resultante da vinculação de investimento com o imóvel é a dificuldade de avaliar o montante do investimento em qualquer momento, pois, o valor real do ativo, e portanto o retorno do investimento, somente será conhecido no momento da sua liquidação havendo uma transação concreta. Qualquer estimativa não passará de apenas uma estimativa.

Finalmente, vale salientar o fato dos fundos de pensão serem os principais investidores financeiros no mercado imobiliário na atualidade e que os mesmos estão sujeito às limites técnicos (Resolução 2324) do Banco Central, conforme exposto no capítulo 3. Atualmente, muitos fundos estão na situação limite ou na situação irregular, o que impede de investir em novos empreendimentos via participação direta. Essa situação gera uma demanda por uma solução alternativa.

---

<sup>15</sup> Os empreendedores têm de “vender” o seu projeto pessoalmente convencendo um a um os investidores financeiros. Dado o custo da transação (convencimento individual), os empreendedores buscam recursos com os grandes e poucos investidores institucionais.

### 4.3 Visão geral de um empreendimento securitizado<sup>16</sup>

O modelo tradicional de *funding* de um empreendimento de base imobiliária traz consigo vários aspectos pouco atraentes para investidores financeiros. O ideal seria uma solução que aliasse os aspectos positivos da dívida e do capital, ao mesmo tempo em que eliminasse ou, pelo menos, abrandasse os seus respectivos pontos negativos. Recapitulando esses aspectos, temos a seguinte comparação:

Credor/Dívida	Acionista/Capital
<ul style="list-style-type: none"><li>• Não tem acesso ao resultado da empresa. Sua remuneração independe do desempenho da empresa.</li><li>• As dívidas não têm uma vinculação direta com ativos reais.</li><li>• As dívidas podem ser negociadas no mercado financeiro, ou seja, são mais líquidas.</li><li>• A transação dos ativos financeiros é</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• A remuneração é variável e está vinculada ao desempenho do empreendimento.</li><li>• O investidor detém posse legal dos imóveis, o que lhe dá uma garantia real.</li><li>• A participação no capital, principalmente em imóveis, é menos líquida.</li><li>• O custo de transferência é mais alto,</li></ul>

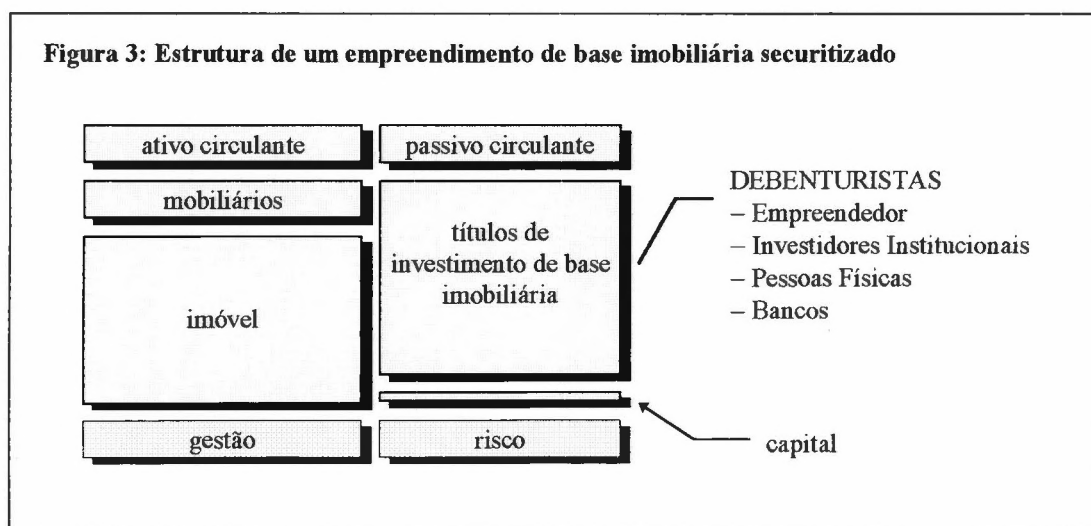
<sup>16</sup> Nesta seção, pretendo apresentar os aspectos fundamentais que permitem uma visão do que seja um empreendimento de base imobiliária securitizado. Os detalhes de processo de securitização serão discutidos no capítulo 6.

Credor/Dívida	Acionista/Capital
<p>ágil e de baixo custo.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• A decisão de investimento ou de desinvestimento pode ser tomada individualmente.</li><li>• No caso dos Fundos de Pensão, as aplicações financeiras são mais fáceis de ser acomodadas nos limites técnicos.</li></ul>	<p>incluindo despesas de registro de imóvel, impostos sobre transferência etc.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• A decisão de investimento ou de desinvestimento deve ser tomada em bloco através de acordo entre acionistas.</li><li>• No caso dos Fundos de Pensão, os limites técnicos para investimento em imóveis e de participação direta nas empresas são mais baixos</li></ul>

Uma solução que procura aliar os pontos positivos de dívida e de capital, mitigando os seus respectivos aspectos negativos é a securitização de empreendimento de base imobiliária, através de emissão de um tipo específico de debêntures, **Títulos de Investimento de Base Imobiliária (TIBI)**<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> A expressão TIBI - Título de Investimento de Base Imobiliária - foi criada pelo Prof. Rocha Lima da Escola Politécnica da USP para designar as debêntures de participação numa securitização de empreendimento de base imobiliária. Sendo esse assunto relativamente novo, ainda não existe um termo “oficial” para designar especificamente o TIBI, sendo “debêntures de participação” a expressão genérica e legal utilizada no mercado, que no futuro poderá vir a adotar a expressão Título de Investimento de Base Imobiliária já que o nome retrata exatamente a característica do papel. Em toda a dissertação, utilizarei a expressão TIBI.

A Figura 3 abaixo representa esquematicamente a estrutura de um empreendimento de base imobiliária securitizado.



A idéia básica é criar um título de dívida que tenha acesso ao resultado do empreendimento como se fosse uma ação patrimonial, dentro de uma estrutura societária e operacional que proporcione segurança e proteção dos interesse dos investidores financeiros ao mesmo tempo em que seja mantida a flexibilidade de transação, uma característica dos títulos financeiros.

Nesse modelo, os ativos do empreendimento - imóvel, mobiliários e outros acessórios - são financiados quase exclusivamente por esse título de dívida. Não há necessidade de haver capital com a função de sustentar os ativos, mas apenas para

satisfazer as exigências legais. Esse tipo de capital é chamado de *capital semente* e o seu valor pode ser tão pequeno quanto a regulamentação permite<sup>18</sup>.

A responsabilidade de formatar esse título e oferecer aos investidores é do empreendedor. Quanto mais atraente for o título, mais facilmente ele obterá os fundos necessários para seu empreendimento, o que é um grande incentivo natural para o empreendedor criar títulos com menor risco possível que proporcionem o maior retorno possível para investidores.

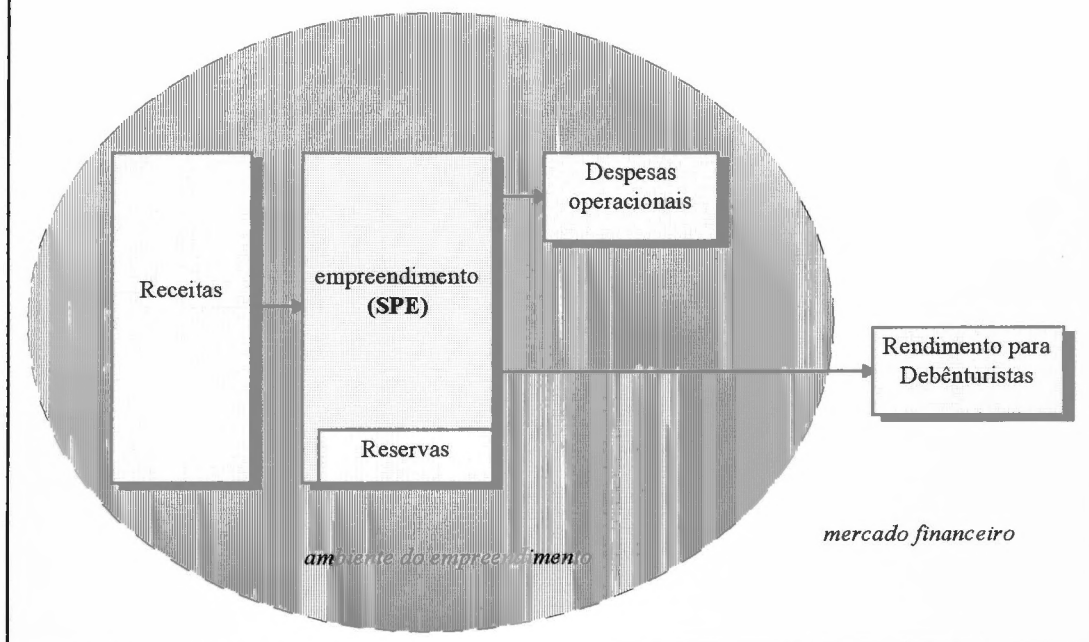
Uma forma de conseguir esse binômio risco/retorno é transferir a rigidez operacional e outras formalidades para dentro do ambiente do empreendimento, e deixar os investidores do lado de fora deste ambiente, como mostra a Figura 4 abaixo. Com isso os investidores ficam desonerados das obrigações de acionistas e de proprietários dos imóveis, mas este “afastamento” do empreendimento é compensado pela introdução de vários instrumentos de controle, conforme será descrito adiante.

---

<sup>18</sup> É comum constituir esse tipo de empresa com um capital na ordem de R\$ 10 mil para gerir empreendimentos de dezenas ou centenas milhões de reais. Um exemplo disso é o World Trade Center localizado nas margens do Rio Pinheiros em São Paulo, cuja emissora - a HAUSCENTER S.A. - foi constituída com um capital de R\$ 10 mil para fazer a emissão de R\$ 164,5 milhões.



**Figura 4: Fluxo de recursos num empreendimento de base imobiliária securitizado, na fase de operação plena**



Sinteticamente o modelo pode ser descrito da seguinte forma:

- ❑ O empreendimento se desenvolve numa entidade jurídica chamada SPE (Sociedade de Propósito Exclusivo), que é constituída tendo como seu principal ativo a carteira de negócio de base imobiliária, ou seja, os imóveis.
- ❑ A SPE emite as debêntures de participação, os TIBIs, tendo como o lastro o ativo da empresa, captando recursos dos investidores. Dessa forma, fecha-se a equação de fundos do empreendimento.

- ❑ A SPE tem o único objetivo estatutário de operar o empreendimento, gerar receitas, provisionar uma parte de receitas para finalidades específicas e distribuir o resultado aos debenturistas na forma de rendimento das mesmas.

### **a) Ambiente do Empreendimento**

O ambiente do empreendimento é caracterizado pela rigidez do seu funcionamento, o que representa uma segurança aos investidores. A proteção dos interesses dos investidores está formalizada em diversos instrumentos legais, societários e regulamentares como veremos a seguir.

#### Estatuto da SPE

A SPE, onde está inserido o empreendimento, tem objetivos e limitações à sua atuação claramente definidos no seu estatuto. O grau de rigidez do seu estatuto pode variar conforme o nível de segurança que o empreendedor julga necessário oferecer aos investidores para atraí-los, dada a natureza do empreendimento e os fatores conjunturais. Todavia, alguns aspectos são básicos numa SPE de empreendimento: (i) definir seu objetivo único como explorar os imóveis, gerar resultados e remunerar os debenturistas, e (ii) subordinar as decisões estratégicas que venham a impactar o rendimento das debêntures, tais como, alteração no estatuto social, imobilizações/desimobilizações, mudança da operadora, alteração na forma de

apuração de resultado etc., à aprovação dos debenturistas, representados pela Assembléia dos Debenturistas.

Adicionalmente, o estatuto também pode estabelecer definições sobre:

- a presença de representantes dos debenturistas no seu conselho de administração e/ou na diretoria executiva
- regime de preferência na distribuição de resultados e/ou garantia de rendimento mínimo para investidores, numa demonstração de confiança e de segurança
- conversibilidade ou resgate das debêntures

#### Escritura das debêntures:

A escritura das debêntures é um contrato que define a existência e as características das debêntures assim como a relação entre a emissora e os debenturistas. Este documento é elaborado por oficial público e registrado em cartório de imóveis.

A escritura estabelece a forma de apuração de rendimentos e o regime de pagamento, assim como a conversibilidade e o resgate. Muitas estabelecem a forma de acesso dos debenturistas à SPE, especificando o relacionamento da Assembléia dos Debenturistas com a SPE.

### Outros formalismos:

A princípio não haveria restrição quanto a estrutura societária de uma SPE. No entanto, a forma mais usual adotada por empreendedores é a sociedade anônima de capital aberto, por ser esta a forma que mais segurança e transparência oferece a investidores, e portanto, a mais atraente. Essa segurança advém da existência de diversos formalismos sobre as sociedades anônimas de capital aberto, tais como:

- Lei das SA (Lei 6404 de 1976)
- Normas e fiscalização da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)
- Necessidade de auditoria externa credenciada pela CVM

### **b) Ambiente Externo ao Empreendimento**

Se o ambiente do empreendimento está repleto de formalismos e rigidez, os quais se reverteram em pontos positivos para investidores num modelo securitizado e não mais empecilhos como eram num modelo tradicional de *funding*, o ambiente externo, onde estão os investidores, ficou mais flexível e livre da rigidez associada a imóveis.

As debêntures, os TIBIs no nosso caso, são ativos financeiros e obedecem às leis do mercado financeiro, muito mais ágil e dinâmico do que o mercado imobiliário ou de empreendimento de base imobiliária. Os investidores não estão mais vinculados diretamente aos imóveis, aos empreendimentos nem aos demais investidores. Os detentores dos TIBIs podem negociar seus títulos, os quais são ativos financeiros,

independentemente dos outros investidores. A transação é ágil e barata, pois conta com toda a estrutura do mercado financeiro.

- Os TIBIs são registrados e transacionados no CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos) através do seu SND (Sistema Nacional de Debêntures). A transferência de titularidade é imediata e a liquidação financeira é rápida.
- A distribuição de rendimentos é rigorosa e transparente, com atuação da CETIP, banco mandatário<sup>19</sup> e agente fiduciário<sup>20</sup>.

### c) Características do TIBI

- ❑ O TIBI é um título de investimento que dá acesso ao resultado da empresa como se fosse ação patrimonial. O TIBI pode ser formatado de modo a garantir um rendimento mínimo ou preferência no acesso ao resultado do empreendimento.
- ❑ O TIBI tem vínculo com o empreendimento e não com a comunidade de investidores e de empreendedores. Com isso as regras do TIBI, estabelecidas na escritura, são mais estáveis pois independem das vontades circunstanciais de um grupo de pessoas, o que representa um atrativo para investidores financeiros e principalmente os minoritários.

---

<sup>19</sup> É o banco credenciado no CETIP e designado na escritura das debêntures que realiza o controle e a transferência de recursos entre a emissora e os debenturistas, via CETIP. Mais detalhes no próximo capítulo.

<sup>20</sup> É um representante dos debenturistas junto à emissora. Mais detalhes no próximo capítulo.

- ❑ Esse vínculo único com o empreendimento limita o risco do TIBI ao desempenho do empreendimento (a capacidade da operadora e o mercado) eliminando o risco relativo ao empreendedor.
- ❑ Cada detentor de TIBI pode negociá-los independentemente das decisões de outros investidores, incluindo o empreendedor, o que viabiliza sua pulverização.
- ❑ A pulverização, a liquidez e a sua única vinculação com o desempenho de empreendimentos permitiriam uma precificação do TIBI pelo mercado<sup>21</sup>, tal como preço de ações. Dessa forma, os investidores poderiam saber o valor real do seu investimento a qualquer momento e não somente na ocasião de uma avaliação específica como acontece no modelo tradicional de empreendimento.
- ❑ Há uma grande flexibilidade na composição de carteira de empreendimentos vinculada ao TIBI. A SPE pode abrigar um ou mais empreendimentos, ao mesmo tempo ou em tempos diferentes. O TIBI também pode ter várias séries adequando-se a cronograma físico de empreendimento. A decisão sobre a composição da carteira cabe ao estruturador do TIBI que baseará a decisão na atratividade do papel, em termos de retorno e segurança.
- ❑ O investimento via TIBI tem vantagem sobre o modelo tradicional em termos fiscais. Atualmente, as empresas não financeiras recolhem 25% de Imposto de

---

<sup>21</sup> No Brasil ainda não há um mercado secundário ativo e dinâmico de TIBIs, como acontece nos EUA.

Renda, além de 8% de Contribuição Social, enquanto o rendimento de TIBI é tributado na fonte com alíquota de ganho de capital que é de 10%. 20% em 1999

#### 4.4 Mercado Brasileiro

Debênture é um título de crédito de longo prazo emitido pelas empresas para captar recursos dos investidores diretamente sem intermédio das instituições financeiras. A característica mais importante da debênture é a flexibilidade de seu formato em termos de prazo, rendimento e garantia. O uso de debêntures como instrumento de mobilizar fundos para o setor imobiliário é uma prática muito recente, tendo ocorrido a sua primeira operação em 1992. Até então, no Brasil, as debêntures eram utilizadas basicamente para (i) securitizar dívidas, sendo a emissão de debêntures da Siderbrás em 1989 um exemplo típico, (ii) capitalizar empresas através de debêntures conversíveis em ações, e (iii) captar recursos necessários para companhias de arrendamento mercantil.

A tentativa de utilizar as debêntures como instrumento de mobilização de fundos para o mercado imobiliário já existia desde a segunda metade da década de 80, mas, ganhou corpo no início desta década. No final de 1990, houve o Simpósio do SECOVI<sup>22</sup>/SP tendo como o tema “Novos Mecanismos de Captação de Recursos Financeiros para a Indústria Imobiliária” durante o qual as novas ferramentas tais como fundo de investimento imobiliário e debêntures de participação nos lucros

---

<sup>22</sup> Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais

foram apresentadas. Desde então, desenvolveram-se basicamente três novas soluções para o mercado imobiliário:

- fundo de investimento imobiliário, que teve uma maior divulgação para público geral devido a alguns mega projetos como Projeto Panamby na região sul da cidade de São Paulo.
- securitização de créditos imobiliários<sup>23</sup>, muito explorado por vários bancos e consultorias junto às construtoras devido à sua configuração relativamente simples e à similaridade de técnica aplicada em outros tipos de securitização de recebíveis tais como de cartões de crédito<sup>24</sup>, de passagens aéreas e de contratos de exportação.
- emissão de debêntures de participação, securitizando empreendimentos de base imobiliária<sup>25</sup>

A técnica de securitização de empreendimento de base imobiliária é relativamente complexa e pouco dominada pelo mercado, sendo a Unitas DTVM a empresa de maior expressão na estruturação deste tipo de operação onde atua o professor Rocha Lima, um estudioso e grande entusiasta do tema. Há outras empresas que realizaram securitização dessa natureza, podendo mencionar Banco Lloyds e Norchem.

O mercado viu crescer o volume dessas operações desde 1995, mas, o volume dos títulos é ainda pequeno e a sua circulação no mercado secundário é quase inexistente,

<sup>23</sup> A operação pioneira foi a emissão da Encol Trust em 1994, seguida da Rossi Trust e da Cidadela Trust, ambas em 1995

<sup>24</sup> A operação da Mesbla Trust em 1991 foi a pioneira.

<sup>25</sup> A operação pioneira foi a da HSBX de Bauru em 1992.



estando quase todos os títulos emitidos até agora com os Fundos de Pensão. As emissões de debêntures de empreendimento de base imobiliária já realizadas são as seguintes:

**Tabela 3: Emissões já realizadas**

<b>Empreendimento</b>	<b>Local</b>	<b>Emissora</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (\$ M)</b>	<b>Estruturação e Coordenação</b>
Condomínio Baurucentro	SP	HSBX Participações	05/92	32,8	Unitas
Neumarkt	SC	SNB Participações	01/94	8,8	Unitas
Iguatemi Shopping Center	RJ	La Fonte Participações	07/94	37,0	Participa/BFC
Wet'n'Wild	SP	Ribeirão Preto Water Park	07/94	15,2	Norchem
Trade & Financial Center	SC	Trade & Financial Center	09/94	7,2	Unitas
World Trade Center	SP	Hauscenter	01/95	164,5	Unitas
Mappin ABC	SP	Participações ABC	02/95	27,7	Banco BBA
Parque Aquático Serra Azul	SP	Serra Azul Water Park	06/95	43,3	Norchem
Escola Geodunas	CE	Codunas	09/95	5,9	Unitas
Hospital Vita Curitiba	PR	SMA Empr e Participações	10/95	48,4	Unitas
Centro Hosp. Albert Sabin	PE	Centro Hosp. Albert Sabin	11/95	33,8	Unitas/Lloyds
Diamond Mall	MG	Diamond	11/95	13,5	Bozano Simonsen
Shopping Center Água Verde	PR	SAV	12/95	6,1	Banestado
Iguatemi Shopping Center	SP	La Fonte Participações	12/95	22,4	SRL
Condomínio Baurucentro	SP	HSBX Participações	12/95	116,4	Unitas
Edifício Maison Eco	PR	Maison Eco	12/95	6,2	Banestado
Shopping Nacional de Brasília, Shopping Recife e Shopping Iguatemi Porto Alegre	DF PE RS	Ancar Shopping S.A.	12/95	20,7	SRL
Maison Eco	PR	Maison Eco SA	12/95	6,2	Banestado
Hospital La Santé	RJ	Hospital La Santé	01/96	22,2	Socopa

<b>Empreendimento</b>	<b>Lo- cal</b>	<b>Emissora</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (\$ M)</b>	<b>Estruturação e Coordenação</b>
Shopping Center Cristal Plaza	PR	Paraná Shopping	04/96	6,7	Unitas
Colinas de São Francisco, Alto da Lapa	SP	Gafisa SPE1	06/96	20,3	Unitas
Hyde Park	PR	Hyde Park SA	06/96	5,4	Banestado
Shopping Center Tacaruna	PE	Shopping Center Tacaruna S.A.	07/96	48,0	Unitas
Sol Plaza Melià	SP	Sunplaza S.A.	07/96	32,0	Unitas
Parque Temático Playcenter	SP	Parque Temático Playcenter SA	07/96	83,6	Banco Garantia
Porthal do Lago	PR	Porthal do Lago SA	09/96	13,0	Banestado
Shopping Center Grande Rio	RJ	SCGR	09/96	18,0	Unitas/Unibanco
St. Michel	PR	St. Michel	09/96	7,9	Banestado
<i>edificio residencial</i>	SC	Consprevi	09/96	3,7	BESC

fonte: CVM/Gazeta Mercantil

Atualmente, há um movimento engajado por bancos e empresas do setor imobiliário no sentido de criar um sistema nacional de securitização. Pretende-se regulamentar a constituição, a organização e o funcionamento de companhias securitizadoras de crédito a nível nacional. Embora a regulamentação terá a abrangência genérica, dado o perfil do grupo de trabalho composto basicamente por bancos que atuam tradicionalmente no segmento de financiamento habitacional, espera-se um formato de imediata aplicação no mercado imobiliário. A proposta inicial está focada na securitização de recebíveis, mas já prevendo a evolução para uma estrutura mais ampla de captação de recursos via títulos de investimento vinculado a empreendimentos. Toda a proposta está baseada no modelo norte-americano de

securitização, o qual será explicado no próximo capítulo. No anexo desta dissertação encontra-se a minuta de resolução, a 9a. versão de 24/01/97, preparada pelo grupo de trabalho da Febraban (Federação Brasileira dos Bancos), a ser encaminhada para o Banco Central.

## 5. EXPERIÊNCIA NO EXTERIOR

A experiência de securitização de empreendimento de base imobiliária no exterior resume-se basicamente no mercado dos Estados Unidos e, numa escala muito menor e mais recente, na experiência canadense. No mercado norte-americano, a chamada **REIT**<sup>26</sup>, acrônimo de **Real Estate Investment Trust**<sup>27</sup>, tem sido o principal veículo de mobilização de fundos para o setor imobiliário. A compreensão desse mercado ajuda-nos a ter a visão crítica do nosso ainda incipiente mercado e clareia o caminho a seguir.

### 5.1 REIT (Real Estate Investment Trust)

#### 5.1.1 O que é REIT?

REIT é uma entidade, uma sociedade anônima na maioria dos casos, que aglutina capital de vários investidores para adquirir propriedades geradoras de rendas ou para prover financiamentos para carteira hipotecária de imóveis<sup>28</sup>. Uma REIT pertence a investidores que adquirem suas ações ou títulos emitidos por ela, que na maioria

---

<sup>26</sup> Pronuncia-se [ri:t].

<sup>27</sup> Pode-se ser traduzido como “Fiduciário de Investimento Imobiliário”. No entanto ainda não existe uma expressão em português para o uso corrente no mercado para referir-se a REIT. Na minuta de resolução preparada pelo grupo de trabalho da Febraban, surge a expressão “companhia securitizadora de créditos” de ampla abrangência que não se refere especificamente ao setor imobiliário como é a REIT.

<sup>28</sup> Em alguns textos menos formais, REIT pode significar não uma empresa mas o veículo de investimento.

absoluta dos casos, são negociados nas principais bolsas de valores dos EUA. As REITs são proprietárias de diversos imóveis e empreendimentos e os administram. Investir em REIT, ou seja, comprar suas ações significa ter a participação e ser “donos” de uma parte de portfolio diversificado de investimentos imobiliários.

### 5.1.2 Histórico

O primeiro investimento através de uma REIT teria sido em 1800 no estado de Massachusetts nos EUA sob o nome de “Massachusetts Business Trust”<sup>29</sup>. Esta alternativa foi criada para fugir das restrições estaduais da época sobre propriedade coletiva de imóveis com finalidade de investimento. Até 1935, esta forma de investimento através de “empresas fiduciárias”<sup>30</sup> era uma alternativa para usufruir da isenção fiscal federal sobre pessoas jurídicas. O uso das REIT como instrumento de investimento acabou em 1935 com a decisão da Corte Suprema Federal de sujeitar as REITs à tributação federal como qualquer outra empresa.

O formato atual de REIT foi criado em 1960 como resultado das emendas à *U.S. Internal Revenue Code*<sup>31</sup>. Essas emendas foram introduzidas para criar mecanismos de acesso e de participação dos pequenos poupadores em grandes empreendimentos imobiliários que antes eram disponíveis somente para grandes corporações e para investidores sofisticados, os quais detinham participação direta como proprietários

<sup>29</sup> MAI, E.H. & GREENFIELD G.R.; REIT: The New Uses of Real Estate Investment Trusts; Practical Lawyers; 1986

<sup>30</sup> Tradução livre de “Trust”. Na prática cumprem as mesmas funções da nossa SPE apresentada no capítulo anterior.

<sup>31</sup> Corresponde ao nosso Código Tributário.

dos imóveis. A característica-chave das REITs norte-americanas é a isenção de impostos federais sobre a distribuição de ganhos aos acionistas.

### 5.1.3 Requisitos para REIT

Para se qualificar como REIT e gozar da isenção do imposto federal (imposto de renda), uma REIT deve atender uma série de requisitos dentre os quais destacam-se:

- ☐ Ser administrada por uma diretoria eleita ou por agentes fiduciários, sendo exigido em quase todos os estados norte-americanos que a maioria dos diretores seja independente.
- ☐ Estar organizada como sociedade anônima, companhias fiduciárias ou associações similares, devendo ser tratada em qualquer hipótese como sociedade anônima para efeitos fiscais.
- ☐ Ter suas ações desimpedidas para livre negociação, independentemente da REIT ser companhia aberta ou não.
- ☐ Ter mais de 100 acionistas<sup>32</sup> para garantir a pulverização. Cinco ou menos pessoas não podem deter mais de 50% das ações (ou títulos<sup>33</sup>) da REIT.

---

<sup>32</sup> Como veremos mais adiante, na verdade pode ser acionistas ou detentores de títulos (debenturistas) dependendo do tipo da REIT.

- ☐ Pelo menos 75% do ativo da REIT deve ser investido em imóveis ou em créditos imobiliários, devendo gerar no mínimo 75% das receitas através de rendimento de exploração de imóveis ou de juros de crédito imobiliário. As receitas geradas pela venda dos imóveis com menos de 4 anos de propriedade ou pela venda dos títulos com menos de 6 meses na carteira não devem ultrapassar 30% da total de receitas. Essa medida visa desestimular a especulação imobiliária por parte das REITs.
  
- ☐ Distribuir mais de 95% do seu resultado tributável para seus acionistas ou debenturistas.

#### 5.1.4 Tipos de REIT

Existem basicamente três tipos de REIT:

- ☐ **REIT Patrimonial**<sup>34</sup>: É o tipo mais freqüente e investe patrimonialmente nos imóveis, detendo a propriedade. Uma REIT Patrimonial pode ser **diversificada** quando ela investe numa variedade de imóveis diferentes em termos de tipos e de localização geográfica, ou pode ser **especializada** se investe num determinado

---

<sup>33</sup> São títulos resultantes da securitização dos créditos imobiliários, podendo-se chamar de debêntures no nosso mercado.

<sup>34</sup> Tradução livre de "Equity REIT".

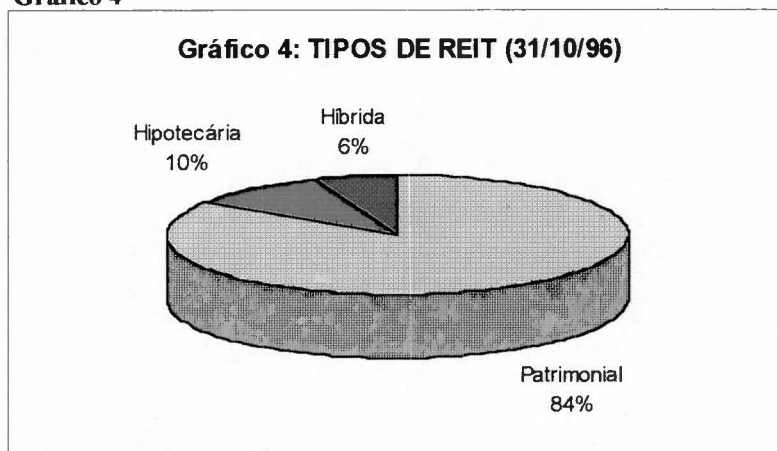
tipo de imóvel tais como *shopping centers*, hospitais etc. Os investidores são acionistas e são remunerados através de dividendos.

❑ **REIT Hipotecária**<sup>35</sup> : Essa REIT investe em carteira de financiamento imobiliário, seja gerada por ela mesma seja adquirida no mercado secundário. Os investidores são detentores de títulos (debenturistas) que são remunerados através do rendimento dos seus títulos, que por sua vez representa os juros de créditos imobiliários que estão financiando.

❑ **REIT Híbrida ou Combinada**: O ativo deste tipo de REIT é composto por propriedade de imóveis e créditos imobiliários de diferentes tipos de imóveis.

O Gráfico 4 abaixo mostra a proporção dos três tipos de REIT existentes.

Gráfico 4



fonte: NAREIT (The National Association of Real Estate Investment Trusts)

<sup>35</sup> Tradução livre de "Mortgage REIT".



Além desses três tipos básicos, as REITs americanas ainda podem ser classificadas conforme sua característica estrutural<sup>36</sup>:

- **Fechada (*Close-End*) ou Aberta (*Open-End*)**, dependendo de se o estatuto da REIT permite novas emissões para aumento de capital visando novos investimentos ou não.
- **Prazo Predeterminado (*Finite-Life*) ou Prazo Indeterminado (*Nonfinite-Life*)**, dependendo da existência ou não de um prazo predeterminado para a venda ou liquidação do ativo e conseqüente dissolução da REIT.
- **Líquida (*Self-Liquidating*) ou Reinvestidora (*Perpetual*)**: REIT Líquida distribui toda a caixa disponível oriunda da venda de ativo ou de recebimento de financiamentos, enquanto a outra reinveste o excedente de caixa. Cabe lembrar que, conforme já mencionado, todas as REITs norte americanas, sejam Líquidas ou Reinvestidoras, devem distribuir pelo menos 95% do seu resultado tributável.
- **Específica (*Fully-Specified*) ou Livre (*Blind-Pool*)**: REIT Específica só pode investir nos imóveis ou nos portfólios preestabelecidos na sua formação inicial, enquanto a REIT Livre arrecada fundos antes de definir o destino dos recursos.

---

<sup>36</sup> MERETSKY, Jason; Real Estate Investment Trusts: An Analysis of the Investment Vehicle and Income Tax Implications; University of Toronto, Faculty of Law Review; Volume 53 Number 1; 1995

### 5.1.5 Vantagens e riscos de investir em REITs

As principais vantagens de investir em REIT são a liquidez das suas ações e títulos no mercado aberto, a característica que ainda não temos no Brasil, e o tratamento fiscal privilegiado. Além dessas vantagens, REIT apresenta-se como um veículo de investimento em mercado imobiliário proporcionando:

- diversificação de portfolio
- alta rentabilidade
- carteira formada por imóveis selecionados e por empreendimentos de alta qualidade
- administração especializada

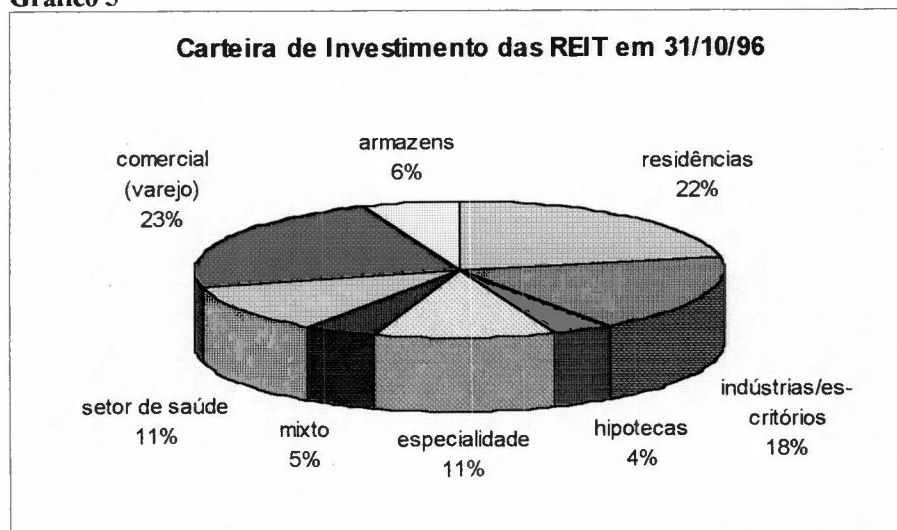
Por outro lado, há alguns aspectos com os quais os investidores devem estar atentos na hora da decisão por investir em REIT, como por exemplo:

- risco de volatilidade do mercado de títulos em função da variação conjuntural, tais como, oscilação da taxa de juros, super-oferta de títulos etc.
- mau desempenho da administração de REIT ou desencontro de interesses da administração e dos investidores

## 5.2 Mercado

Os dados de junho de 1996<sup>37</sup>, mostram que havia 220 REITs listadas nas bolsas, segundo a *National Association of Real Estate Investment Trusts*, o que prova a dimensão e a dinâmica do mercado norte-americano, sendo o tipo mais freqüente a REIT Patrimonial. O mercado está bastante diversificado e especializado ao mesmo tempo, contanto com inúmeras REITs focalizadas em setores específicos tais como grandes *shopping centers*, *shopping centers* de bairro, hospitais, galpões industriais, até mesmo “casas” de *trailer*. Além disso, há REITs que exploram uma determinada região, estado ou cidade. O Gráfico 5 abaixo indica a variedade de investimentos das REITs.

Gráfico 5

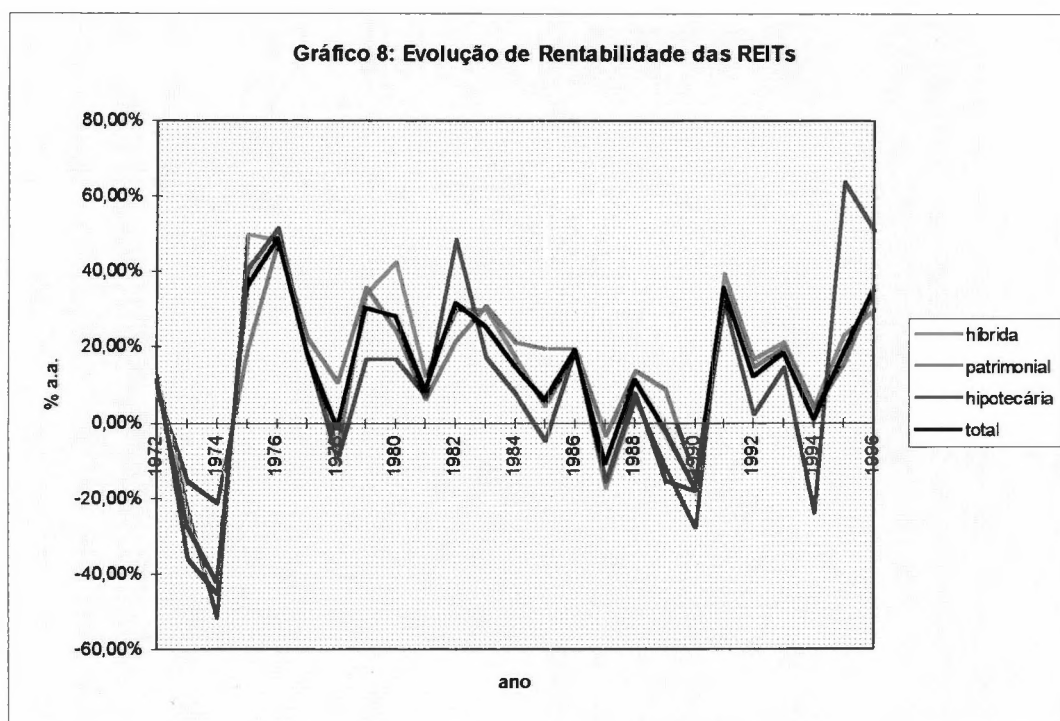


fonte: NAREIT (The National Association of Real Estate Investment Trusts)

O desempenho histórico das REITs nas últimas décadas foi na média superior a outros setores, apresentando um rentabilidade anual média de 16%, com destaque para REITs Patrimoniais. Apesar desse bom desempenho global, o setor de REIT

<sup>37</sup> CHEREIN, Lloyd; *To diversify investment portfolio, look at REITs*; Inman News Features; 1996

tem alternado bons e maus momentos. O Gráfico 6 mostra a evolução de rentabilidade das REITs.



fonte: NAREIT (The National Association of Real Estate Investment Trusts)

O mercado norte-americano está vivendo um grande momento de euforia nos últimos anos com destaque especial para o ano de 1996. Em 1995, o setor teve uma rentabilidade anual de 18,3%. Em 1996 a previsão de fechamento era de 35% segundo o depoimento do Sr. Larry Gray<sup>38</sup>, enquanto o índice S&P 500 iria ter uma valorização de 23%. Ainda segundo o Sr. Gray, em 1996 foram investidos US\$ 16 bilhões em propriedades de base imobiliária através de REITs, enquanto os Fundos de Pensão investiram US\$ 15 bilhões. 19 dos 20 melhores desempenhos de Fundos de Investimento no quarto trimestre de 1996 foram de Fundos Imobiliários que

<sup>38</sup> Editor chefe do Institutional Real Estate Inc e editor do Real Estate Capital Market Report

mantêm REIT nos seus portfolios e não posições imobiliárias diretas. Relata ainda, *“A reestruturação da indústria imobiliária na direção de um mercado securitizado e de investimentos disponíveis para o grande público, ganhou força em 1996. US\$ 30 bilhões de títulos lastreados em financiamentos de imóveis foram emitidos e colocados e os REITs buscaram, através de novas emissões, US\$ 11 bilhões. Ao final de 1996, investidores detêm US\$ 200 bilhões de empreendimentos de base imobiliária securitizados.”*

Se compararmos o depoimento do Sr. Gray sobre 1996 com um texto sobre o tema publicado em 1995<sup>39</sup>, mas referindo-se aos anos de 1992 e 1993, teremos a idéia de crescimento que o setor viveu nos últimos 2 anos.

*“O período atual de aquecimento tem testemunhado substancial crescimento em REIT Patrimonial. Nos últimos dois anos, 1992 e 1993, US\$ 14,8 bilhões (soma dos dois anos) têm sido levantados para REIT Patrimonial, US\$ 10 bilhões dos quais foram levantados por ofertas públicas primárias. O tamanho das ofertas públicas primárias tem crescido substancialmente pulando de uma média de US\$ 115 milhões para US\$ 195 milhões em média. Apesar desse fenomenal crescimento, a indústria de REIT continua relativamente imatura com uma capitalização de US\$ 34 bilhões do mercado. Para o efeito de ilustração, a capitalização da toda a indústria de REIT é aproximadamente igual a empresas como General Motors (US\$ 45 bilhões) e Microsoft (US\$ 24 bilhões).”*

---

<sup>39</sup> MERETSKY, Jason; Real Estate Investment Trusts: An Analysis of the Investment Vehicle and Income Tax Implications University of Toronto Faculty of Law Review, Volume 53 Number 1; 1995

### 5.3 Comparação com a nossa realidade

Ao estudar a experiência norte-americana, é inevitável uma comparação com a nossa realidade. Os pontos mais visíveis são os seguintes.

- a) O mercado norte-americano de securitização de empreendimento de base imobiliária encontra-se num estágio muito superior ao nosso, tanto em termo de dimensão e dinamismo do mercado como em termo de regulamentação e estabilização das normas.

Não existe regulamentação específica sobre o tema no Brasil, e dessa forma, os arcabouços legais das operações já realizadas valeram da Lei das S/As e das normas sobre debêntures.

- b) O veículo de investimento está claramente definido no mercado norte-americano, REIT, com respectivos subcategorias (REIT Patrimonial, REIT Hipotecária e REIT Híbrida) e de diferentes formatos (Aberta/Fechada, Líquida/Reinvestidora, etc.). Os investidores adquirem ações ou títulos de investimento lastreados em empreendimentos.

No Brasil, o veículo mais utilizado é SPE com algumas variações, e os investidores adquirem debêntures. Vale lembrar da proposta da Febraban de regulamentar as Companhias Securitizadoras de Créditos que é o primeiro passo em direção à formalização do setor.

- c) Uma grande proporção de REITs é de multi-emprego, ou seja, elas abrigam diversos empreendimentos dentro da sua vocação, diversificada ou especializada, enquanto no Brasil, as operações até hoje realizadas foram de montagem específica para um determinado empreendimento, seja ele um hospital ou um *shopping center*. Isso é explicado pelo fato de, no Brasil, as securitizações terem sua origem no fechamento de equação de fundos para um dado empreendimento. Ela é vista como uma das alternativas de mobilização de recursos pelos empreendedores que procuram os bancos e consultorias especializadas para montagem da operação. Nos Estados Unidos, as REITs são vistas como um veículo de investimento, sem deixar de ser vistas como fontes de financiamento.
- d) O mercado investidor em REIT é pulverizado, convivendo lado a lado os grandes investidores institucionais como fundos de pensão e os poupadores individuais. Como já vimos, a própria regulamentação orienta fortemente o mercado para haver essa pulverização.

No Brasil, o mercado é incipiente e está focado basicamente nos fundos de pensão. Nem outros investidores institucionais como fundos mútuos de investimentos dos bancos e as previdências privadas estão familiarizados com os títulos de investimento de base imobiliária.

- e) No mercado norte-americano, há fundos mútuos de investimento especializados em compor suas carteiras com REITs, sendo responsáveis por um grande volume de transações naquele mercado.

No Brasil, ainda não existem fundos especializados em TIBIs. Os TIBIs podem ser absorvidos por fundos de carteira livre (até 49%) ou fundos imobiliários (até 25%), porém, o volume de TIBIs nesses fundos é quase nulo.

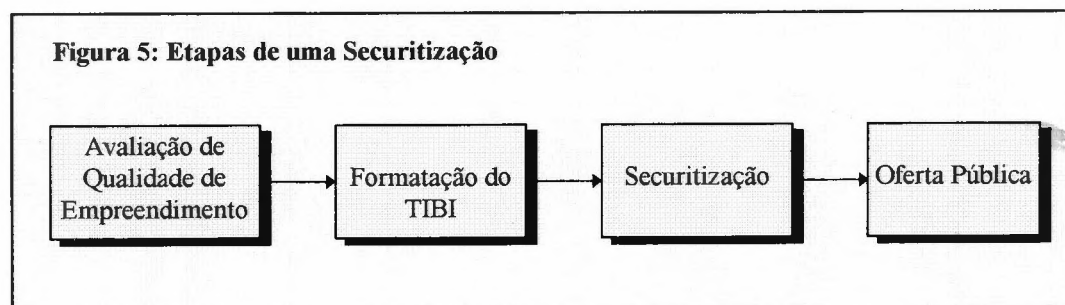


## 6. TÉCNICA DE SECURITIZAÇÃO

### 6.1 Visão Geral

No início desta dissertação, na seção *1.1 Conceituações Iniciais*, foi mencionado que a securitização significa “*criação de títulos que autentica um direito e que seja negociável no mercado financeiro*”. No mundo real dos negócios, não basta criar um título que atenda os requisitos legais e regulamentares para permitir sua existência do ponto de vista estritamente burocrático. O título criado deve atender a razão da sua existência, ou seja, mobilizar recursos para a determinada finalidade que é, no nosso caso, prover fundos para viabilizar empreendimentos de base imobiliária. Isto significa que o título deve ser criado de tal forma que seja capaz de atrair investidores e de prover os recursos necessários no tempo certo para viabilizar um empreendimento.

Dentro dessa visão, um projeto de securitização não deve ter seu escopo restrito à formalização de ordem burocrática da sua existência, mas ser ampliado como mostra a Figura 5 abaixo.



### Avaliação de Qualidade de Empreendimento

É a etapa inicial na qual se avaliam os indicadores de qualidade e de risco do empreendimento, que irão subsidiar a decisão de investir. É uma fase muitas vezes negligenciada ou conduzida com base nos conceitos incorretos, mas que merece muita atenção e acuracidade para não induzir decisões errôneas de investimento.

### Formatação do TIBI

Nessa etapa, definem-se as características do TIBI que será capaz de mobilizar fundos para o empreendimento. O TIBI deve ser formatado levando-se em consideração a macroconjuntura, os indicadores de qualidade e de risco do empreendimento, o fluxo de necessidade de recursos, e sobretudo, os anseios dos investidores e outras alternativas concorrentes no mercado.

### Securitização

É a fase na qual procedem-se os trâmites necessários para a existência do TIBI, nas seguintes três esferas:

- no nível societário, adequando a emissora às exigências legais e operacionais
- no nível do TIBI, qualificando-o como instrumento legal
- no nível do mercado para que o TIBI seja negociável

### Oferta Pública

Nessa última fase, o TIBI é lançado no mercado aberto para atrair investidores. Cabe lembrar que nem todos os títulos são oferecidos publicamente. Há títulos que são distribuídos via *colocação privada*<sup>40</sup> que constituem um universo muito pequeno e que nascem de uma relação muito particular entre a emissora e o investidor. Mas este tipo de colocação transcende as características de um título genérico que pretende buscar recursos pelas suas próprias características financeiras e não uma mera instrumentalização de um entendimento particular.

Em se tratando do processo de securitização, cabe aqui introduzir mais três novas figuras, além do empreendedor e o investidor já mencionadas até aqui. São elas *estruturador, colocador e coordenador*.

- Estruturador: é a figura que desenha o título e conduz o processo burocrático<sup>41</sup> de securitização. Embora teoricamente não seja obrigado, quase sempre acaba realizando ele mesmo a avaliação de qualidade do empreendimento para melhor sustentar a formatação do TIBI. Normalmente, bancos de investimento ou consultores especializados desempenham esta função.
- Colocador: é banco ou distribuidora de títulos e valores mobiliários (DTVM) que “vende” o TIBI para investidores. Embora possa variar

---

<sup>40</sup> O mercado também usa a expressão inglesa “*Private Placement*”.

<sup>41</sup> “Burocrático” no sentido de atender a regulamentações e exigências legais, sem conotação pejorativa.

dependendo do montante da emissão e da estratégia de colocação, normalmente há vários colocadores trabalhando numa mesma emissão.

- Coordenador: é o que coordena o grupo de colocadores. Normalmente, se envolve com o projeto desde o início junto com o estruturador.

## 6.2 Avaliação de Qualidade de Empreendimento<sup>42</sup>

### 6.2.1 Importância da Avaliação de Qualidade de Empreendimento<sup>43</sup>

A decisão de empreender implica em alocar uma massa de recursos no presente com base numa expectativa de desempenho futuro do empreendimento inserido num cenário também estimado. Cada empreendedor ou investidor toma essa decisão com um padrão de risco que é particular a cada um. Em se tratando de empreendimentos de base imobiliária, que normalmente (i) requerem um grande montante de recursos no início, (ii) para obter um retorno a longo prazo, uma vez que o ciclo operacional de um empreendimento dessa natureza é longo, e (iii) que não permitem a reversão da decisão tomada sem gerar grandes prejuízos aos investidores arrependidos, a decisão de investir nesse tipo de empreendimento torna-se um ato de suma

---

<sup>42</sup> A nomenclatura adotada nesta seção segue aquela do prof. Rocha Lima no seu texto Princípios para Análise de Qualidade de Empreendimentos: O Caso dos Empreendimentos de Base Imobiliária; Treinamento ABRAPP 95; Escola Politécnica da USP, 1995

<sup>43</sup> O enfoque da avaliação tratado aqui será do ponto de vista de um empreendedor e não um especulador. A diferença básica entre um empreendedor e um especulador é a visão de risco do negócio que cada um tem. Um especulador aposta nos altos riscos, acima da média da conjuntura com esperança de obter altos ganhos, ou seja, risco incontrolável e instabilidade são aceitos por um especulador. Um empreendedor aceita riscos como um balizador na avaliação de negócios na qual o enfoque principal é dado ao retorno e à segurança.

importância. Portanto, a avaliação de qualidade de empreendimento torna-se uma etapa chave no processo de securitização.

O objetivo básico de avaliação de qualidade é *subsidiar* a decisão de investir. Para cumprir essa finalidade, a avaliação deve fornecer um elenco de informações adequadas e corretas para que o decisor consiga reconhecer as qualidades e os riscos do empreendimento comparado ao seu padrão particular de qualidade e risco. Entretanto, antes da qualidade de empreendimento, vem a questão da qualidade de modelo de avaliação. Nem sempre a complexidade do modelo e a precisão de cálculos matemáticos garantem a qualidade do modelo de avaliação empregado. O que dá segurança é a solidez da base conceitual sobre a qual está constituído o modelo de avaliação.

### **6.2.2 Fundamentos Conceituais**

Avaliar a qualidade de um investimento significa estabelecer indicadores que permitem ao empreendedor e ao investidor reconhecerem se a alternativa em questão está dentro das suas expectativas de padrões de retorno e risco. Dessa forma, o investimento não significa um mero fluxo de desembolso, mas sim, aplicação de um montante de recursos num empreendimento, que através de desempenho, possa oferecer retorno para o investidor. O empreendimento é, portanto, a transformação de um certo tipo de riqueza - recurso investido - num outro tipo alternativo de riqueza - o retorno.

Essa consideração tende a evitar um erro comum que se comete na avaliação de alguns empreendimentos: o de supor que o investimento feito na construção é auto-sustentado pelo próprio valor do imóvel e, conseqüentemente, avaliar somente a operação que se dá com base neste imóvel, esquecendo da riqueza investida na construção do imóvel. Embora o imóvel seja um bem físico, se ele não gerar, ou gerar mal, riqueza através da sua exploração, ele é um investimento mal feito e não contribuiria no desempenho num modelo mais amplo de avaliação de empreendimento.

O prof. Rocha Lima lembra que: *“qualidade de um ente compreende o ajuste entre o estado, ou o desempenho, de determinados atributos que o referenciam a um padrão, arbitrado por aquele a quem compete julgar esta configuração”*. Aplicando este conceito para o nosso tema - qualidade de empreendimento - ele completa afirmando: *“qualidade de um empreendimento será, para o empreendedor, o estado ou desempenho, que atributos deste empreendimento, contidos num referencial de qualidade, apresentem relativamente a um padrão de qualidade que este arbitra”*.

Esta consideração implica em dizer que a qualidade depende do padrão referencial de cada investidor. Portanto, um bom modelo de avaliação não deve incluir nele um julgamento de qualidade. Ele deve dar informações estruturadas para que os investidores possam fazer este julgamento. Isto exige que o avaliador adote uma postura adequada diante do processo de análise para não introduzir vieses no modelo

de avaliação. Com exceção dos casos em que o próprio investidor é também avaliador, o que é raro, normalmente o avaliador produz informações que serão refletidas aos padrões de cada investidor. Nessa situação, o avaliador deve isentar-se do seu próprio ponto de vista e se posicionar como um investidor típico avesso ao risco que não está presente durante avaliação<sup>44</sup>.

A mesma lógica vale para análise de risco do empreendimento. Não cabe à avaliação decidir se o empreendimento é arriscado ou não. Basta indicar de forma estruturada o desvio do comportamento do empreendimento em função da variação de vários fatores de risco, tais como a conjuntura, o mercado, o desempenho do operador etc. Cada investidor tem um padrão de risco particular e ele deve decidir usando as informações fornecidas pelo modelo de avaliação.

Ainda explorando a identificação de qualidade mencionada acima, quais seriam os atributos que deveriam ser avaliados num empreendimento de base imobiliária? São eles<sup>45</sup>:

- condição econômica
- composição financeira
- configuração de estabilidade

---

<sup>44</sup> O professor Rocha Lima denomina esta figura de *Investidor Universal Averso ao Risco e Não Aparente (IUAR)*.

<sup>45</sup> ROCHA LIMA Jr, J. Princípios para ....., pag 14

Condição Econômica: O empreendimento gera resultado e este ganho deve ser aceitável pelo investidor dentro das alternativas que ele possui.

Composição Financeira: O investidor, ao entrar no empreendimento, imobiliza seus recursos líquidos por um prazo longo deixando de lado outras oportunidades. O fluxo de recebimento proporcionado pelo empreendimento deve ser adequado às necessidades do investidor.

Configuração de Estabilidade: O valor investido num empreendimento pode flutuar ao longo do período da operação do empreendimento. Um empreendedor, diferentemente de um especulador, preza um lastro estável para o seu investimento como forma de proteção.

Um bom modelo de avaliação de qualidade é aquele capaz de subsidiar a decisão dos investidores, fornecendo os indicadores de qualidade relacionados com os atributos acima mencionados, de forma neutra sem um padrão de qualidade e de risco pré-concebido, para que os investidores possam refletir seus julgamentos.

Dessa forma, um empreendimento de qualidade para um determinado investidor é aquele que apresenta capacidade de manter uma condição econômica aceitável, uma composição financeira sustentável e uma configuração de estabilidade validada na visão deste investidor.



### 6.2.3 Processo de Avaliação

A avaliação de qualidade de empreendimento insere-se num processo de simulação de seu comportamento e, conseqüentemente, do seu desempenho. Uma avaliação típica deste tipo segue os seguintes passos:

- 1) Conhecer o processo decisório de investidores para determinar os indicadores de qualidade mais adequados para dar sustentação ao modelo de avaliação a ser utilizado.
- 2) Desenvolver o modelo de avaliação de qualidade e de análise de risco que simule o comportamento do empreendimento e gere os indicadores no formato adequado para o processo decisório dos investidores.
- 3) Compor o cenário de análise, ou seja, estimar o andamento das variáveis comportamentais do ambiente externo e do interno do empreendimento, no período para o qual se vai avaliar o desempenho. Cabe lembrar que o cenário de análise varia conforme o investidor, dependendo da visão de cada um sobre o ambiente, o empreendimento e o risco.
- 4) Simular o comportamento do empreendimento à luz do cenário esperado por investidor, obtendo assim os indicadores de qualidade.
- 5) Proceder a análise de risco, estudando o comportamento do desvio de desempenho em função da variação do cenário, isto é, mede-se o comportamento

dos indicadores de qualidade, dada distorção provocada nas variáveis relativamente ao cenário esperado. Normalmente, o que se busca é o nível de resistência do negócio para degradação crescente do ambiente. Quanto menos sensível for o empreendimento para variações desfavoráveis do ambiente, mais seguro será o investimento.

#### **6.2.4 Horizonte Temporal de Empreendimento de Base Imobiliária**

Quando se avalia qualquer empreendimento ou projeto, um dos primeiros pontos a ser considerado é o horizonte de tempo dentro do qual focalizamos a vida do empreendimento ou do projeto. Essa consideração deve ser feita baseando-se na natureza do empreendimento ou do projeto. Quando há uma clara evidência do término do empreendimento, o avaliador focaliza sua análise nesse período imposto pelo próprio projeto. Exemplos disso seriam:

- exploração de uma atividade, baseada em concessão ou permissão, por prazo predefinido, ou
- atividade de mineração na qual a dimensão da jazida é conhecida, assim como o período de exaustão.

No entanto, na maioria dos casos de empreendimentos não se prevê um término da sua atividade. Por exemplo, quando se inicia uma nova indústria ou um estabelecimento comercial, o empresário deseja o crescimento e a continuidade da

sua empresa. Como avaliar este tipo de empreendimentos? Há basicamente duas abordagens em relação a este problema:

- elaborar um modelo de avaliação que represente a eternidade do empreendimento, ou
- focalizar o modelo sobre um período escolhido, arbitrando, neste caso, um valor final do empreendimento.

Em princípio ambas as abordagens são corretas, e cabe ao avaliador a escolha mais adequada ao objeto de avaliação.

No cotidiano dos profissionais da área financeira, encontram-se mais frequentemente o modelo de horizonte infinito, dada a sua larga aplicação na precificação de ação<sup>46</sup> e na avaliação<sup>47</sup> de empresas visando fusões e aquisições<sup>48</sup>. Nesse modelo, avalia-se o comportamento da empresa, através de projeção de dividendos, fluxo de caixa livre etc. até um determinado horizonte, dentro do qual é possível prever o comportamento das principais variáveis que afetam o desempenho da empresa, e a partir do fim deste horizonte “previsível” assumir um comportamento repetitivo até o infinito. Esse comportamento repetitivo pode ser constante, crescente ou decrescente, ou ainda uma combinação de dois ou mais períodos com um padrão de

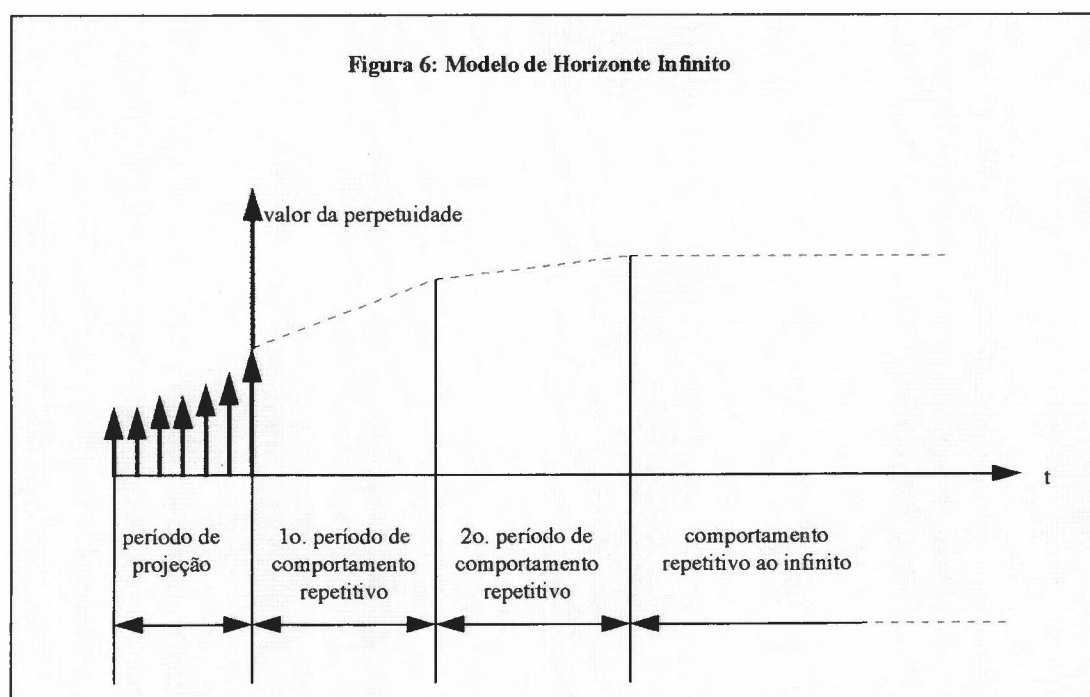
---

<sup>46</sup> HAUGEN, Robert A. Modern Investment Theory; Prentice Hall, 3a. ed, 1993

<sup>47</sup> A expressão mais precisa é “determinação do valor econômico de empresas” e não “avaliação”. Em inglês, a diferença é mais clara: *Evaluation* vs *Valuation*. Alguns autores adotam o neologismo em português “Valoração” seguindo a palavra inglesa *Valuation*.

<sup>48</sup> COPELAND, Tom, KOLLER, Tim e MURRIN, Jack; Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies; McKinsey & Company, Inc; Wiley, 2a. Ed, 1996

comportamento diferente. O componente do valor da empresa representado por essa projeção ao infinito recebe o nome de *valor da perpetuidade* ou *valor da continuidade*, que vem a ser o valor presente líquido do fluxo infinito de dividendos, de fluxo de caixa ou de qualquer outro valor que se queiram mensurar. A Figura 6 abaixo ilustra os conceitos desse modelo.



Qual seria o modelo mais apropriado para os empreendimentos de base imobiliária? Para responder a esta questão, iremos analisar o comportamento genérico desse tipo de empreendimentos.

Os empreendimentos de base imobiliária, tais como *shopping centers* e hospitais, têm nos imóveis a base de sua sustentação não somente funcional, mas também mercadológica. Isto significa que um *shopping center* deve ter o imóvel que permita

o cumprimento da sua função, que é atrair consumidores para o comércio varejista. Para isso, ele deve ter uma estrutura para acomodar lojas e consumidores, formada por espaços para lojas, áreas de circulação, estacionamento, escadas, etc. que devem funcionar adequadamente para cumprir a missão do imóvel. Essa estrutura, como qualquer imóvel, deteriora com o tempo e deve receber manutenções ou atualizações constantes para manter o mesmo nível de funcionalidade.

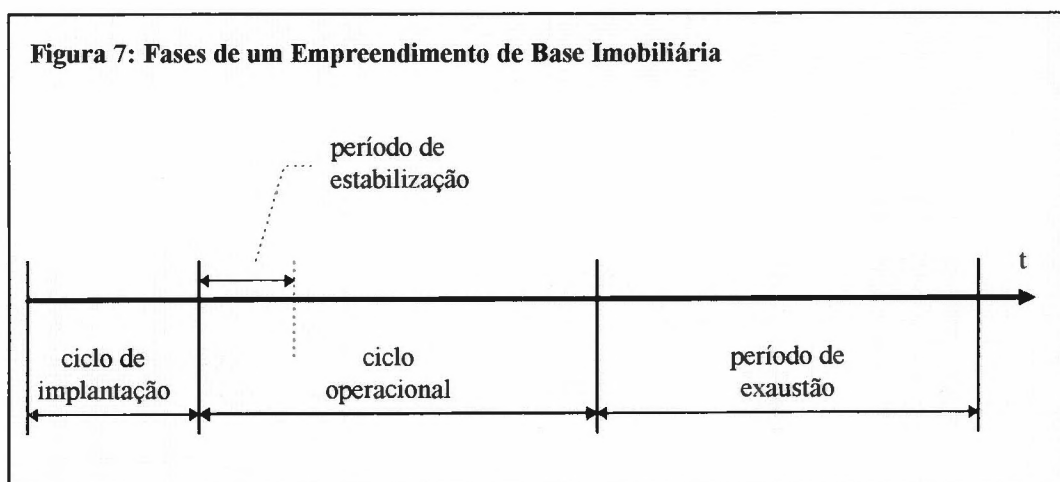
Mas por outro lado, um *shopping center* está inserido num contexto de mercado, que evolui no decorrer do tempo. A configuração típica de um *shopping center* há 15 ou 20 anos atrás é bem diferente da configuração atual. Atualmente, um *shopping center* que não oferecer, além das lojas, outras características de atração de consumidores, tais como grande área de alimentação, diversão, serviços, espaço cultural etc. não será competitivo diante de novos concorrentes. Portanto, os *shopping centers* em geral devem passar por um processo de *reciclagem* periódica para se adequarem às novas exigências do mercado se quiserem manter o desempenho do passado<sup>49</sup>. Essa reciclagem implica numa reforma mais profunda e requer uma massa maior de recursos para ser realizada do que a atualização funcional mencionada no parágrafo anterior.

---

<sup>49</sup> Na região de Grande São Paulo onde se concentra um grande número de *shopping centers*, esse processo é muito visível. O Shopping Iguatemi passou por uma grande reciclagem no início de 90, na qual aumentou a capacidade de estacionamento, renovou a fachada e a entrada principal, instalou a área de alimentação e contruiu mais 3 cinemas. O Shopping Ibirapuera também renovou a fachada e agregou a chamada “área de mercado” na mesma época. Quase todos os shoppings mais antigos dessa região passaram ou estão passando pelo processo de reciclagem.

Essa ilustração sobre *shopping center* pode ser estendida com segurança para outros empreendimentos de base imobiliária<sup>50</sup>.

Tendo esse entendimento sobre a característica particular de empreendimentos de base imobiliária - diferenciação entre *atualização funcional* constante e *reciclagem* - é recomendável que não se use o modelo de horizonte infinito para este tipo de empreendimento. O modelo recomendado para avaliação dos empreendimentos de base imobiliária é ilustrado na Figura 7 abaixo.



- Ciclo de implantação: é o período em que os recursos investidos são convertidos em ativo real, ou seja, em imóveis que serão a base do empreendimento.
- Ciclo operacional: é o horizonte no qual o empreendimento encontra-se em operação plena mantendo o padrão de rendimento planejado, desde que uma

<sup>50</sup> Por exemplo, um prédio de escritórios com 20 anos de idade precisaria de uma reciclagem para competir com os novos prédios inteligentes. Neste caso, a reciclagem envolveria a instalação de ar-condicionado central, de um sistema de segurança inteligente, construção de salas de conferência etc. Os hospitais modernos oferecem, além dos serviços médico-hospitalares mais atualizados, comodidades para visitantes e acompanhantes, tais como, amplo estacionamento, área de descanso e restaurantes confortáveis.

parte do rendimento seja reinvestida visando atualizações funcionais do empreendimento. É o período mais produtivo em termos de retorno de investimento.

- Período de estabilização: é o período de transição, dentro do Ciclo Operacional, durante a qual o empreendimento amadurece e entra em regime.
- Período de exaustão: é um segundo ciclo de operação em regime e inicia logo após o término do primeiro ciclo operacional, quando o empreendimento receberá investimentos necessários para reciclagem.

#### **6.2.5 Indicadores de Qualidade de Empreendimento de Base Imobiliária**

Uma vez definido o horizonte da avaliação, passemos a discutir os indicadores de qualidade que refletem os seguintes atributos : (A) condição econômica, (B) composição financeira e (C) configuração de estabilidade.

##### **A. Condição Econômica**

A condição econômica de um empreendimento é medida através da comparação dos retornos financeiros obtidos com os investimentos feitos. A metodologia dessa medição varia conforme a fase do empreendimento.

## NO CICLO DE IMPLANTAÇÃO

Nesse período, a massa de recursos líquidos de investidor transforma-se paulatinamente em imóveis e em equipamentos, isto é, há um processo de imobilização tendo no final do período um *empreendimento pronto para operar*. Não há, de fato, um retorno financeiro para ser medido neste período, e o esforço de empreender que deve ser medido é o de transformar uma massa de recursos em algo com potencial de gerar riquezas no futuro imediato. Portanto, o indicador de qualidade deve ser aquele que mede a capacidade de alavancar o investimento em algo de maior valor.

Mesmo abstraindo qualquer efeito de inflação e conseqüente desvalorização monetária, é esperado, do ponto de vista conceitual, que valor de um *empreendimento pronto para operar* seja maior do que a soma dos investimentos feitos no período de implantação, pois, no final deste período não há mais risco de construção civil e outros riscos de implantação que havia no início e durante o período. Portanto, a comparação entre o valor do *empreendimento pronto para operar (EPO)* e a soma dos investimentos feitos para obter este *EPO* é a idéia básica do indicador de qualidade desse período.

No entanto, deve-se lembrar de que o investidor dispõe de outras alternativas de investimento além do empreendimento em questão. Portanto, a comparação deve se dar entre o valor do *empreendimento pronto para operar* e o valor de um



investimento alternativo, ou seja, o saldo que o investidor teria no final do período de implantação se ele tivesse investido numa outra alternativa.

Segue-se, então, uma discussão em torno de qual deveria ser este investimento alternativo. O professor Rocha Lima sugere<sup>51</sup> um investimento de risco desprezível do ponto de vista do investidor. Investindo o mesmo fluxo de recursos nesta alternativa de “risco zero”, o empreendedor teria um montante de riqueza chamada de *Nível de Exposição do Investidor* frente ao empreendimento, que é na verdade o custo de oportunidade deste investidor.

Uma outra forma de aferir a qualidade do empreendimento nesta fase seria considerar uma alternativa de investimento que apresentasse o mesmo nível risco, e não o risco zero. Seria uma forma interessante de mensurar, em bases comparativas, a capacidade de selecionar empreendimento de maior potencial de alavancagem e a eficiência no processo de imobilização, isto é, projeto, construção, instalação de equipamentos e outras atividades pré-operacionais. Embora esta alternativa seja conceitualmente interessante, é pouco prática na realidade, dada a dificuldade de se determinar a taxa de retorno de um investimento alternativo de igual risco.

Há um aspecto interessante que merece atenção na taxa de investimento a risco zero ou desprezível. Mais uma vez temos um componente subjetivo na determinação desta

---

<sup>51</sup> ROCHA LIMA Jr, J. Princípios para ....., pag 37

taxa, pois, o risco deve ser considerado nulo ou desprezível do ponto de vista do investidor, e não do mercado ou do analista que faz o estudo<sup>52</sup>.

Isto posto, a indicação da qualidade deve ser obtida comparando, então, o valor do *empreendimento pronto para operar* com o *nível de exposição do investidor*, não mais com a soma dos desembolsos feitos durante o ciclo de implantação. A forma mais adequada de expressar esse indicador é através do **grau de alavancagem** obtida no ciclo de implantação, ou seja,

$$ALV_0 = \frac{VOI_0}{EXP_0}$$

onde,  $ALV_0$  é a alavancagem no ciclo de implantação

$VOI_0$  é o valor do *empreendimento pronto para operar*

$EXP_0$  é o *nível de exposição do investidor* no momento em que o empreendimento está pronto para operar

- O valor do *empreendimento pronto para operar* ( $VOI_0$ ) é arbitrado como sendo quanto um investidor não aparente avesso ao risco pagaria pelo empreendimento naquele momento
- O *nível de exposição do investidor* ( $EXP_0$ ) é calculado através de:

---

<sup>52</sup> Uma discussão sobre “investimento livre de risco”, “investidor avesso ao risco” e “investidor neutro em relação ao risco” pode ser vista nos livros Modern Investment Theory de HAUGEN, Robert, páginas 136-142 e Financial Management: Theory and Practice de BRIGHAM, Eugene F. e GAPENSKI, Louis C., página 104

$$EXP_0 = \sum_{k=0}^{pi} I_k (1 + cop_i)^{(pi-k)}$$

onde,

$I_k$  representa cada desembolso feito por investidor

$cop_i$  é custo de oportunidade definido pelo investidor

$pi$  é prazo para implantação

$k$  é contador de tempo

A alavancagem pode ser medida também em termos de **taxa de alavancagem** ( $t_{AL}$ ), que é expressa como sendo:

$$(1 + t_{AL})^{pi} = \frac{VOI_0}{EXP_0}$$

### NO CICLO OPERACIONAL

No ciclo operacional, o ganho econômico é medido por dois indicadores: **Taxa Média de Rentabilidade (TMR)** e **Taxa de Retorno (TRR)**.

#### **a) Taxa Média de Rentabilidade**

Durante o ciclo operacional, o empreendimento gera periodicamente resultados líquidos que ficam a disposição dos investidores, que podemos chamar de *Resultado Operacional Disponível (RODi)*. Este resultado é um pouco diferente do que

normalmente se chama de Fluxo de Caixa Livre, pois, já é líquido de uma reserva de recursos que deve ser constituída para garantir a manutenção da capacidade funcional do empreendimento até o final do ciclo operacional.

Essa capacidade de geração de resultados deve ser comparada com o valor do investimento feito representado pelo *nível de exposição do investidor* ( $EXP_0$ ), e não pela simples soma dos desembolsos realizados durante o ciclo de implantação.

Então, a Taxa Média de Rentabilidade (TMR) é medida através da expressão:

$$TMR = \frac{\sum_{k=1}^{ciclop} RODi_k}{EXP_0 \cdot ciclop}$$

onde,  $RODi_k$  representa o resultado operacional disponível a cada período  $k$  do ciclo operacional de prazo **ciclop**.

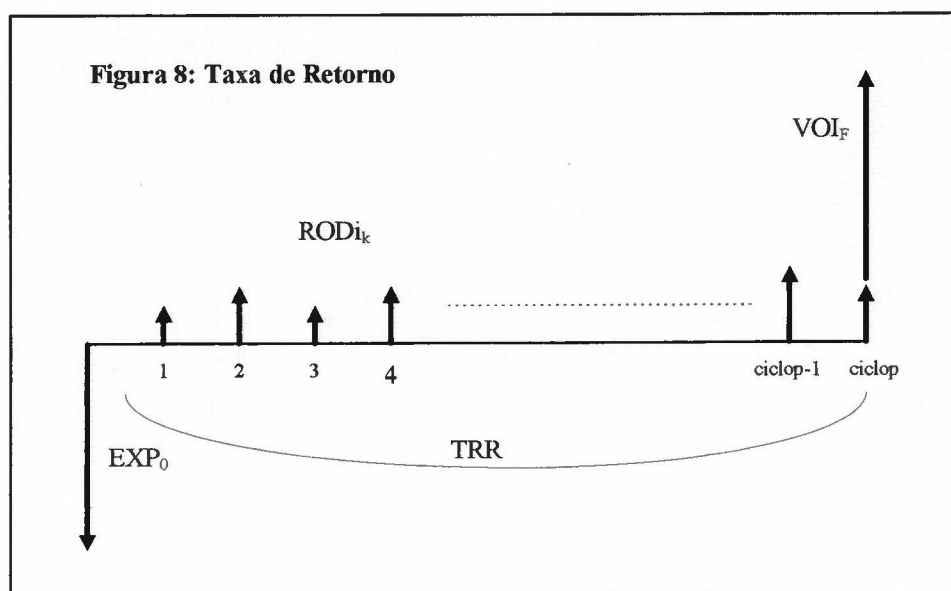
Caso o investidor adquira o empreendimento pronto para operar em vez de construir, o fluxo de  $RODi$  será comparado com o valor da compra ( $VOI_0$ ), e não mais com  $EXP_0$ . Então,

$$TMR = \frac{\sum_{k=1}^{ciclop} RODi_k}{VOI_0 \cdot ciclop}$$

A TMR mede a capacidade do empreendimento proporcionar rendas periódicas para o investidor, uma característica apreciada por investidores com perfil de Fundos de Pensão que precisam de um fluxo de renda durante o período de investimento para suas necessidades de pagamentos de benefícios. No entanto, como a TMR se baseia no  $EXP_0$ , que é o *nível de exposição do investidor no início* do ciclo operacional, analisando somente a TMR não se tem a noção do que ocorre com o valor do empreendimento ao longo do ciclo operacional. Uma alta TMR pode não significar um bom empreendimento se ao final do ciclo operacional o valor do negócio, que é o lastro do investidor, estiver degradado. Isso requer um outro indicador: Taxa de Retorno.

#### b) Taxa de Retorno

É a taxa interna de retorno de um fluxo como mostra a Figura 8 abaixo.



Neste fluxo,  $VOI_F$  representa o valor do empreendimento no final, portanto, a Taxa de Retorno é um indicador que computa a devolução do principal do investimento. A TRR é a taxa que satisfaz a expressão:

$$EXP_0 = \frac{VOI_F}{(1 + TRR)^{ciclop}} + \sum_{k=1}^{ciclop} \frac{RODi_k}{(1 + TRR)^k}$$

Dado o longo período envolvido normalmente em empreendimentos de base imobiliária (15 a 25 anos), a estimativa do  $VOI_F$  não é precisa. Assumir simplesmente que o empreendimento mantenha o seu valor inicial até o final do ciclo operacional por conta de reinvestimentos não é um critério seguro porque o ambiente pode mudar, e isso é uma variável difícil de ser computada com precisão numa análise. É recomendável, portanto, que trate o  $VOI_F$  como uma variável e faça uma análise de sensibilidade do indicador em função das alterações do  $VOI_F$ .

## B. Composição Financeira

O segundo atributo a ser avaliado é a composição financeira do empreendimento. O empreendimento apresenta uma composição financeira sustentável se o fluxo de desembolso no período de implantação e o fluxo de rendimento ou de desembolso, caso exista algum, forem compatíveis com os interesses e as necessidades dos investidores.

### NO PERÍODO DE IMPLANTAÇÃO

Neste período, prevê-se um fluxo de desembolsos para implantar o empreendimento, e cabe ao empreendedor viabilizar o aporte de recursos necessários buscando diferentes investidores e usando diferentes veículos. Portanto, conceitualmente não existe um empreendimento que seja bom ou mau em si para o efeito de conformação de fluxo de investimentos requeridos com o fluxo de disponibilidades de recursos. O que existe é uma maior ou menor adaptação da capacidade de um dado investidor ao fluxo exigido, e não há um indicador genérico que meça isso de forma sistemática.

Poder-se-ia questionar se um melhor planejamento de implantação que facilitasse *funding* ou que melhorasse a rentabilidade do empreendimento não seria uma qualidade do empreendimento a ser avaliada no atributo Composição Financeira. A resposta é que uma melhor ou pior conformação nesse sentido iria afetar em última análise a Condição Econômica do empreendimento, sensibilizando os indicadores já discutidos anteriormente.

### NO CICLO OPERACIONAL

Durante o ciclo operacional, os seguintes aspectos são relevantes, na visão financeira, para aferir a qualidade de um empreendimento:

- ❑ Um bom empreendimento é aquele capaz de prover rendimentos esperados pelos investidores e repagar os credores sem requerer novos aportes de capital para atender o objetivo empresarial inicial. Esta qualidade é verificada examinando o equilíbrio entre a capacidade de geração de resultados e as exigibilidades.
- ❑ A qualidade financeira de um empreendimento pode ser refletida em prazo de recuperação do investimento (*pay-back*), ou seja, mede-se o prazo necessário para um investidor recompor sua massa de recursos líquidos somente usando os rendimentos recebidos do empreendimento. Como o investidor deixou de aproveitar outras oportunidades durante o período em que o seu recurso ficou imobilizado no empreendimento, o cálculo do *pay-back* deve considerar essa taxa de oportunidade, que o prof. Rocha Lima chama de Taxa de Atratividade. Ele diz “A taxa de atratividade corresponde à menor taxa de retorno que o empreendedor espera obter e que será por ele imposta, em função de como estabelece os seus limites de risco....”, e prossegue afirmando “Não cabe ao planejador definir taxa de atratividade, mas, arbitrará-la, quando fizer o papel do Investidor Universal Averso a Risco.”

Dessa forma o prazo de *pay-back* é aquele que satisfaz a expressão:

$$EXP_0 = \sum_{k=1}^{pb} \frac{RODi_k}{(1 + Tat)^k}$$

onde, **Tat** é taxa de atratividade

**pb** é o prazo de *pay-back*



- Dependendo da situação particular de cada investidor, haverá necessidade de analisar o fluxo de rendimento, não somente no ambiente desse empreendimento, mas dentro do portfolio maior deste investidor, verificando o relacionamento de vários investimentos que ele possui. Este aspecto não representa uma qualidade intrínseca e isolada de um empreendimento, porém, é um fator relevante de decisão do ponto de vista de investidores.

### c) Configuração de Estabilidade

Este atributo está relacionado com a segurança de que o valor investido num empreendimento tenha sua contrapartida real e do mesmo valor ou superior, representado por um indicador chamado de *lastro* (*LAS*).

Conforme já vimos anteriormente, o momento inicial do ciclo operacional, o lastro é medido por:

$$LAS_0 = \frac{VOI_0}{EXP_0}$$

onde,  $VOI_0$  é o valor do *empreendimento pronto para operar* e

$EXP_0$  é o *nível de exposição do investidor* naquele momento.

Um investidor entra num empreendimento porque acredita que a taxa de retorno do empreendimento (TRR) seja maior do que a taxa de atratividade ( $Tat$ ) que ele dispõe.

Lembrando que a taxa de retorno é configurada pelos rendimentos (RODi) que o investidor recebe ao longo do ciclo operacional, pode-se prever que os RODi descontados à taxa de atratividade do investidor, irão reduzir o valor da exposição inicial  $EXP_0$ . Portanto  $EXP_k$ , sendo  $k$  qualquer período dentro do ciclo operacional, será sempre menor do que  $EXP_0$ , até o momento de atingir o prazo de *pay-back*, quando então  $EXP_k = 0$ . A partir deste momento, o investidor já recuperou todo o investimento feito e o lastro não faz mais sentido. Esse raciocínio pode ser verificado examinando a seguinte expressão que define o valor do  $EXP_k$ :

$$EXP_k = EXP_0(1 + Tat)^k - \sum_{q=1}^k RODi_q (1 + Tat)^{k-q}$$

A expressão mostra que  $EXP_k$  é decrescente, uma vez que RODi é gerado a uma taxa (TRR) maior do que a taxa de atratividade (Tat). Quando  $k$  atingir o prazo de *pay-back*,  $EXP_k$  será zero.

Por outro lado, embora matematicamente possível, na prática é improvável que o valor do empreendimento  $VOI_k$  no momento  $k$  venha a degradar num ritmo mais acelerado do que a redução da  $EXP_k$ . De fato, o professor Rocha Lima afirma “... os empreendimentos tendem a ter valor estabilizado, crescente, ou, decrescente num gradiente bastante baixo, enquanto  $EXP_k$  vai decrescendo relativamente a  $EXP_0$ ”.

Portanto, sendo o lastro em qualquer momento expresso por  $LAS_k = \frac{VOI_k}{EXP_k}$ , este sempre será maior do que o lastro inicial  $LAS_0$ , o que garante a estabilidade.

### 6.2.6 Metodologia de Avaliação

#### a) Premissas

Um empreendimento típico de base imobiliária envolve duas grandes fases: implantação e operação. A fase de implantação é caracterizada por:

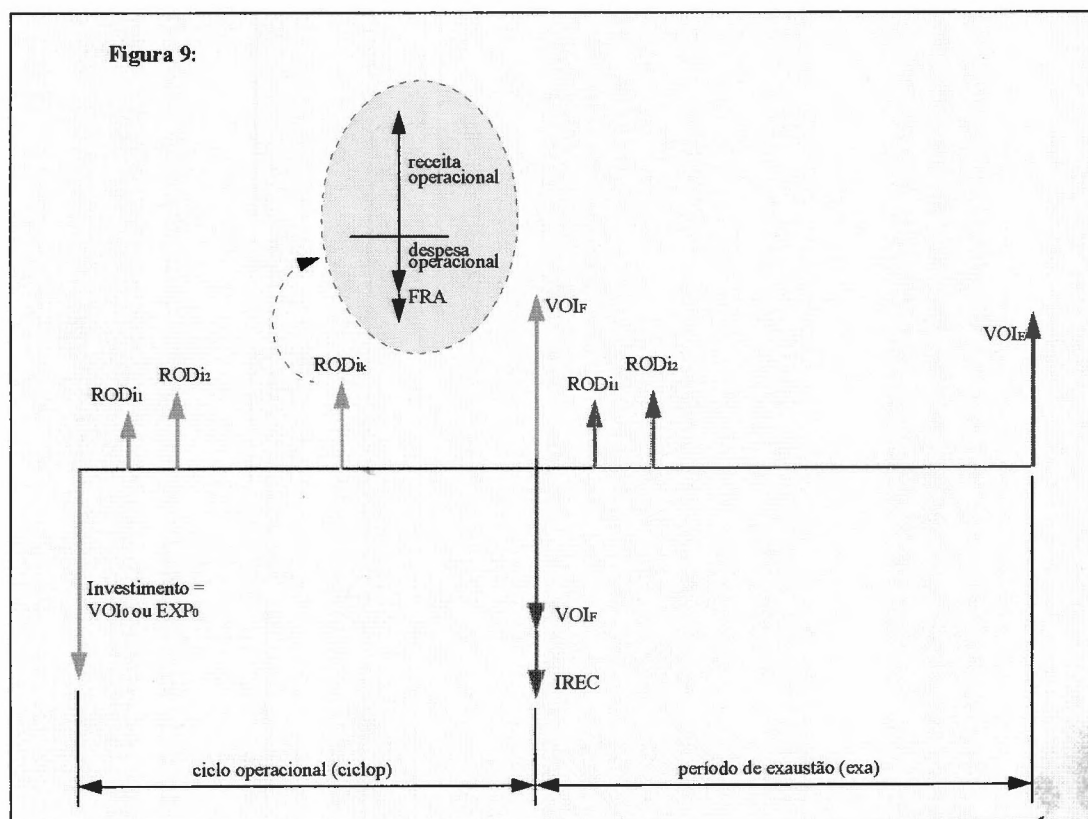
- duração muito mais curta, comparada com a de operação
- cenário cuja arbitragem pode ser estabelecida com menor nível de risco, devido a seu curto horizonte
- fluxo concentrado de desembolsos
- somente atividades de imobilização

Embora a fase de implantação não seja menos importante, dadas as características mencionadas, a sua avaliação obedece técnicas mais conhecidas cujos fundamentos já foram abordados na seção anterior (alavancagem, custo de oportunidade etc.). Apoiado nessa consideração, a metodologia a ser abordada refere-se à fase de operação. Sendo assim, não se deve tomar o valor do investimento inicial no ciclo operacional como sendo a  $EXP_0$  já que este representa os valores investidos durante o ciclo de implantação. Para a nossa avaliação - na fase de operação - investir significa comprar um empreendimento pronto para operar por um preço para obter retornos resultantes da operação deste empreendimento, tendo como o lastro o imóvel.

Caso se queira avaliar a qualidade do empreendimento no ciclo operacional do ponto de vista do empreendedor que iniciou o projeto, e não do ponto de vista do comprador do empreendimento pronto para operar, assume-se o valor do investimento sendo igual ao nível de exposição ( $EXP_0$ ), e procede-se a mesma análise.

### b) Fluxo Básico

A Figura 9 abaixo mostra um fluxo típico de um empreendimento de base imobiliária que será o ponto de partida para a nossa discussão:



i) Investimento (Preço ou  $EXP_0$ )

É o montante de recursos que o investidor está disposto a pagar à vista para ter o empreendimento pronto para operar no início do ciclo operacional. Caso o pagamento for a prazo, não se deve abater das parcelas os valores dos rendimentos futuros do empreendimento para mostrar o investimento “líquido”, pois estes valores têm riscos e custos de oportunidade diferentes.

ii) Resultado Operacional Disponível no Ambiente do Empreendimento (RODi)

É o rendimento líquido gerado pelo empreendimento que fica à disposição dos investidores. É o montante que pode ser retirado do empreendimento sem afetar a capacidade de geração dos futuros RODis. Como mostra a Figura 8, o RODi é o resultante da soma algébrica da receita operacional bruta, despesas conexas e um fundo de reserva para cobrir a contínua atualização da capacidade operacional e física do empreendimento, denominado de Fundo para Reposição de Ativos.

iii) Fundo para Reposição de Ativos (FRA)

É uma reserva de recursos destinada a manter a base imobiliária e seus acessórios operacionais assim como o sistema de gestão do empreendimento para que este empreendimento mantenha a capacidade de gerar resultados compatíveis com os padrões originais previstos no projeto. É recomendável que a formação desse fundo esteja garantida independentemente das decisões

circunstanciais dos investidores, para que o desempenho do empreendimento seja protegido das interferências dos investidores. O FRA deve ser calibrado parametricamente em relação à receita e não em relação ao resultado do empreendimento. Caso contrário, a constituição do FRA ficaria afetada pela qualidade de gestão refletido nas contas de despesas, correndo-se risco de não formar o FRA, ou formá-lo deficientemente. Parametrizar o FRA em função da receita é uma proteção que se dá ao empreendimento em relação ao seu sistema gerencial.

iv) Valor do Empreendimento no Final do Ciclo Operacional ( $VOI_F$ )

É aquele que um outro investidor avesso a risco estaria disposto a pagar pelo empreendimento no final do ciclo operacional, disposto a investir os recursos necessários para reciclagem do empreendimento e ter uma operação segura e rentável durante o período de exaustão. Este investidor terá um histórico de rendimento do empreendimento constatado durante o ciclo operacional sobre o qual poderá basear a sua expectativa de comportamento futuro. Para o efeito de análise, deve-se arbitrar o  $VOI_F$  tendo como base a idéia de que o  $VOI_F$  será sustentado por  $RODi$  do período de exaustão a um custo de oportunidade e que o valor do empreendimento no final do período de exaustão deverá permitir os novos investimentos de reciclagem.

v) Ciclo Operacional (ciclop)

É o período dentro do qual o empreendimento consegue manter um padrão

de desempenho compatível com as expectativas do cenário esperado, tendo seus ativos atualizados com os recursos do Fundo para Reposição de Ativos. O prazo deve ser arbitrado com base nos empreendimentos e imóveis semelhantes, e não ser imposto ou manipulado para atingir o resultado desejado da avaliação.

vi) Investimentos para Reciclagem (IREC)

São investimentos necessários para que o empreendimento retome a sua capacidade plena de geração do RODi nos padrões de desempenho original. O professor Rocha Lima alerta que *“Não há lógica em pretender calcular este valor no momento ‘zero’ da análise, de forma que o que se pratica com o indicador IREC é um teste de capacidade de suporte. Esse teste se prende a comparar o valor do imóvel no início do ciclo ( $VOI_0$ ), devidamente ajustado para o final do ciclo, com o máximo IREC que seria possível considerar, levando em conta as taxas de atratividade e custo de oportunidade arbitrados para o período de exaustão e a manutenção do RODi, sem quebras de desempenho. Quanto maior a relação entre IREC máximo viável e  $VOI_0$  ajustado mais seguro será usar esta metodologia sem alteração, porque essa relação é uma medida de segurança. Caso a relação seja baixa, deveremos arbitrar uma condição satisfatória para IREC e abater a diferença do valor de  $VOI_F$  .....”*.

**vii) Período de Exaustão**

É o segundo período de operação do empreendimento devidamente reciclado. A sua extensão deverá ser calibrada com base nos estudos dos empreendimentos semelhantes.

A avaliação de qualidade do empreendimento para finalidade de securitização está focada no ciclo operacional, e eventualmente no período de implantação. Portanto para o efeito de análise de retorno vs. investimento, o fluxo que deve ser considerado é o do ciclo operacional, marcado de cor azul na Figura 9. O período de exaustão é considerado apenas para a finalidade de aferir o  $VOI_F$ .

**c) Estrutura da Análise**

Para atender o objetivo da avaliação de qualidade, o modelo deverá mostrar os indicadores de qualidade num cenário esperado e em seguida mostrar a deformação do comportamento em função da variação do cenário. Para isso, os esforços de análise devem ser dirigidos para os seguintes aspectos:

- ☐ Estimar o desempenho do empreendimento, representado pelo RODi anual no período do ciclo operacional. Isto significa avaliar a capacidade operacional do empreendimento inserido no cenário esperado. Para isso será necessário estimar a geração de receitas e os custos operacionais, além de calibrar o Fundo para



Reposição de Ativos. É necessário, também, estimar o período de estabilização que o empreendimento precisa para entrar no regime.

- ☐ Calcular os indicadores para avaliação financeira: nível de investimentos exigidos, financiamentos, capacidade de recuperação de investimentos (*pay-back*) e capacidade de repagamento de financiamentos.
- ☐ Calcular os indicadores econômicos: o nível de exposição do investidor no início do ciclo operacional ( $EXP_0$ ), Taxa Média de Rentabilidade (TMR) e Taxa de Retorno (TRR).
- ☐ Cálculo do valor arbitrado do investimento ( $VOI_0$  e  $VOI_F$ ).
- ☐ Cálculo do indicador de estabilidade: lastro  $LAS_0$ , e se o *pay-back* não aconteça dentro do ciclo operacional calcular também o lastro do final do ciclo operacional,  $LAS_{ciclop}$ .
- ☐ Cálculo dos indicadores de segurança no caso de quebra de mercado, isto é, na hipótese de ocorrência de uma degradação do meio ambiente. Na verdade verifica-se o desvio dos indicadores acima mencionados em relação à degradação do meio ambiente.
- ☐ Cálculo dos indicadores de segurança no caso de quebra de desempenho, isto é, na hipótese de ocorrência de uma degradação da capacidade de gestão do empreendimento. De forma análoga ao item anterior, verifica-se a distorção dos

indicadores de qualidade em função da degradação da capacidade de gestão do empreendimento.

## **6.3 Formatação do TIBI**

### **6.3.1 Missão do TIBI**

Para estudar a formatação de TIBI, vale recapitular alguns conceitos já discutidos nos capítulos anteriores. O primeiro ponto é que a existência de um TIBI deve-se a duas razões:

- i) ser instrumento de mobilização de fundos para um empreendimento de base imobiliária
- ii) servir de veículo de investimento em empreendimento de base imobiliária, sem as inconveniências de investimento direto

A criação de um TIBI pode ser motivada da necessidade de levantar recursos para um projeto de empreendimento ou pode ter sua origem na necessidade de criar um veículo para escoar uma massa de recursos disponível para investimento no setor imobiliário. No primeiro caso, o empreendedor é quem toma a iniciativa e, no segundo, o investidor. Seja qual for a motivação, o TIBI existe para unir essas duas pontas.

O empreendedor tem suas necessidades e restrições, assim como o investidor tem as suas. Em muitos aspectos, esses interesses e necessidades chegam a ser antagônicas, mas que devem ser acomodadas num mesmo empreendimento através do TIBI. O empreendimento, aliás, é o terceiro elemento que deve ter a independência própria como a entidade responsável pela geração de riqueza.

Formatar um TIBI significa, portanto, conformar as características de tal forma que os interesses e as restrições dos empreendedores e investidores sejam acomodados num único instrumento vinculado a um empreendimento de base imobiliária.

O estudo de formatação do TIBI que se segue está focado na situação em que o TIBI é criado para viabilizar fundos para um determinado empreendimento, o que tem sido o caso mais freqüente no nosso mercado.

### **6.3.2 Necessidades a serem atendidas**

#### **a) Empreendedor**

O objetivo primário do empreendedor é obter fundos no montante requerido e disponíveis no tempo certo para viabilizar financeiramente o seu empreendimento. O empreendimento para qual se deseja mobilizar fundos, isto é, o objeto de securitização pode ser de diferentes tipos. Os principais tipos verificados são os seguintes:

- Empreendimento novo, podendo o empreendedor requerer fundos desde o início do projeto, portanto, para implantação e operação, ou somente para o empreendimento pronto para operar.
- Empreendimento já existente com maior ou menor extensão de histórico de desempenho.
- Expansão de um empreendimento já existente, por exemplo, construção de um novo prédio para aumentar a capacidade de internação e de diagnóstico num hospital existente, ou, construção de centro de convenções anexo a um hotel já existente.
- Empreendimento composto por uma sequência de vários empreendimentos menores, por exemplo, um projeto de construção de um centro empresarial composto de vários prédios que irão entrar em operação em momentos diferentes.

Cabe ao estruturador formatar o TIBI que dê a resposta adequada para as necessidades do empreendedor envolvido em diferentes tipos de empreendimento.

#### **b) Investidor**

As necessidades do investidor variam de intensidade conforme o perfil de cada um, mas em geral todos têm interesse nos seguintes pontos.

❑ Auferir uma rentabilidade que justifique o investimento e a decisão tomada diante das outras alternativas e que proporcione a proteção do valor do seu patrimônio financeiro. Muitos investidores, notadamente os que administram os recursos dos terceiros como Fundos de Pensão ou fundos mútuos de investimento, precisam atender um patamar mínimo de rentabilidade para os recursos administrados. Em alguns casos, a garantia de uma rentabilidade mínima é recomendável para atrair esse tipo de investidores.

❑ Obter um fluxo de rendimento que recupere a capacidade de investimento. Considerando que, ao investir num empreendimento de base imobiliária, o investidor imobiliza seus recursos líquidos por um tempo longo, há várias considerações em favor do recebimento de rendimentos periódicos, conforme citadas abaixo:

- Existem investidores que precisam de caixa para fazer frente a um programa permanente de desembolsos, como, por exemplo, pagamento de benefícios aos associados de fundos de pensão.
- Receber rendimentos ao longo do ciclo operacional do empreendimento significa reduzir paulatinamente o nível de exposição, ou seja, reduz os riscos do investidor no empreendimento.
- Com capacidade de investimento recuperada, os investidores podem fazer outros investimentos. No nível teórico, pode-se dizer que nem sempre a retirada de rendimento é uma situação desejada. Se a rentabilidade do

empreendimento for superior às outras alternativas disponíveis, os investidores prefeririam deixar os rendimentos reinvestidos no próprio empreendimento em vez de retirá-los. Mas na prática, um empreendimento de base imobiliária securitizado reúne normalmente vários investidores com interesses e necessidades diversas, o que dificulta um consenso em torno de reinvestimento. Neste caso, a solução adequada, do ponto de vista do empreendimento, é a distribuição dos rendimentos para todos os investidores, deixando a questão do reinvestimento ser decidida individualmente fora do ambiente do empreendimento. Assim, quem quiser reinvestir poderá fazê-lo através de aquisição de títulos dos outros investidores do mesmo empreendimento ou então expandir o negócio via uma nova securitização.

❑ Ter a segurança em relação aos seguintes pontos:

- aderência do desempenho do empreendimento aos padrões estabelecidos no início
- lastro do valor que permanece investido no empreendimento e acesso a este lastro
- estabilidade da rentabilidade em hipótese de quebra do ambiente ou do sistema de gestão

- ❑ Assegurar independência e individualidade de decisão, não ficando “preso” ao grupo de empreendedores e/ou outros investidores contra sua vontade.
- ❑ Ter um ativo de fácil negociação no mercado secundário<sup>53</sup>.
- ❑ Há um aspecto circunstancial do momento atual e restrito aos fundos de pensão brasileiros, que é o problema de enquadramento dos seus ativos aos limites técnicos previstos pelo Banco Central na Resolução no. 2324 de 30/10/96. Há um grande interesse desses fundos em trocar de posição, ou seja, diminuir o investimento nos imóveis e migrar para aplicações financeiras. Alguns fundos preferem se manter a posição em determinados imóveis alterando apenas o veículo de investimento. Nesses casos, a securitização é uma boa solução, pois, os fundos podem ter os mesmos empreendimentos, mas agora, como debenturistas em vez de proprietários.

### **c) Empreendimento**

O empreendimento deve ser considerado como uma entidade independente, e seus interesses também devem ser considerados na formatação de um TIBI. São eles:

---

<sup>53</sup> O mercado secundário é onde se negocia os títulos já subscritos, diferentemente do mercado primário que é formado pelas ofertas públicas de lançamento de títulos.

- ❑ Assegurar o reinvestimento, no sentido de atualização dos seus imóveis e acessórios, para que o empreendimento possa manter a capacidade operacional em linha com os padrões estabelecidos no início do projeto.
- ❑ Garantir a estabilidade da missão e dos objetivos do empreendimento, assim como da forma de seu relacionamento com os investidores e empreendedores, não sendo afetado pelas maiorias circunstanciais que podem se formar ao longo do ciclo operacional.
- ❑ Manter, preferencialmente, a baixa volatilidade dos recursos aportados, no sentido de não serem exigidos antes do empreendimento atingir a capacidade de repagamento ou não serem exigidos no tempo imprevisível.

### **6.3.3 Formatação do TIBI**

O estruturador deverá desenhar o TIBI de tal forma que ele cumpra o objetivo de mobilização de fundos, atendendo às necessidades acima mencionadas, dentro de um mercado que oferece opções de investimento concorrentes.

Vale lembrar que a avaliação de qualidade do empreendimento é feita sob ótica de um investidor típico, avesso ao risco e não presente na avaliação, cujo padrão de comportamento é estimado pelo analista do estudo. Portanto os indicadores de qualidade devem ser refletidos no cenário esperado e no perfil de cada investidor que



o avalia. Já o processo de desenho do TIBI deve estar inserido no contexto de *marketing*, no sentido do TIBI em questão estar concorrendo com outras alternativas de investimento disputando provavelmente os mesmos investidores. Isto significa que o estruturador deve identificar o público-alvo do seu TIBI, e desenhar o título atraente para esses investidores à luz dos indicadores de qualidade refletidos no cenário dos investidores. Nunca o estruturador conseguirá reproduzir exatamente o mesmo cenário imaginado pelos investidores, mas é sempre possível estimar com proximidade a visão e os interesses do público-alvo<sup>54</sup>.

É bom reforçar que o estruturador jamais poderá alterar os parâmetros da avaliação do empreendimento para tornar o TIBI mais atraente, correndo um sério risco de criar um TIBI insustentável na prática. Eventuais pontos frágeis do empreendimento deverão ser cobertos com a introdução de compensações, de ordem financeira ou “burocrática”.

O desenho do TIBI se faz tanto no nível econômico financeiro como no nível societário e jurídico, que chamaremos daqui em diante de “burocrático”, sem conotação pejorativa.

---

<sup>54</sup> Para citar um exemplo, tomemos o caso dos fundos de pensão que têm sido alvos preferidos para grandes lançamentos de títulos. Quem for mais próximo desses fundos, sabe da predisposição deles em investir no setor de saúde e de uma certa saturação pelo setor de *shopping centers*. Os fundos de pensão das empresas estatais têm uma certa preocupação com relação a sua imagem perante a sociedade e procuram associar a sua imagem às atividades produtivas e ao investimento social como saúde e educação. É também verdade que os fundos de pensão estão se esforçando em adequar suas carteiras à conjuntura atual - queda de juros e estabilização da economia - alongando o perfil das carteiras e equilibrando a exposição em renda fixa e renda variável. Tudo isso sem mencionar as questões já conhecidas como o enquadramento da carteira ao limite técnico, o programa de pagamento de benefícios etc. A consideração de todos esses fatores, mais, a análise de alternativas de investimentos concorrentes devem conduzir à estimativa da taxa de atratividade desses fundos para com o empreendimento em questão e aos outros anseios.

### a) Valor da Emissão

Iniciemos a discussão sobre o valor da emissão, baseando-se no caso mais simples que é a securitização de um *empreendimento pronto para operar*.

O valor da emissão neste caso representa o preço a pagar pelo empreendimento no início do ciclo operacional, representado pela expectativa de um fluxo de rendimentos e o valor residual. Relembrando os conceitos vistos na seção de Avaliação de Qualidade, esse valor ( $VOI_0$ ) é dado pela expressão:

$$VOI_0 = \frac{VOI_F}{(1 + Tat)^{ciclop}} + \sum_{k=1}^{ciclop} \frac{RODi_k}{(1 + Tat)^k}$$

onde,  $Tat$  é a taxa de atratividade de um dado investidor no empreendimento em questão.

A expressão acima diz que o valor da emissão, para um determinado investidor, é o valor presente dos rendimentos futuros e do valor do empreendimento no final do ciclo operacional, descontados à taxa de atratividade deste investidor. Quando não se tem o investidor específico, o analista deve se posicionar como um investidor não presente avesso ao risco. Em qualquer caso, a taxa de atratividade deve ser a melhor

estimativa possível fundamentada nos diversos pontos já discutidos anteriormente sobre este tema.

Ao calibrar o montante de emissão, fica definida a expectativa de rentabilidade do empreendimento dentro de um cenário esperado pelo público-alvo. Se os indicadores de qualidade mostrarem que o empreendimento é sensível em termos de risco, seja ela causada pela quebra do mercado ou do sistema de gerenciamento, ou que o seu lastro é frágil, o estruturador poderá rever a taxa de atratividade para compensar essa fragilidade com o aumento da rentabilidade<sup>55</sup>.

Em se tratando de uma expansão de um empreendimento existente que pertence patrimonialmente a um grupo de empreendedores/investidores, a securitização somente da parte expandida é possível teoricamente. É possível apartar societariamente a unidade expandida do empreendimento existente e formar uma SPE contendo somente a parte expandida e fazer a emissão do TIBI. No entanto, a segregação que será exigida em todos os níveis da empresa tais como gestão, sistema de apuração de resultados, sistema operacional envolvendo funcionários e equipamentos etc., irá causar diversos problemas. O desempenho da empresa será degradado por conta dos recursos duplicados e por conta de controles adicionais que deverão ser implantados. A solução jurídica introduzida na segregação societária será um ponto que absorverá as energias da empresa e dos controladores/investidores.

---

<sup>55</sup> Jamais deverá interferir na determinação do RODi nem no cálibre do VOI<sub>F</sub>.

Mesmo que se implemente a segregação, sempre haverá risco prático de interferência operacional das duas empresas ao longo da operação.

Portanto, a recomendação é fazer a securitização total do empreendimento, já incluindo a expansão, e os controladores antigos subscreverem os TIBIs na proporção correspondente à empresa antes da expansão e vender os títulos do montante que corresponde à expansão para novos investidores. Além de evitar os transtornos da segregação intrincada, nesse modelo, o histórico de desempenho permanece dentro do empreendimento a ser securitizado, o que representa um atrativo de segurança aos investidores. Adicionalmente, os antigos controladores, agora debenturistas, podem usufruir da vantagem fiscal e adequar o ritmo de captação às suas conveniências.

No caso dos empreendimentos que requerem a securitização desde o período de implantação, a característica básica a ser considerada é que a demanda de recursos obedece ao cronograma físico da implantação, isto é, os fundos são necessários paulatinamente na medida em que a construção prossegue. Não é recomendável uma captação total no início do período de implantação, pois não é atividade da SPE a administração financeira de fundos, nem o mercado aceitaria tal estratégia, dado elevado risco envolvido nessa fase.

Recomendam-se, nesse caso, duas soluções cujo efeito prático é o mesmo: uma emissão com diferentes datas de integralização ou uma emissão com várias séries.

Tanto num como no outro, o objetivo é adequar o ingresso de recursos ao fluxo de desembolso da fase de implantação.

Um aspecto que deve ser discutido neste caso é que o risco embutido na parcela integralizada no início da construção é maior do que o daquela ocorrida mais tarde e o risco da parcela integralizada no final da fase de implantação terá o mesmo risco do empreendimento pronto para operar. Os riscos diferentes devem ser compensados por rentabilidades diferentes. Mais uma vez, é viável teoricamente fazer essa distinção, mas a um custo elevado de controle e de burocracia. A solução recomendada é fazer com que todos os investidores subscrevam os TIBIs desde o início e rateiam entre si todas as integralizações na proporção exata do investimento de cada um. Dessa forma, os diferentes riscos são distribuídos por igual entre todos os investidores e diluídos por todo o período de implantação e o ciclo operacional.

Ainda sobre o período de implantação, mesmo que a integralização dos fundos seja paulatina, ela nunca será exatamente igual ao fluxo de caixa detalhado da construção. Convém, neste caso, ao estruturador do TIBI prever a figura de Agente Fiduciário<sup>56</sup> que será responsável pela guarda dos fundos e pela liberação dos mesmos para a SPE, mediante verificação física da construção. Esse arranjo diminuirá riscos na ótica dos investidores, o que melhora a atratividade do TIBI.

---

<sup>56</sup> O papel de um Agente Fiduciário é mais amplo do que essa função na fase de implantação. O tema será abordado na seção seguinte e no Anexo encontra-se a regulamentação da CVM que dispõe sobre a função dessa figura.

## **b) Rendimento**

O arcabouço legal do TIBI no Brasil é debênture. A tipologia comum de debêntures no Brasil é de título de dívida de longo prazo de renda fixa com pagamentos periódico de juros, isto é, espera-se que a dívida seja resgatada numa data predeterminada e que haja pagamento dos rendimentos “certos” nas datas definidas. Isto causa um certo desentendimento em torno do TIBI por parte do público não familiarizado.

O TIBI é uma debênture de participação, mais especificamente, no resultado da emissora. Morfologicamente, ele é um título de dívida, mas é na verdade um instrumento de acesso ao resultado do empreendimento. A ilustração mais simples é sua comparação com ações patrimoniais. Tal como ações, não existe um rendimento certo para TIBI. O rendimento do TIBI é o RODi que o empreendimento apura da sua operação, sempre lembrando que o RODi é o resultado líquido do empreendimento já descontando o FRA (Fundo para Reposição de Ativos). Dessa forma, o RODi pode e deve ser integralmente distribuído para investidores na forma de rendimento do TIBI, sem prejuízo ao desempenho normal do empreendimento. O valor do RODi é variável, podendo manter um padrão específico de cada empreendimento.

Entretanto, pode haver casos em que investidor exige um patamar mínimo de rendimento dependendo da sua visão sobre o risco do empreendimento, ou por outro

motivo fora do contexto do empreendimento, e o empreendedor tem que atender a essa exigência. Como já foi mencionado, o rendimento do TIBI varia em função do negócio e nunca haverá garantia de que o empreendimento venha a ter um resultado mínimo que possa fazer frente ao rendimento fixo do TIBI.

A recomendação para essa situação é um regime de preferência na distribuição de RODi onde os investidores têm a preferência, na proporção definida para cada caso, no acesso ao resultado líquido da empresa em detrimento ao empreendedor. Isto pode atender o rendimento mínimo para alguns debenturistas, desde que o empreendimento gere RODi suficiente para isso. Reitero o alerta de que a emissora não pode distribuir resultados que não gera, sob risco de inviabilizar a empresa, se a cláusula do rendimento mínimo for mantida sem um critério para sua inaplicabilidade.

Quanto à periodicidade do rendimento, cabe lembrar que a SPE não deve ter a intenção de administrar fundos que pertence a terceiros - os debenturistas - e que um bom estudo de qualidade é capaz de identificar o montante de FRA necessário para que o empreendimento possa manter sua capacidade de desempenho. Dessa forma, a periodicidade de pagamento pode ser a mais freqüente possível - recomenda-se mensal para a maioria dos empreendimentos - o que é um ponto favorável na atração dos investidores, especialmente os fundos de pensão.

### **c) Segurança**

Já foi comentado sobre os riscos que podem ser compensados com o aumento da rentabilidade, de sorte que não cabe mais menção sobre este tipo de segurança.

O estruturador pode aferir outros tipos de segurança utilizando expedientes de ordem burocrática, através do estatuto social da SPE e da escritura do TIBI. O tipo de risco que pode ser mitigado por este meio é o de relacionamento entre o investidor, o empreendimento e a operadora.

A forma de acesso a SPE por parte dos investidores, a proteção contra um eventual mau desempenho da operadora, o limite de autonomia da operadora etc. podem estar formalizados no estatuto da SPE e/ou na escritura do TIBI. Por exemplo, a assembléia dos debenturistas pode ter um assento no conselho de administração da SPE, assim como ter direito de indicar um diretor executivo. Há diversas soluções que melhor se ajustam a cada caso específico. Mas o ponto mais relevante que o estruturador deve considerar é que qualquer arranjo burocrático não pode exceder dois limites:

- Ele não pode desviar o TIBI da sua missão original - ser um instrumento de mobilização de fundos e um veículo de investimento - e nem descaracterizar os benefícios desse veículo



- Não pode enrijecer a SPE de cumprir a missão básica que é operar e gerar rendimentos aos debenturistas

Há outras providências que o estruturador pode introduzir recorrendo entidades externas de credibilidade para transmitir a imagem de segurança para investidores. Exemplos disso seriam a contratação de uma *rating company* para avaliar o risco do TIBI, a contratação de uma operadora de reputação reconhecida ou a formação de parceria com um banco de renome na fase de estruturação e de distribuição.

No entanto, convém finalizar esta seção afirmando que a melhor segurança que o estruturador pode oferecer é a análise cuidadosa de qualidade e de risco do empreendimento solidamente fundamentada nos conceitos corretos. Não há proteção burocrática que possa encobrir os riscos inerentes de um empreendimento não detectados pela avaliação de qualidade e de risco.

## 6.4 Securitização

Tendo idealizado o formato do TIBI de um empreendimento com base na avaliação de qualidade, a etapa seguinte é a de implementação do TIBI concebido. É uma fase em que a atuação do estruturador é mais de coordenação do que um trabalho de execução. São contratados advogados, auditores e avaliadores especializados que

irão desenvolver diversos trabalhos que compõem o processo burocrático de securitização.

Não é escopo desta dissertação enveredar por esses ramos de conhecimento distintos com um alto grau de especialização. Cabe aqui ilustrar os principais passos do processo de securitização, destacando os pontos relevantes para a atuação do estruturador.

- O primeiro passo é constituir a emissora, a SPE. Para isso, são requeridos os trabalhos de advogado, auditor independente credenciado pela CVM e avaliador de imóveis. O auditor contábil prepara o balanço inicial da companhia onde se inclui o imóvel devidamente avaliado por especialista, e o advogado prepara os instrumentos legais. Ocorre a assembléia dos acionistas e sua ata é publicada nos jornais. Em seguida, a empresa é registrada na Junta Comercial do estado onde a sede da SPE está localizada.
- No caso de securitização de um empreendimento já existente ou de expansão, ou ainda, no caso do empreendimento ser anteriormente uma empresa limitada, deve passar por um processo de ajuste societário (incorporação do novo empreendimento na empresa existente, transformação da empresa limitada numa sociedade anônima etc.) adequando a empresa à condição de ser uma SPE.

- Toda a concepção do TIBI feita na etapa anterior é consolidada na escritura de debêntures, e este deve ser registrada no cartório de imóveis no município onde se localiza a sede da SPE.
- Faz parte da formalização da escritura, a indicação do banco mandatário que será responsável pela liquidação das transações financeiras entre a emissora e os debenturistas.
- O regulamento da CVM<sup>57</sup> prevê a contratação de um ou mais agentes fiduciários pela emissora para proporcionar a transparência aos debenturistas. O agente fiduciário é responsável pelo acompanhamento do relacionamento entre a emissora e os debenturistas, monitorando a emissora na aplicação dos recursos arrecadados, na apuração de resultados, no cumprimento da escritura da debênture e em qualquer ação que possa afetar os interesses dos investidores. Encontra-se no Anexo a Instrução CVM No.28 que dispõe acerca do exercício da função de agente fiduciário.
- A Assembléia dos Acionista da SPE aprova a emissão do TIBI, e sua ata deve ser publicada nos jornais.
- Como o TIBI, depois de ser lançado, será controlado pela CETIP, a SPE tem que se cadastrar na CETIP.

---

<sup>57</sup> Encontra-se no Anexo desta dissertação a Instrução CVM No. 13, de 1980, que dispõe sobre o aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública. A oferta pública de TIBI enquadra-se a esta Instrução.

- O esquema de distribuição é montado, envolvendo bancos e distribuidoras de títulos (DTVM).
- Sendo o TIBI um título que será negociado publicamente, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) deve aprovar a criação e circulação deste título. Para isso, o TIBI deve ser aprovado e registrado na CVM e cabe ao estruturador o encaminhamento do processo de registro do TIBI na CVM.
- Com a aprovação da CVM, o TIBI ganha a vida e será lançado ao público, o assunto que será tratado na próxima seção.

Um aspecto que vale a pena ser mencionado é o custo envolvido nos trabalhos desta fase. São honorários dos advogados, avaliadores, auditores, estruturador e distribuidores, além das taxas de registros (CVM, cartórios e juntas comerciais) e do custo de publicação, que devem ser considerados na montagem da operação.

## 6.5 Oferta Pública

Nesta fase, faz-se efetivamente a venda do TIBI para investidores, quando então o TIBI cumpre a sua missão de levantar fundos para o empreendedor. Há alguns aspectos burocráticos e de ordem prática que merecem ser comentados:

Do ponto de vista burocrático, a oferta pública se dá através de dois anúncios em jornais de grande circulação. A idéia é de que o lançamento seja divulgado ampla e

publicamente de forma que todos venham tomar o mesmo conhecimento da existência do TIBI. Faz parte do dossiê de registro na CVM três volumes de prospecto que contêm toda a descrição detalhada da securitização, e estes prospectos ficam à disposição do público na CVM para quem queira examinar com mais profundidade.

Quando todos os títulos estiverem subscritos, a emissora publica um novo anúncio nos jornais de grande circulação comunicando o encerramento da oferta. O regulamento em vigor determina que os títulos não subscritos até 180 dias após o primeiro anúncio de oferta pública sejam cancelados.

O processo de subscrição em si é muito simples, uma vez que o TIBI é um título escritural, isto é, ele existe nos registros e não fisicamente. Através da atuação dos distribuidores, do banco mandatário e da CETIP, a transferência de titularidade do TIBI e a liquidação financeira são consumadas em 24 horas.

Por outro lado, o lançamento do TIBI assemelha ao lançamento de qualquer outro produto de consumo do ponto de vista de marketing de produtos - deve despertar o interesse do público-alvo no meio de concorrência de outros produtos. Nesse sentido, a não ser em casos muito específicos, o coordenador de colocação, juntamente com o estruturador, irá empenhar em campanha de venda do TIBI. A campanha envolve basicamente o convencimento direto<sup>58</sup> dos investidores, uma vez

---

<sup>58</sup> A expressão de uso corrente no mercado é *Road Show*, no sentido de ir visitando os investidores alvo.

que o universo do público-alvo do TIBI no Brasil está bem delineado, e um trabalho de imprensa.

## 7. PERSPECTIVAS

As características mais marcantes da conjuntura atual, no que tange à securitização de empreendimentos de base imobiliária, são: (i) a estabilização da economia, (ii) a perspectiva de queda de juros, (iii) a crescente tendência de desintermediação financeira, (iv) a mudança no perfil dos investidores.

A estabilização da economia conjugada à queda de juros fazem com que a massa de recursos investidos no setor financeiro migre para o investimento em ativo real e em atividade de geração de riqueza real, pois as atividades produtivas, incluindo serviços e comércio, proporcionam retornos superiores aos míseros rendimentos financeiros. Este movimento pode ser constatado na valorização das ações de empresas em geral e na valorização dos imóveis.

Ao mesmo tempo, o setor financeiro vem retraindo não somente pela redução de rentabilidade do setor, mas também devido a redução da própria atividade de intermediação financeira. Hoje, há muitas formas de unir os tomadores e os poupadores diretamente sem que os fundos transitem pelos bancos, e muitos bancos procuram atuar como facilitadores nesse processo e não mais como intermediadores de recursos.

Do lado dos investidores também verificam-se mudanças. Há novos investidores institucionais entrando no mercado como seguradoras e investidores estrangeiros que

têm um perfil mais técnico e aceitam melhor oportunidades mais sofisticadas. O próprio Fundo de Pensão está preferindo grandes empreendimentos onde a estruturação financeira é elaborada por técnicos especializados, o que reduz o risco dos investidores.

A securitização de empreendimento de base imobiliária e o seu veículo TIBI encontram o ambiente ideal nessa conjuntura por serem justamente uma ferramenta de canalização de recursos de poupadores a tomadores para serem investidos na atividade de exploração de imóveis. Além disso, a securitização através do TIBI representa uma nova forma de capitalizar uma empresa, diferente dos meios tradicionais que são dívida ou capital. Ela reúne as vantagens dessas duas formas tradicionais.

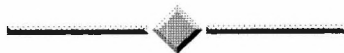
Essas características, aliadas a fatores conjunturais, despertaram um grande interesse por esse instrumento, ainda relativamente novo no Brasil. O resultado disso pode ser constatado na crescente utilização dessa ferramenta como instrumento de mobilização de fundos para empreendimentos nos últimos anos.

A nova forma de prover fundos, captados diretamente dos poupadores, amplia enormemente as perspectivas de crescimento no setor de empreendimentos de base imobiliária, seja *shopping centers*, hospitais, hotéis, portos etc. O velho formato de participação direta conjugado com endividamento não terá o mesmo fôlego da securitização via TIBI.



É bem verdade que a técnica da securitização no formato discutido nesta dissertação ainda não é amplamente dominada pelo mercado. Mas verifica-se um grande interesse do mercado pelo assunto. O mercado brasileiro já se movimenta para regulamentar a atividade de securitização, no formato mais tradicional como a dos recebíveis, e ele evoluirá rapidamente neste caminho. Os técnicos do setor imobiliário estão em intensa movimentação no sentido de trazer ao Brasil a experiência norte-americana neste setor.

Estamos no início de um processo que irá reformular profundamente o setor imobiliário brasileiro na forma de mobilização de fundos e também no setor de administração de recursos de poupança. A exemplo do que acontece nos Estados Unidos, teremos novos investidores além dos fundos de pensão, como previdências abertas, fundos mútuos de investimento, *Private Equity Funds*, seguradoras e até poupadores individuais que se interessarão por investir em empreendimento de base imobiliária através do novo veículo de investimento: **TIBI - Título de Investimento de Base Imobiliária.**



## 8. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

1. ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança; Estatística Básica; São Paulo; 29/04/1996
2. ABRAPP; Consolidado Estatístico; abril/97
3. ABRAPP; Informações Gerais; outubro/96
4. BLOCK, Ralph L.; The Essencial REIT: A Guide to Profitable Investing in Real Estate Investment Trust; NAREIT; 1996
5. CHREIN, Lloyd; To diversify investment portfolio, look at REITs; Inman News Features; 1996
6. COPELAND, Tom, Tim KOLLER e Jack MURRIN; Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies; McKinsey & Company, Inc; Wiley, 2a. Ed, 1996
7. CVM - Comissão de Valores Mobiliários; Instrução CVM No.13; 1980
8. CVM - Comissão de Valores Mobiliários; Instrução CVM No.28; 1983
9. FEBRABAN; Securitização de Recebíveis de Instituições Financeiras: Projeto de Regulamentação - 9a. versão; 24/01/97
10. FRANKLIN RESOURCES, Inc; What is a REIT?; 1995-6
11. GAZETA MERCANTIL; O papel dos fundos de pensão; 18/09/96
12. GAZETA MERCANTIL; Relatório da Gazeta Mercantil: Fundos de Pensão; 30/09/96
13. GLASCOCK, John L e William T HUGHES Jr.; NAREIT Identified Exchange Listed REITs and Their Performance Characteristics; Journal of Real Estate Literature; ARES; vol 3, no 1, 1995
14. GRAFF, Richard A; Perspective on Debt-and-Equity Decomposition for Investors and Issuer of Real Estate Securities; Journal of Real Estate Reserch; ARES; vol 7; no.4; 1992
15. HAN, Jun e Youguo LIANG; The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10; no.3; 1995
16. HUDSON-WILSON, Susan; Real Estate Investing in the 1990s; Journal of Real

- Estate Literature; ARES; vol 4, no 2, 1996
17. MAI E.H. e G.R. GREENFIELD; REIT: The New Uses of Real Estate Investment Trusts; Practical Lawyers; 1986
  18. MERETSKY, Jason; Real Estate Investment Trusts: An Analysis of the Investment Vehicle and Income Tax Implications; University of Toronto Faculty of Law Review; Volume 53 Number 1; 1995
  19. MIRANDA João César M.B. de e Vladimir Antônio RIOLI; A utilização das debêntures no mercado imobiliário: um estudo para conversíveis e não conversíveis; julho/1996
  20. NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS, Inc; NAREIT On-line; 1997
  21. PAGLIARI Jr, Joseph L. e James R WEBB; A Fundamental Examination of Securitized and Unsecuritized Real Estate; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10; no.4; 1995
  22. ROCHA LIMA Jr, João da; Recursos para Produção Imobiliária no Brasil: Debêntures e Fundos. Uma Análise para o Início da Década de 90; ABAMEC; 1991
  23. ROCHA LIMA Jr, João da; Avaliação do Risco nas Análises Econômicas de Empreendimentos Habitacionais; Escola Politécnica da USP; 1991
  24. ROCHA LIMA Jr, João da; Fundos Imobiliários: Estrutura do Portfolio e O Tema dos Recursos Ociosos; ABAMEC; 1993
  25. ROCHA LIMA Jr, João da; Securitização de Portfolios de Base Imobiliária; Escola Politécnica da USP; 1993
  26. ROCHA LIMA Jr, João da; O Financiamento de Projetos Hoteleiros e Turísticos: A Securitização; ABRAPP; 1993
  27. ROCHA LIMA Jr, João da; Fundos Imobiliários: Estrutura do Portfolio e a Quebra de Rigidez pela Inovação; ABRAPP; 1994
  28. ROCHA LIMA Jr, João da; Fundos Imobiliários: Valor do Portfolio; Escola Politécnica da USP; 1994
  29. ROCHA LIMA Jr, João da; Securitização de Portfolios de Base Imobiliária: Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária; Escola Politécnica da USP; 1994
  30. ROCHA LIMA Jr, João da; Arbitragem de Valor de Portfolio de Base Imobiliária; Escola Politécnica da USP; 1994

31. ROCHA LIMA Jr, João da; Portfolio de Base Imobiliária: Atualização do Valor; ABRAPP; 1995
32. ROCHA LIMA Jr, João da; Princípios para Análise de Qualidade de Empreendimentos: o caso dos empreendimentos de base imobiliária; Escola Politécnica da USP; julho/1995
33. ROCHA LIMA Jr, João da; Indicadores de Qualidade na Análise de Empreendimentos: O Conceito de Taxa de Retorno; Escola Politécnica da USP; 1996
34. ROCHA LIMA Jr, João da; Os Sistemas Operacionais para Securitização de Portfolios Imobiliários e de Base Imobiliária Via Debêntures; Escola Politécnica da USP; março/1997
35. SANTOS, Durval José Soledade; Sistema BNDES; material de seminário "Avaliando e Implementando Estratégias Financeiras para Capitalização de Empresas" do IBC - International Business Communications; dezembro/1996
36. STEINMANN, Donald; What exactly is a REIT?; Ask the Advisors; 1996
37. THE FRIEDLAND CORPORATE FINANCE; The Return of REITs as a Way to Finance Commercial Real Estate; Friedland Associates Ltd; 1995

## 9. BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

1. ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança; O Sistema Financeiro da Habitação em seus 30 anos de existência: Realizações, Entraves e Novas Proposições; São Paulo; 1994
2. ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança; SFI - Um Novo Modelo Habitacional; São Paulo; 1996
3. BRIGHAM Eugene F. e Louis C GAPENSKI; Financial Management: Theory and Practice; The Dryden Press; seventh edition; 1994
4. CAPOZZA, Dennis e Sohan LEE; Property Type, Size and REIT Value; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10, no. 4; 1995
5. GAZETA MERCANTIL; Fundações já adminstram US\$ 74 bi; 25/04/97
6. GAZETA MERCANTIL; Fundos de pensão terão US\$ 400 bi em 15 anos; 19/09/96
7. GAZETA MERCANTIL; Projeto incentiva fundos de pensão; 28/04/97
8. HAUGEN, Robert A. Modern Investment Theory; Prentice Hall, 3a. ed, 1993
9. LI, Yuming e Ko WANG; The Predictability of REIT Returns and Market Segmentation; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10, no. 4; 1995
10. LIANG, Youguo, Willard McINTOSH e James R. WEBB; Intertemporal Changes in the Riskiness of REITs; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10, no. 4; 1995
11. LIANG, Youguo e James R WEBB; Pricing Interest-Rate Risk for Mortgage REITs; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10, no. 4; 1995
12. McCUE, Thomas E. e John L KLING; Real Estate Returns and the Macroeconomy: Some Empirical Evidence from Real Estate Investment Trust; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 9, no. 3; 1994
13. Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretaria de Política Urbana; Política Nacional de Habitação; 1996
14. MPAS/Secretaria da Previdência Complementar; Entidades Fechadas de Previdência Privada; 24/02/97
15. MUELLER, Glenn R. e Keith R PAULEY; The Effect of Interest-Rate Movements on Real Estate Investment Trusts; Journal of Real Estate Research;

ARES; vol 10, no. 3; 1995

16. ROCHA LIMA Jr, João da; Planejamento Econômico-Financeiro para Shopping-Centers: Um Sistema Referencial; Escola Politécnica da USP; 1989
17. ROCHA LIMA Jr, João da; Qualidade na Construção Civil: Conceitos e Referenciais; Escola Politécnica da USP; 1993
18. ROCHA LIMA Jr, João da; Análise de Investimentos: Princípios e Técnicas para Empreendimentos do Setor da Construção Civil; Escola Politécnica da USP; 1993
19. ROCHA LIMA Jr, João da; Qualidade dos Empreendimentos na Construção Civil: Inovação e Competitividade; Escola Politécnica da USP; 1995
20. ROCHA LIMA Jr, João da; Planejamento de Shopping-Centers; ICSS; 1996
21. ROCHA LIMA Jr, João da; Fundo de Investimento Imobiliário com Portfolio de Base Imobiliária: Notas sobre a Depreciação do Ativo; ABRAPP; 1997
22. WANG, Ko, John ERICKSON e Su H. CHAN; Does the REIT Stock Market Resemble the General Stock Market?; Journal of Real Estate Research; ARES; vol 10, no. 4; 1995
23. ZELMANOVITZ Leônidas; Como operar os fundos de investimento imobiliário para parceria dos mercados imobiliários?; material do seminário "Financiamento para Empreendimentos Imobiliários" da IIR; julho/1996

## 10. ANEXO

Dados estatísticos do setor de Fundos de Pensão (Abrapp)	1
Minuta da resolução que irá normatizar a Companhia Securitizadora (Febraban)	7
Instrução CVM No. 28, sobre as funções de Agente Fiduciário	12
Instrução CVM No. 13, sobre a oferta pública de ações e de outros títulos públicos	19

**CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO**

Discriminação (%)	(US\$ milhões)									
	dez/92	(%)	dez/93	(%)	dez/94	(%)	dez/95	(%)	dez/96	(%)
01. AÇÕES	6.062	26,3	11.331	34,8	21.537	39,1	17.393	29,5	21.330	30,9
02. IMÓVEIS	4.677	20,3	5.213	16,0	7.929	14,4	8.785	14,9	8.879	12,9
03. Depósito a prazo	3.671	15,9	4.732	14,5	6.320	11,5	8.599	14,6	6.632	9,6
04. Fundos de investimentos	971	4,2	3.178	9,8	6.847	12,4	7.015	11,9	13.374	19,4
05. Empréstimo a participantes	332	1,4	358	1,1	1.051	1,9	1.097	1,9	1.532	2,2
06. Financiamento imobiliário	951	4,1	1.017	3,1	2.541	4,6	3.420	5,8	3.550	5,1
07. Debêntures	942	4,1	827	2,5	1.021	1,9	3.075	5,2	3.317	4,8
08. Títulos públicos	1.502	6,5	1.290	4,0	2.098	3,8	2.628	4,4	3.961	5,7
09. Outros	1.206	5,2	2.087	6,4	1.423	2,6	1.485	2,5	1.640	2,4
10. Oper. c/patrocinadoras	2.713	11,8	2.535	7,8	4.315	7,8	5.558	9,4	4.768	6,9
<b>Total</b>	<b>23.026</b>	<b>100</b>	<b>32.568</b>	<b>100</b>	<b>55.081</b>	<b>100</b>	<b>59.055</b>	<b>100</b>	<b>68.982</b>	<b>100</b>
Taxa de câmbio	12.387,50		326,11		0,844		0,973		1,039	

**Distribuição dos investimentos por setor vinculado aos fundos de pensão**

Setores	(US\$ milhões)					
	dez/92	dez/93	dez/94	dez/95	dez/96	fev/97
<b>FINANCEIRO</b>	<b>11.652</b>	<b>15.967</b>	<b>28.346</b>	<b>30.219</b>	<b>35.203</b>	<b>37.540</b>
<b>Serviços</b>	<b>7.024</b>	<b>9.160</b>	<b>15.682</b>	<b>17.103</b>	<b>19.818</b>	<b>21.565</b>
<b>Industrial</b>	<b>4.350</b>	<b>7.441</b>	<b>11.053</b>	<b>11.733</b>	<b>13.961</b>	<b>15.101</b>
Petroquímica	1.467	2.952	3.537	3.756	4.458	4.947
Siderúrgica	1.543	2.182	3.604	3.501	4.040	4.278
Máquinas e equipamentos	311	468	818	1.028	1.227	1.355
Química	176	317	549	631	826	923
Eletro eletrônica	177	313	513	570	652	682
Automobilística	135	225	358	392	509	559
Alimentícia	99	192	343	370	469	500
Mineração	82	149	240	255	305	258
Bebidas	48	140	225	218	258	287
Outros	313	502	867	1.012	1.217	1.312
<b>Total</b>	<b>23.026</b>	<b>32.568</b>	<b>55.081</b>	<b>59.055</b>	<b>68.982</b>	<b>74.206</b>

fonte: ABRAPP



### CRESCIMENTO DOS INVESTIMENTOS

(US\$ MILHÕES)

PERÍODOS	INVESTIMENTOS		VARIACÃO	* VARIACÃO MÉDIA ACUM.
	INICIAL	FINAL		
1983	---	4.425	---	---
1984	4.425	5.367	21%	21,3%
1985	5.367	7.536	40%	30,5%
1986	7.536	8.686	15%	25,2%
1987	8.686	7.640	(12%)	14,6%
1988	7.640	10.484	37%	18,8%
1989	10.484	15.604	49%	23,4%
1990	15.604	12.120	(22%)	15,5%
1991	12.120	17.989	48%	19,2%
1992	17.989	23.026	28%	20,1%
1993	23.026	32.568	41%	22,1%
1994	32.568	55.081	69%	25,8%
1995	55.081	59.055	7,2%	24,1%
1996	59.055	68.982	16,8%	23,5%
FEV/97	68.982	74.206	7,6%	24,4%

\* MÉDIA ATÉ O LIMITE DE CADA ANO.

### TOTAL DE INVESTIMENTOS PER CAPITA/50 MAIORES FUNDOS DE PENSÃO

PERÍODO	ATIVOS US\$ MILHÕES	PARTICIPANTES (MILHARES)	ATIVOS PER CAPITA (US\$ MILHARES)
1985	6.531	938	6,9
1986	8.302	1.189	7,0
1987	7.215	1.181	6,1
1988	8.929	1.251	7,1
1989	14.106	1.317	10,7
1990	11.750	1.260	9,3
1991	15.971	1.233	12,9
1992	20.761	1.200	17,3
1993	28.705	1.166	24,6
1994	48.240	1.232	39,2
1995	51.158	1.214	42,1
1996	59.125	1.137	52,0
FEV/97	63.553	1.134	56,0

fonte: ABRAPP

### FUNDOS DE PENSÃO AUTORIZADOS POR ATIVIDADE SETORIAL

Setor	Ordem	Part.
INDUSTRIAL	164	46,6%
SERVIÇOS	118	33,4%
FINANCEIRO	71	20,0%
<b>TOTAL GERAL - fev/97</b>	<b>353</b>	<b>100%</b>

### Tipos de planos das associadas

fev/97

Setor	Benefício Definido	Contribuição Definida	Total
INDUSTRIAL	45	57	102
SERVIÇOS	73	17	90
FINANCEIRO	45	16	61
<b>Total</b>	<b>163</b>	<b>90</b>	<b>253</b>

### FUNDOS DE PENSÃO AUTORIZADOS X ASSOCIADOS

Período	Autorizados	Associados	Part.
1988	217	173	79,7%
1989	235	186	79,1%
1990	244	187	76,6%
1991	256	214	83,6%
1992	266	220	82,7%
1993	297	222	74,7%
1994	328	236	71,9%
1995	344	252	73,3%
1996	349	255	73,1%
fev/97	353	253	72,0%

fonte: ABRAPP

### Evolução dos beneficiários

Período	Beneficiários	Variação
1985	51.671	0%
1986	99.631	92,81%
1987	101.162	1,54%
1988	107.761	6,52%
1989	116.656	8,25%
1990	128.887	10,48%
1991	153.068	18,76%
1992	164.702	7,60%
1993	177.868	7,99%
1994	211.052	18,66%
1995	232.236	10,04%
1996	265.740	14,43%
fev/97	270.076	1,63%

### Participação dos fundos de pensão na privatização

SETOR	TOTAL	FUNDOS DE PENSÃO	PART.
SIDERURGIA	4.848,7	864,3	17,8%
PETROQUÍMICA	2.486,2	223,0	9,0%
ELÉTRICO	399,8	192,8	48,2%
OUTROS	768,1	151,7	19,8%
<b>TOTAL</b>	<b>8.502,8</b>	<b>1.431,8*</b>	<b>16,8%</b>

\* 1991-1995 - VALORES A CUSTO

### INVESTIMENTOS dos fundos de pensão / PIB (US\$ BILHÕES)

Período	INVESTIMENTOS	PIB	PART.
1985	7,5	474	1,6%
1986	8,7	510	1,7%
1987	7,6	528	1,4%
1988	10,5	528	2,0%
1989	15,6	547	2,9%
1990	12,1	525	2,3%
1991	18,0	531	3,4%
1992	23,0	528	4,4%
1993	32,6	550	5,9%
1994	55,1	581	9,5%
1995	59,0	606	9,7%
1996	69,0	657	10,5%
fev/97	74,2	657	11,3%

fonte: ABRAPP

## RANKING DOS INVESTIMENTOS

FEVEREIRO/97

POSICAO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS US\$ MILH.	PARTICIPAÇÕES PANTES	DÉBITOS DENTES	APOSENTADOS	POSICAO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS US\$ MILH.	PARTICIPAÇÕES PANTES	DÉBITOS DENTES	APOSENTADOS
1	PREVI	19.419.599	86.229	173.250	40.587	69	CELPOS	139.770	4.241	13.944	1.148
2	FUNCEF	5.945.822	53.544	136.210	10.083	70	SÃO RAFAEL	133.589	6.256	18.768	39
3	PETROS	4.688.790	49.287	147.861	34.396	71	PREVIBOSCH	132.136	11.170	33.510	128
4	SISTEL	3.773.285	74.802	224.406	9.622	72	AGROS	131.456	4.455	13.365	298
5	CENTRUS	3.554.050	5.969	13.515	2.280	73	PIPECQ	128.557	504	1.512	102
6	FUNDAÇÃO CESP	3.051.475	35.357	73.165	11.648	74	FACEB	126.329	1.539	4.492	467
7	VALIA	1.707.026	18.480	60.533	9.867	75	BANORTE	122.052	1.159	1.559	388
8	AERUS	1.161.293	34.104	49.363	4.380	76	PREVIBAYER	121.926	3.441	5.540	586
9	ITAUBANCO	1.110.459	31.216	30.935	1.287	77	CREDIPREV	120.084	3.989	7.402	1.508
10	FORLUZ	1.019.672	14.919	43.266	5.322	78	DESBAN	119.699	479	1.271	137
11	REAL GRANDEZA	896.820	6.994	20.267	3.272	79	PREVIGEL	119.683	10.203	19.389	204
12	REFER	863.407	38.318	82.002	20.796	80	NORPREV	118.246	4.926	12.327	139
13	FAPES	839.460	1.705	4.796	720	81	PREVDATA	113.740	3.726	5.590	469
14	FEMCO	724.900	8.676	26.028	6.258	82	PREVINORTE	112.952	3.516	8.567	279
15	USIMINAS	715.765	12.161	31.008	5.768	83	FRANCISCO CONDE	112.361	5.670	7.199	155
16	IBM	711.466	2.766	3.338	924	84	FUSAN	111.022	4.534	12.423	572
17	CAPEF	672.873	4.230	9.219	2.701	85	FUNEPP	110.992	15.350	34.699	791
18	ELETCOCEE	650.646	7.914	20.786	1.399	86	ARICANDUVA	106.662	2.267	3.037	2
19	FUNBEP	626.843	11.218	24.430	2.206	87	SÃO BERNARDO	102.824	8.189	24.567	795
20	TELOS	617.357	11.107	33.321	1.564	88	ISBRE	97.699	491	1.248	96
21	PORTUS	612.033	10.460	31.987	4.681	89	COMSHELL	97.378	2.624	4.762	115
22	ELETROS	559.277	1.854	3.551	923	90	FASC	95.713	10.897	19.615	320
23	FUNDAÇÃO COPEL	545.910	8.563	20.476	3.068	91	ELETRA	93.418	1.903	4.793	657
24	PSS	524.068	13.191	15.650	2.258	92	MENDESPREV	93.190	3.301	8.969	166
25	CBS	510.106	10.261	30.783	11.324	93	CAPAF	92.500	2.380	0	1.125
26	PREVI-BANERJ	507.038	7.575	22.725	4.767	94	DURATEX	92.399	6.542	12.088	383
27	CCF	488.576	55.876	167.628	2.704	95	CABEC	91.756	2.231	5.402	249
28	FACHESF	478.573	7.534	22.602	3.754	96	FUNDAÇÃO CORSAN	91.743	5.061	12.652	986
29	BANESPREV	462.619	26.866	32.479	944	97	GERDAU	89.099	9.927	19.854	30
30	CERES	418.750	10.877	26.322	989	98	AEROS	88.198	2.645	5.954	74
31	ECONOMUS	413.185	14.411	42.205	729	99	ESCELSOS	87.068	1.806	4.514	582
32	POSTALIS	385.093	75.906	227.727	1.622	100	PREVUNIÃO	87.013	7.268	14.832	156
33	SERPROS	376.467	9.732	17.503	779	101	PREVI-SIEMENS	82.751	8.416	12.624	140
34	BRASLIGHT	355.477	7.976	15.386	2.212	102	METRUS	82.012	7.696	0	117
35	FCRT	326.337	4.440	9.745	1.914	103	BASF	81.797	5.601	16.803	102
36	REGIUS	307.657	2.298	5.271	282	104	ARUS	76.098	2.651	7.375	238
37	PRECE	285.078	11.794	35.311	2.828	105	ACESITA	75.708	4.236	0	44
38	FUNDAÇÃO BANRISUL	284.118	9.833	24.062	2.301	106	PREVILLARES	75.202	8.784	20.116	130
39	BRAHMA	263.681	17.182	51.546	1.524	107	JOHNSON & JOHNSON	67.967	4.931	0	130
40	FAELBA	258.530	5.420	16.264	1.200	108	FASASS	67.608	7.459	0	402
41	PREVIRB	256.836	889	1.257	708	109	FUCAE	66.000	4.474	8.585	0
42	PREVI-GM	254.057	24.436	73.308	326	110	FRANCISCO M BASTOS	65.106	3.957	0	147
43	AÇOS	253.743	3.520	9.246	419	111	FUNGRAPA	64.133	2.072	6.216	171
44	ATTÍLIO FONTANA	250.325	27.822	48.741	1.241	112	UNISYS PREVI	63.490	1.229	3.655	15
45	BRASILETROS	247.441	5.545	16.635	633	113	PREVIPLAN	62.784	5.370	16.129	54
46	VOLKSWAGEN	245.894	45.887	137.661	268	114	PREVDOW	62.543	1.379	2.576	56
47	PREVHA8	238.243	5.268	12.581	1.984	115	ENERSUL	60.106	1.421	3.531	117
48	FIBRA	234.340	1.784	4.603	385	116	PREVI CIBA GEIGY	58.597	1.201	3.603	59
49	TREVO	233.556	7.232	15.187	136	117	CAPESESP	56.354	41.479	116.141	115
50	FASBEMGE	225.060	8.601	18.812	867	118	ALCOA-PREVI	56.118	7.008	21.024	0
51	ECOS	224.855	4.807	10.681	375	119	CAPOF	54.597	1.205	2.598	216
52	ELOS	212.805	4.738	10.474	381	120	COMPREV	54.394	3.840	0	0
53	CELOS	210.134	5.341	14.367	1.658	121	BANDEPREV	52.856	1.824	9.122	951
54	BANESES	210.010	3.076	8.560	588	122	FUNDAMBROS	51.343	5.177	7.352	100
55	CAEMI	206.571	3.035	7.508	1.219	123	PREVID EXXON	50.150	1.323	2.859	91
56	FUNSSIST	201.615	3.868	11.604	451	124	PREVISCANIA	48.942	3.288	8.581	25
57	RHODIA	190.906	8.694	18.144	747	125	PREVEME	48.578	3.098	5.959	185
58	BASES	183.381	4.353	13.059	288	126	SERGIUS	48.550	973	2.209	107
59	PREVIMINAS	181.080	20.108	38.154	1.291	127	CEIPREV	46.121	298	627	92
60	CITIPREVI	179.512	7.249	18.123	18	128	CIFRÃO	44.967	1.781	2.610	314
61	FUSESC	173.355	5.859	14.033	738	129	GASIUS	43.807	1.096	3.053	533
62	ARSAPREV	161.757	7.937	19.842	550	130	SÃO FRANCISCO	42.492	1.556	5.334	269
63	NUCLEOS	160.127	2.136	3.953	257	131	IAJA	42.158	3.085	4.196	477
64	FAELCE	154.983	3.572	10.027	949	132	AG-PREV	41.977	8.432	14.930	14
65	FUNDAÇÃO PROMON	151.980	1.768	3.163	219	133	CABEA	40.740	775	1.458	58
66	PREBEG	147.827	3.366	4.271	427	134	SOMUPP	39.375	3	6	167
67	SABESPREV	142.482	16.877	33.754	478	135	CASFAM	39.325	3.662	10.986	753
68	PREVINOR	140.499	3.935	11.805	176	136	CIBRIUS	38.929	3.760	9.423	342

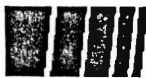
fonte: ABRAPP

## RANKING DOS INVESTIMENTOS

FEVEREIRO/97

Posi- ÇÃO	FUNDO DE PENSÃO	INVESTIMENTOS US\$ MILH.	PARTICIPA- ÇÃO	DEPEN- DENTES	APOSEN- TADOS	Posi- ÇÃO	FUNDO DE PENSÃO	INVESTIMENTOS US\$ MILH.	PARTICIPA- ÇÃO	DEPEN- DENTES	APOSEN- TADOS
137	SIAS	38.654	11.738	21.505	727	205	MAPPIN	10.792	8.272	7.819	19
138	FACEAL	37.999	1.446	4.366	200	206	CHAMPREV	10.431	3.561	6.944	4
139	FASERN	37.576	1.207	4.438	192	207	VIKINGPREV	10.140	1.242	3.180	2
140	PREVIREFINAÇÕES	37.338	3.400	6.911	43	208	PINUSPREV	10.100	2.568	6.343	13
141	SUPREV	36.925	873	2.661	2	209	BRASPREV	9.918	133	248	1
142	PREVI-ERICSSON	36.135	3.139	5.247	32	210	PREVIBAN	9.737	327	831	37
143	PRODUBAN	36.114	808	1.826	112	211	HOLANDAPREVI	9.623	1.528	3.820	6
144	FACEPI	35.702	1.549	0	196	212	SINGER	9.348	4.433	10.234	16
145	FUNASA	35.471	1.891	5.747	232	213	ALPHA	8.469	760	2.280	10
146	FASCEMAR	34.919	2.397	9.009	32	214	SUPRE	8.244	871	2.648	6
147	ZENECA ICIFUND	34.856	1.281	2.454	64	215	PREVER HAAS	7.902	304	728	4
148	PREVIKODAK	34.693	2.251	5.307	59	216	PREVI-CLARIANT	7.556	779	1.636	0
149	MULTIPLA	34.448	4.404	10.343	3	217	FAECES	7.154	1.411	4.233	94
150	PREVISC	34.438	5.354	7.112	375	218	PREVMON	6.978	509	1.236	9
151	DERMINAS	33.449	10.347	31.046	14	219	POTIPREV	6.861	284	686	60
152	ALCANPREV	33.193	2.595	5.980	82	220	LOCTITE	6.547	344	1.023	2
153	FAPA	32.826	1.364	2.724	24	221	RESAPREV	6.083	298	711	9
154	FAPERS	32.666	678	1.610	81	222	PREVCAPCO	5.944	2.114	2.824	1
155	FUNDIÁGUA	32.618	2.663	6.852	65	223	SANEPREVI	5.909	1.137	0	79
156	CENTRUS MT	31.069	720	2.080	103	224	DAREXPREV	5.725	576	1.728	1
157	PREVICAT	30.916	2.356	5.889	168	225	ORIUS	5.405	533	899	35
158	ROYALPREV	30.229	3.674	6.631	27	226	CAIXA VICENTE ARAÚJO	5.238	5.175	6.618	526
159	PARSE	29.490	286	732	75	227	PREVQUAKER	5.070	3.537	8.240	6
160	CASA	28.675	3.847	9.415	13	228	PREVMOBIL	4.709	225	330	8
161	FRANPREV	28.121	1.113	1.176	61	229	J&HPP	4.585	297	891	14
162	PREVIMAT	27.907	1.497	0	0	230	PREVDEUTSCHE	4.248	280	646	3
163	COFAPREV	27.667	7.836	13.473	159	231	PREVILQUID	4.201	217	652	0
164	PREVCUMMINS	27.564	1.147	0	60	232	FIBERPREV	4.200	751	1.741	0
165	PREVISÃO	26.211	1.586	3.120	200	233	LILLY PREV	4.058	866	2.425	0
166	GOODYEAR	25.856	4.844	7.266	69	234	CISPER	4.052	1.698	2.936	10
167	FIOPREV	25.265	3.687	0	147	235	PREV AMÉRICA LATINA	3.918	267	334	5
168	PREVITDB	25.250	2.846	6.587	46	236	TRICHESPREV	3.845	877	863	3
169	BOAVISTA PREV	24.667	49	138	99	237	GTMPPREV	3.384	6.571	13.142	3
170	PREVSAN	24.056	3.418	11.533	100	238	PREVCHEVRON	3.306	127	332	13
171	MULTIPREV	23.488	1.817	4.543	5	239	FUNTERRA	3.044	463	1.389	2
172	FUNREDE	23.191	1.802	4.758	135	240	FUND. MANNESMANN	2.875	8.640	18.732	0
173	ABRILPREV	23.058	9.340	11.391	8	241	JOSAPREV	2.602	4.212	4.728	0
174	PREVILLOYDS	22.990	632	1.264	20	242	FUNDO NORCHEM	2.252	ND	ND	ND
175	PREVICOKE	22.929	706	1.624	0	243	MERCAPREV	1.855	528	1.056	0
176	INERGUS	22.301	1.126	3.387	96	244	MAXIPREV	1.763	4.102	9.762	3
177	SPASAPREV	22.291	12.550	14.305	43	245	BNL PREVILAVORO	1.541	176	311	1
178	VULCAPREV	21.491	1.597	3.489	45	246	PREVI-FIERN	1.495	493	1.479	46
179	FENIPREV	20.328	12.380	28.907	10	247	DIVERPREV	1.228	492	1.206	9
180	ULTRAPREV	20.277	8	18	23	248	MW PREV	1.156	120	63	0
181	PREVIMULTIPLIC	18.868	3.432	6.874	6	249	TRAMONTINAPREV	1.011	4.010	9.558	0
182	PREVIALBARUS	17.700	4.380	4.913	14	250	PREVIMA	776	150	119	0
183	PREVINDUS	16.877	4.214	6.786	52	251	ROCHEPREV	654	1.664	2.703	0
184	PENA BRANCA	16.766	2.047	6.141	24	252	FUMBESC	501	33	135	0
185	PREVIM-MICHELIN	16.434	3.718	11.154	1	253	BD PREV	500	ND	ND	ND
186	INSTITUTO SANDOZ	15.875	736	1.547	33	254	PRO-FUTURO	398	153	0	0
187	PREVBEP	14.903	254	508	15	255	ICATU HARTFORD	392	292	596	0
188	PREVI GILLETTE	14.832	1.661	3.150	12	256	STEIO	48	48	144	2
189	FUCAP	14.643	2.037	2.748	163	257	PREVIVER	33	25	9	0
190	FUNCASAL	14.570	1.049	2.713	40	258	CAPEB	ND	154	381	4
191	TEXPREV	13.541	710	0	19	259	CARFEPE	ND	2.058	3.709	2
192	URANUS	13.190	7	8	27	260	CEPLUS	ND	4.291	13.843	60
193	PREVIDA	13.017	147	471	55	261	CORRENTE	ND	4.975	6.306	12
194	PREVHENKEL	13.001	244	542	2	262	FMCPREV	ND	506	1.112	1
195	FAPECE	12.460	920	1.916	1	263	FUNDAÇÃO GAROTO	ND	2.836	6.872	0
196	JOÃO M SALLES	12.404	26.302	65.755	197	264	FUNDAÇÃO MAC LAREN	ND	135	252	20
197	HERINGPREV	12.276	19.400	0	8	265	INSTITUTO BP	ND	11	31	71
198	BERONPREV	12.081	931	2.154	1	266	MAGNIUS	ND	4.660	11.668	21
199	GEBSA-PREV	11.814	2.706	4.402	15	267	PREVIARMCO	ND	2.168	6.720	15
200	RECKITT & COLMAN	11.578	2.672	5.344	23	268	PREVISERV	ND	56	148	0
201	CAFBEPI	11.248	1.064	2.008	83						
202	SILIUS	11.209	358	1.205	149						
203	FUNSEIEM	10.856	1.811	0	27						
204	PREVINCEPA	10.851	2.213	0	4						
TOTAL								74.205.992	1.703.613	3.899.636	270.076
ND - NÃO DISPONIVEL											

fonte: ABRAPP



# Minuta de Resolução - (1ª Versão, 24.01.97)

RESOLUÇÃO Nº [ ]

Aprova a constituição, a organização e o funcionamento de companhias securitizadoras de créditos.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31.12.64, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em [ ], com base no art. 4º, incisos VI e VIII, da referida Lei, e no art. 23 da lei nº 6.099, de 12.09.74, com a redação dada pela lei n. 7.132, de 26.10.83,

## RESOLVEU:

Art. 1º Aprovar a constituição, a organização e o funcionamento de sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de créditos e outros direitos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil, contratados por bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento e/ou de crédito, financiamento e investimento, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias.

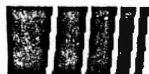
§ 1º A expressão "Companhia Securitizadora de Créditos" deverá constar necessariamente da denominação das sociedades anônimas de que trata este artigo.

§ 2º Os Estatutos da Companhia Securitizadora de Créditos serão aprovados pelo Banco Central do Brasil previamente à constituição da sociedade, devendo declarar expressamente subordinação à presente Resolução e às normas que a sucederem e complementarem.

§ 3º Os Estatutos da Companhia Securitizadora de Créditos disporão ainda que qualquer alteração Estatutária que implique modificação das características previstas na presente Resolução e nas normas que a sucederem e complementarem dependerá de prévia autorização do Banco Central do Brasil, ou de credores que representem 70% (setenta por cento) ou mais do passivo exigível da sociedade, excluídos de tal cômputo eventuais créditos de controlador ou de sociedade coligada, reunidos em assembléia geral de credores especificamente convocada e realizada segundo as normas aplicáveis a assembléias de debenturistas de companhia aberta.

§ 4º As instituições enumeradas no caput deste artigo ficam autorizadas a adquirir participação no capital de Companhia Securitizadora de Créditos.

Art. 2º A cessão dos créditos pelas instituições aludidas no caput do artigo 1º à Companhia Securitizadora de Créditos não se sujeita às



## Minuta de Resolução - (9ª Versão, 24.01.97)

restrições previstas na Resolução nº 1.962, de 27.08.92, observando-se tão somente que:

- a) os créditos cedidos sejam acompanhados de todos os elementos que serviram de base para o seu deferimento na origem, incluindo garantias pessoais; e
- b) nas operações lastreadas por garantia real, a preferência legal sobre os respectivos bens fique assegurada à cessionária, para a eventualidade de ela vir a ser compelida a recorrer aos meios judiciais contra os responsáveis inadimplentes.

Parágrafo único. As exigências das alíneas "a" e "b" do *caput* deste artigo não se aplicam à cessão de títulos de crédito que seja parte do objeto social da entidade cedente.

Art. 3º A Companhia Securitizadora de Créditos poderá captar recursos por meio de emissão de debêntures e de títulos no exterior (obedecidas nesta última hipótese as normas cambiais do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil relativas a prazos mínimos e registro de empréstimos externos em moeda), devendo tais valores mobiliários e/ou títulos ser lastreados em direitos creditórios integrantes do Ativo da Companhia Securitizadora de Créditos.

§ 1º O pagamento de rendimentos, assim como de amortizações ou resgate, pelos valores mobiliários e títulos de que trata o *caput*, será necessariamente vinculado à realização em dinheiro, em igual valor, de direitos creditórios integrantes do Ativo da Companhia Securitizadora de Créditos emissora.

§ 2º Poderão ser emitidas séries de valores mobiliários e/ou títulos vinculadas à realização de determinados direitos creditórios, bem como séries representativas de distintas e sucessivas preferências no recebimento de amortizações e juros de acordo com a vinculação prevista no parágrafo anterior, desde que nos instrumentos de emissão de cada série constem claramente todos os valores e demais condições das demais séries, inclusive suas preferências em relação à da própria série de cuja emissão se trata.

§ 3º A instituição cedente, seja ela ligada ou não à Companhia Securitizadora de Créditos, poderá receber debêntures de emissão desta última em pagamento pela cessão.

§ 4º Ressalvada a hipótese do § 3º deste artigo, instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional somente poderão adquirir títulos ou valores mobiliários de emissão de Companhias Securitizadoras de Crédito com a qual mantenham vínculo de que trata o artigo 34 da lei nº 4.595, de 31.12.64, e o artigo 17 da lei nº 7.492, de 16.06.86, no mercado secundário, observado o prazo mínimo de 90 (noventa) dias entre a data da colocação primária e a data da aquisição de que se trata.



## Minuta de Resolução - (9ª Versão, 24.01.97)

§ 5º Exceto se a Companhia Securitizadora de Créditos for controlada por uma das instituições enumeradas no *caput* do artigo 1º, nas emissões públicas de debêntures deve ser nomeado agente fiduciário banco múltiplo com carteira comercial ou de investimento, banco comercial ou banco de investimento.

§ 6º Relativamente a emissões públicas de debêntures por Companhia Securitizadora de Créditos, a Comissão de Valores Mobiliários expedirá normas disciplinando as condições segundo as quais poder-se-á dispensar de registro a Companhia emissora ou a emissão, bem como criando procedimentos simplificados para registros que não atendam a tais condições.

Art. 4º As Companhias Securitizadoras de Créditos não podem conceder qualquer tipo de crédito, ficando sua atuação restrita à prevista nesta Resolução.

Parágrafo único. O disposto no *caput* deste artigo não impede a contratação de "swap" com vistas a proteção contra riscos decorrentes do descasamento de juros e indexadores dos ativos em relação a juros e indexadores dos títulos e valores mobiliários emitidos.

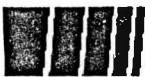
Art. 5º Dependerão de prévia autorização do Banco Central do Brasil:

- a) a transferência do controle da Companhia Securitizadora de Créditos;
- b) dissolução, cisão, fusão, Incorporação ou redução de capital de Companhia Securitizadora de Créditos; e
- c) qualquer cessão de créditos, ou atribuição de qualquer direito sobre tais créditos, pela Companhia Securitizadora de Créditos a controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada segundo a enumeração do artigo 34 da lei nº 4.595, de 31.12.64, bem como a instituição da qual tenham sido adquiridos os mesmos créditos.

§ 1º A autorização de que trata a alínea "c" do *caput* deste artigo:

- I - poderá ser substituída pela autorização de credores representando 50% (cinquenta por cento) ou mais do passivo exigível da Companhia Securitizadora de Créditos, excluídos de tal cômputo eventuais créditos de controlador ou de sociedade coligada, reunidos em assembleia geral de credores especificamente convocada e realizada segundo as normas aplicáveis a assembleias de debenturistas de companhia aberta;
- II - será dispensada se a cessão se fizer por valor igual ou superior ao valor nominal dos créditos, deduzidos juros ainda não incorridos e encargos financeiros embutidos em tal valor nominal sob forma de desconto no momento da constituição dos créditos em questão, ou





## Minuta de Resolução - (9ª Versão, 24.01.97)

de sua aquisição pelo cedente, calculados proporcionalmente ao número de dias a decorrer até a data de vencimento de tais créditos.

§ 2º O disposto no § 1º deste artigo não se aplica a cessão para pessoa não integrante do Sistema Financeiro Nacional, que subordina-se ao disposto no artigo 11 da Resolução nº 1.962, de 27.08.92.

Art. 6º Os recursos provenientes de qualquer pagamento feito a instituição em liquidação extrajudicial por conta de crédito transferido à Companhia Securitizadora de Créditos, com ou sem notificação ao respectivo devedor, não integrarão a massa em liquidação, devendo ser pronta e integralmente repassados à Companhia Securitizadora de Créditos cessionária.

Art. 7º Na hipótese de liquidação extrajudicial de Instituição controladora de Companhia Securitizadora de Créditos, as ações de emissão desta última serão prontamente transferidas pelo liquidante a outra instituição, entre aquelas enumeradas no *caput* do artigo 1º supra, aprovada pelos credores.

Parágrafo único. Para a aprovação de que trata o *caput* deste artigo, o liquidante, no prazo de 30 (trinta) dias de sua nomeação, ou os administradores da Companhia Securitizadora de Créditos, espontaneamente ou mediante solicitação de credores representando 5% (cinco por cento) ou mais do passivo exigível, convocarão assembleia geral

de credores que realizar-se-á segundo as normas aplicáveis a assembleias de debenturistas de companhia aberta e deliberará por maioria.

Art. 8º Facultar às Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, aos Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, às Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidas no País por entidades mencionadas no art. 2º Decreto-Lei nº 2.285, de 23.07.86, e Carteiras de Valores Mobiliários mantidas no País por investidores institucionais estrangeiros, de que tratam os Regulamentos Anexos I, II, III e IV à Resolução nº 1.289, de 20.03.87, o investimento em títulos e valores mobiliários, ainda que de renda fixa, de emissão de Companhias Securitizadoras de Créditos constituídas sob o regime da presente Resolução.

Art. 9º As operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil objeto da cessão de que trata o artigo 1º, com coobrigação, podem ser mantidas, pela entidade cedente, no título contábil utilizado para o registro da operação original.

§ 1º Na hipótese do *caput* deste artigo, o valor correspondente à operação cedida deve ser objeto de registro em subtítulo de uso interno retificador do mesmo título contábil utilizado para o registro da operação original.



## *Minuta de Resolução - (9ª Versão, 24.01.97)*

§ 2º O resultado líquido apurado nas operações relativas aos incisos anteriores deve ser apropriado, como receita ou despesa, conforme o caso, de acordo com a fluência do prazo da operação original.

Art. 10 Nas liquidações extrajudiciais de sociedades de arrendamento mercantil e de bancos múltiplos com carteira de arrendamento mercantil, os liquidantes necessariamente darão integral e imediato cumprimento aos contratos de arrendamento mercantil, inclusive no tocante à entrega do bem arrendado quando do exercício da opção de compra por parte do arrendatário, ficando suprida pela presente Resolução a autorização de que trata o § 1º do artigo 16 da Lei nº 6.024, de 13.03.74.

Art. 11 Ficam o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, nas esferas de suas respectivas competências, autorizados a adotar as medidas e baixar as normas necessárias à execução do disposto nesta Resolução.

Art. 12 Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, [                      ]

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

INSTRUÇÃO CVM Nº 28, DE 23 DE NOVEMBRO DE 1983

Dispõe acerca do exercício de  
função de Agente Fiduciário  
dos Debenturistas.

O Colegiado da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS torna público que, em sessão realizada nesta data, e com fundamento nos artigos 4º e 8º da Lei nº 6.385(1), de 07 de dezembro de 1976 e tendo em vista o disposto no Capítulo V da Lei nº 6.404(2), 15 de dezembro de 1976, resolveu:

NOMEAÇÃO E SUBSTITUIÇÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 1º - Da escritura de emissão pública de debêntures constará, obrigatoriamente, a nomeação de um agente fiduciário para representar a comunhão dos debenturistas, devendo, também, dela constar a sua aceitação para o exercício das funções.

Art. 2º - A escritura de emissão deverá estabelecer, expressamente, as condições de substituição do agente fiduciário, nas hipóteses de ausência e impedimentos temporários, renúncia, morte ou qualquer outro caso de vacuância, pondendo, desde logo, prever substituto para todas ou algumas dessas hipóteses

§ 1º - Em nenhuma hipótese a função de agente fiduciário pode rá ficar vaga por período superior a 30 (trinta) dias, dentro do qual deverá ser realizada assembleia dos debenturistas para a escolha do novo agente fiduciário.

§ 2º - A assembleia a que se refere o paragrafo anterior pode rá ser convocada pelo agente fiduciário a ser substituído, pela companhia emissora, por debenturistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, dos títulos em circulação, ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Se a convocação não ocorrer até 8 (oito) dias antes do termo final do prazo referido no § 1º, caberá à companhia emissora efetua-la.

§ 3º - A CVM poderá nomear substituto provisório nos casos de vacância.

Art. 3º - É facultado aos debenturistas, após o encerramento do prazo para a distribuição das debêntures no mercado, proceder a substituição do agente fiduciário e à indicação de seu eventual substituto, em assembleia dos debenturistas especialmente convocada para esse fim.

Art. 4º - A substituição do agente fiduciário fica sujeita a comunicação prévia à CVM e à sua manifestação acerca do atendimento aos requisitos prescritos no artigo 8º desta Instrução.

Art. 5º - A substituição, em caráter permanente, do agente fiduciário deverá ser objeto de aditamento à escritura de emissão, devendo o mesmo ser averbado no registro do comércio e no registro de imóveis nos quais foi registrada a escritura de emissão.

Art. 6º - O agente fiduciário entra no exercício de suas funções a partir da data da escritura de emissão ou do aditamento relativo à substituição (art. 5º), devendo permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.

(1) Vide vol. I, p. 1

(2) Vide vol. I, p. 11

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 28

REQUISITOS

Art. 7º - Somente podem ser nomeados agentes fiduciários:

I - pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração de companhia; e

II - instituições financeiras que, tendo por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros, hajam sido, em cada emissão, previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil a exercer as funções de agente fiduciário.

Art. 8º - Nas emissões de debêntures que se destinarem à negociação no mercado de valores mobiliários, o agente fiduciário da emissão ou série de debêntures será, obrigatoriamente, instituição financeira, sempre que ocorrer uma das seguintes hipóteses:

I - seja a emissão garantida por caução; ou

II - a emissão ultrapasse o capital social, desde que não se trate de debênture subordinada.

Art. 9º - Para fins de obtenção do registro de emissão e aprovação do aditamento à escritura de emissão (art. 5º) junto à CVM, deverão ser apresentados os seguintes documentos, referentes ao agente fiduciário:

I - tratando-se de instituição financeira:

a) a prova do atendimento ao disposto no inciso II do artigo 7º;

b) declaração de que a instituição não se encontra em nenhuma das situações de conflito de interesses previstas no artigo 10 desta Instrução;

II - tratando-se de pessoa natural, declaração do agente de que não se encontra impedido de exercer as funções em virtude:

a) de lei especial; ou

b) de condenação por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública, a propriedade; ou

c) de pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou

d) de ter sido declarado inabilitado para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta por ato da CVM; ou

e) de ter sido declarado inabilitado para o exercício de cargo de administrador ou para exercer funções em órgãos consultivos, fiscais ou semelhantes em instituições financeiras, por ato do Banco Central do Brasil; ou

f) de encontrar-se em situação de conflito de interesse em face do exercício da função, nos termos do artigo 10 desta Instrução.

INCOMPATIBILIDADE E RESTRIÇÕES

Art. 10 - Não pode ser agente fiduciário:

I - pessoa natural ou instituição financeira:

a) que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia ou em sociedade coligada, controlada, controladora da emissora ou integrante do mes-

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução nº 28

no grupo;

b) que exerça cargo ou função, ou preste auditoria ou assessoria de qualquer natureza à companhia emissora, sua coligada, controlada ou controladora, ou sociedade integrante do mesmo grupo;

c) que seja associada a outra que já exerça as funções de agente fiduciário nas condições previstas nas alíneas anteriores;

d) de que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesse pelo exercício da função.

II - instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por ela controlada;

III - credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ela controlada;

IV - instituição financeira:

a) cujos administradores tenham interesse na companhia;

b) cujo capital votante pertença, na proporção de 10% (dez por cento) ou mais, à companhia emissora, a seu administrador ou sócio;

c) que direta ou indiretamente controle ou que seja direta ou indiretamente controlada pela companhia emissora.

REMUNERAÇÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 11 - A escritura de emissão deverá estipular o montante, modo de atualização, periodicidade e condições de pagamento da remuneração a ser atribuída ao agente fiduciário e a seu eventual substituto devendo a mesma ser compatível com as responsabilidades e com o grau de dedicação e diligência exigidos para o exercício da função.

DEVERES DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 12 - São deveres do agente fiduciário:

I - proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;

II - renunciar à função, na hipótese de superveniência de conflito de interesse ou de qualquer outra modalidade de inaptidão;

III - conservar em boa guarda toda a escrituração, correspondência e demais papéis relacionados com o exercício de suas funções;

IV - verificar a observância, pela companhia emissora, dos limites de emissão prescritos no artigo 60 da Lei nº 6.404/76, em função da garantia real oferecida;

V - verificar, no momento de aceitar função, a veracidade das informações contidas na escritura de emissão, diligenciando no sentido de que sejam sanadas as omissões, falhas ou defeitos de que tenha conhecimento;

VI - promover nos competentes órgãos, caso a companhia não o faça, o registro da escritura de emissão e respectivos aditamento, sanando as lacunas e irregularidades porventura neles existentes; neste caso, o oficial do re

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução nº 28

gistro notificará a administração da companhia para que esta lhe forneça as indicações e documentos necessários;

VII - acompanhar a observância da periodicidade na prestação das informações obrigatórias, alertando os debenturistas acerca de eventuais omissões ou inverdades constantes de tais informações;

VIII - emitir parecer sobre a suficiência das informações constantes das propostas de modificações nas condições das debêntures;

IX - verificar a regularidade da constituição das garantias reais, flutuantes e fidejussórias, bem como o valor dos bens dados em garantia, observando a manutenção de sua suficiência e exeqüibilidade;

X - examinar a proposta de substituição de bens dados em garantia, quando esta estiver autorizada pela escritura de emissão, manifestando a sua expressa e justificada concordância;

XI - intimar a companhia a reforçar a garantia dada, na hipótese de sua deterioração ou depreciação;

XII - solicitar, quando julgar necessário para o fiel desempenho de suas funções, certidões atualizadas dos distribuidores cíveis, das Varas de Fazenda Pública, cartórios de protesto, Juntas de Conciliação e Julgamento, Procuradoria da Fazenda Pública, onde se localiza a sede do estabelecimento principal da companhia emissora e, também, da localidade onde se situe o imóvel hipotecado;

XIII - solicitar, quando considerar necessário, auditoria extraordinária na empresa;

XIV - examinar, enquanto puder ser exercido o direito à conversão de debêntures em ações, a alteração do estatuto da companhia emissora que objetiva mudar o objeto da companhia, ou criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures, cumprindo-lhe ou convocar assembleia especial dos debenturistas para deliberar acerca da matéria, ou aprovar, nos termos do § 2º do artigo 57 da Lei nº 6.404/76, a alteração proposta;

XV - convocar, quando necessário, a assembleia de debenturistas, através de anúncio publicado, pelo menos por três vezes, nos órgãos de imprensa onde a companhia emissora deve efetuar suas publicações;

XVI - comparecer à assembleia dos debenturistas a fim de prestar as informações que lhe forem solicitadas;

XVII - elaborar relatório destinado aos debenturistas, nos termos do artigo 58, § 1º, b da Lei nº 6.404/76, o qual deverá conter, ao menos, as seguintes informações:

a) eventual omissão ou inverdade, de que tenha conhecimento, contida nas informações divulgadas pela companhia ou, ainda, o inadimplemento ou atraso na obrigação prestação de informações pela companhia;

b) alterações estatutárias ocorridas no período;

c) comentários sobre as demonstrações financeiras da companhia enfocando os indicadores econômicos, financeiros e de estrutura de capital da empresa;

d) posição da distribuição ou colocação das debêntures no mercado;

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução nº 28

e) resgate, amortização, conversão, repactuação e pagamento de juros das debêntures realizados no período, bem como aquisições e vendas de debêntures efetuadas pela companhia emissora;

f) constituição e aplicações do fundo de amortização de debêntures, quando for o caso;

g) acompanhamento da destinação dos recursos captados através da emissão de debêntures, de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da companhia emissora;

h) relação dos bens e valores entregues à sua administração;

i) cumprimento de outras obrigações assumidas pela companhia na escritura de emissão;

j) declaração acerca da suficiência e exequibilidade das garantias das debêntures;

l) declaração sobre sua aptidão para continuar exercendo a função de agente fiduciário.

XVIII - colocar o relatório de que trata o inciso anterior à disposição dos debenturistas no prazo máximo de 4 (quatro) meses a contar do encerramento do exercício social da companhia, ao menos nos seguintes locais:

a) na sede da companhia;

b) no seu escritório ou, quando instituição financeira, no local por ela indicado;

c) na CVM;

d) nas Bolsas de Valores, quando for o caso; e

e) na instituição que liderou a colocação das debêntures.

XIX - publicar, nos órgãos da imprensa onde a companhia emissora deva efetuar suas publicações, anúncio comunicando aos debenturistas que o relatório se encontra à sua disposição nos locais indicados no inciso XVIII;

XX - manter atualizada a relação dos debenturistas e seus endereços, mediante, inclusive, gestões junto à companhia emissora;

XXI - coordenar o sorteio das debêntures a serem resgatadas ou amortizadas, inutilizando os certificados correspondentes às debêntures resgatadas;

XXII - administrar os recursos oriundos da emissão de debêntures na ocorrência da hipótese prevista no § 2º do artigo 60 da Lei nº 6.404/76;

XXIII - fiscalizar o cumprimento das cláusulas constantes da escritura de emissão, especialmente daquelas impositivas de obrigações de fazer e de não fazer;

XXIV - notificar os debenturistas, se possível individualmente, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura de emissão, indicando o local em que fornecerá aos interessados maiores esclarecimentos. Comunicação de igual teor deve ser enviada:

a) à CVM;

b) às Bolsas de Valores, quando for o caso;

c) ao Banco Central do Brasil, quando se tratar de instituição por ele autorizada a funcionar.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução nº 28

Art. 13 - No caso de inadimplemento da companhia, o agente fiduciário deverá usar de toda e qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, devendo para tanto:

I - declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar seu principal e acessórios;

II - executar garantias reais, aplicando o produto no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas;

III - requerer a falência da companhia emissora se não existirem garantias reais;

IV - tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem seus créditos; e

V - representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora.

Parágrafo Único - O agente fiduciário somente se eximirá da responsabilidade pela não adoção das medidas contempladas nos incisos I a IV se, convocada a assembleia dos debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação da unanimidade das debêntures em circulação. Na hipótese do inciso V, será suficiente a deliberação da maioria das debêntures em circulação.

Art. 14 - As despesas necessárias à salvaguarda dos direitos e interesses dos debenturistas, descritas nesta Instrução, correção por conta da companhia emissora.

§ 1º - O agente fiduciário prestará contas à companhia emissora das despesas mencionadas no caput deste artigo, para o fim de ser, imediatamente, por ela ressarcido.

§ 2º - O crédito do agente fiduciário por despesas que tenha feito para proteger direitos e interesses ou realizar créditos dos debenturistas, que não tenha sido saldado na forma do parágrafo anterior, será acrescido à dívida da companhia emissora e gozará das mesmas garantias das debêntures, preferindo a estas na ordem de pagamento.

OUTRAS FUNÇÕES DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 15 - A escritura de emissão poderá ainda atribuir ao agente fiduciário as seguintes funções:

I - autenticar os certificados de debêntures;

II - administrar o fundo de amortização, se houver;

III - manter em custódia os bens dados em garantia das debêntures;

IV - efetuar os pagamentos de juros, amortizações e resgate.

Parágrafo Único - As atribuições referidas nos incisos III e IV somente poderão ser exercidas pelo agente fiduciário que for instituição financeira.

CLÁUSULAS RESTRITIVAS AOS DEVERES, ATRIBUIÇÕES  
E RESPONSABILIDADES DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 16 - Serão reputadas não escritas as cláusulas da escritura de emissão que restringirem os deveres, atribuições e responsabilidades do agente fiduciário previstos nesta Instrução.



CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução nº 28

RESPONSABILIDADES CIVIL DO AGENTE FIDUCIÁRIO

Art. 17 - O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício de suas funções.

FISCALIZAÇÃO DA CVM

Art. 18 - A CVM poderá suspender, cautelarmente, o agente fiduciário e dar-lhe substituto, se deixar de cumprir seus deveres.

Art. 19 - O descumprimento das disposições constantes desta Instrução configura infração grave, para os efeitos do § 3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76.

DISPOSIÇÃO FINAL

Art. 20 - Esta Instrução entra em vigor 45 (quarenta e cinco) dias após a sua publicação no Diário Oficial da União.

Herculano Borges da Fonseca  
PRESIDENTE

d.c.u. 29.11.83.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

INSTRUÇÃO CVM Nº 13, DE 30 DE SETEMBRO DE 1980

Dispõe acerca de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os Artigos 82 e 170, da Lei nº 6.404<sup>(1)</sup>, de 15 de dezembro de 1976.

O Colegiado da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS torna público que em reunião realizada em 08 de setembro de 1980, com fundamento no disposto nos Artigos 4º, inciso VI, 8º, inciso I e 19, § 5º, da Lei nº 6.385<sup>(2)</sup>, de 07 de dezembro de 1976, resolveu baixar a seguinte Instrução:

CONDIÇÕES DE AUMENTO

Art. 1º - A subscrição de novas ações em aumento de capital de companhia aberta, mesmo pelos antigos acionistas no exercício de seu direito de preferência, só pode iniciar-se estando o registro de companhia atualizado (Instrução CVM nº 09<sup>(3)</sup>, de 11.10.79).

Art. 2º - O aumento de capital por subscrição de ações pode ser deliberado pela assembléia geral ou pelo conselho de administração, conforme dispuser o estatuto.

Art. 3º - O anúncio de convocação da assembléia geral para deliberar sobre aumento de capital mediante subscrição de ações deverá conter, além do local, data e hora da assembléia, da ordem do dia, da indicação da matéria, o montante, número, espécie, classe das ações a serem emitidas e outras características do aumento proposto julgadas necessárias.

Parágrafo Único - Em se tratando de companhia com ações admitidas à negociação em bolsa, deverá ser encaminhado, concomitantemente à publicação, edital de convocação e respectiva proposta, se houver, à Bolsa de Valores.

Art. 4º - A deliberação de aumentar o capital deverá dispor sobre o seguinte:

I - se o aumento será mediante subscrição pública ou particular;

II - prazo para o exercício do direito de preferência, se houver, e data de seu início;

III - condições de subscrição, explicitando forma e percentuais de integralização das ações e a data dos respectivos pagamentos;

IV - características das ações a serem emitidas (quantidade, espécie, classe, forma, vantagens, restrições e direitos, inclusive quanto à participação ou não nos dividendos do exercício em curso);

V - necessidade de ratificação da deliberação, se for o caso, por titulares da(s) classe(s) de ações preferenciais interessadas, caso não tenha sido previamente aprovada;

VI - preço de emissão e respectiva justificativa ou, se for o caso, de delegação ao conselho de administração, para fixá-lo;

VII - na hipótese de subscrição particular, se a colocação das sobras das ações não subscritas far-se-á mediante:

a) venda em bolsa, em benefício da companhia; ou

b) rateio, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, re

(1) Vide vol. I, p. 11

(2) Vide vol. I, p. 1

(3) Vide vol. III, p. 3.7

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

serva de sobras; nesse caso, mencionar que a condição consta  
rá dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado  
será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior;

VIII - em se tratando de subscrição pública;

a) estabelecer qual o procedimento a ser adotado na distribuição,  
explicitando o tipo de tratamento que será dado aos interessa-  
dos em subscrever as ações, cabendo esclarecer:

a.1) se haverá garantia de acesso a todos os investidores (art.  
32); ou

a.2) se será adotado um procedimento diferenciado (art. 33);

b) existindo direito de preferência, se após o seu término e an-  
tes da distribuição pública, haverá rateio das sobras de ações  
na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que  
tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de  
sobras;

IX - prazo para entrega dos certificados ou títulos múltiplos de ações  
ou das cautelas que as representem, se houver, fixado no máximo em 60 (sessenta)  
dias após a homologação do aumento de capital.

PRAZO PARA A SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES

Art. 5º - A subscrição das ações deverá ser efetivada até o período  
máximo de seis meses, sendo que seu início será contado da seguinte forma:

I - na constituição por subscrição pública, a partir do primeiro depó-  
sito bancário de entrada recebido;

II - no aumento de capital por subscrição:

a) havendo direito de preferência, a partir da data de início do  
prazo para seu exercício;

b) não havendo esse direito, a partir da data da assembléia geral  
extraordinária ou reunião do conselho de administração que de-  
liberar sobre a emissão.

SUBSCRIÇÃO PÚBLICA DE AÇÕES

Art. 6º - A constituição da companhia por subscrição pública ou a  
distribuição de ações junto ao público, decorrente de aumento de capital, dependem  
de prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Art. 7º - Considera-se pública a subscrição de ações ofertadas median-  
te:

I - a utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, pros-  
pectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de novos subscritores não acionistas por meio de empre-  
gados, administradores ou através de pessoas físicas ou jurídicas integrantes ou  
não do sistema de distribuição de valores mobiliários;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto  
ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação, quando diri-  
gida a não acionistas da sociedade emissora.

Art. 8º - A distribuição de ações mediante subscrição pública só pode  
ser efetuada no mercado com intermediação das instituições integrantes do sistema  
de distribuição de valores mobiliários.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

INSTRUÇÃO DO PEDIDO DE REGISTRO

Art. 9º - O registro de emissão para constituição de companhia será requerido à CVM pelos fundadores e, para o aumento de capital, pelo representante legal da companhia emissora, através da instituição líder da distribuição.

Art. 10 - O pedido de registro será instruído com os seguintes documentos:

I - cópia do contrato de distribuição das ações e/ou garantia de subscrição, dos quais deverão constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no anexo IV;

II - contrato de garantia de liquidez, se houver;

III - formulários preenchidos conforme anexo I;

IV - modelo de boletim de subscrição com identificação de sua numeração, o qual deverá conter, obrigatoriamente:

a) espaço para a assinatura do investidor;

b) condições de integralização e subscrição de sobras;

c) declaração impressa do investidor de haver tomado conhecimento da existência do prospecto e da forma de obtê-lo;

V - análise econômico-financeira, caso o líder da distribuição a tenha elaborado;

VI - minuta do prospecto (art. 18);

VII - declaração de sobras, ou da quantidade mínima de ações destinada à distribuição pública, no caso de adoção da sistemática de garantia de acesso a todos os investidores (art. 32);

VIII - estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, elaborado pela companhia (art. 14, § 1º), que deverá contemplar:

a) análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviço da companhia, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas;

b) suprimento de matérias primas;

c) retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para a sua elaboração;

Parágrafo 1º - A apresentação do estudo de viabilidade econômico-financeira somente será obrigatória nos casos de:

a) constituição de companhia por subscrição pública;

b) emissão de ações de companhia em fase pré-operacional;

c) a perspectiva de rentabilidade da companhia ser admitida, na justificativa do preço de emissão, como parâmetro prevalecente, dentre os três estabelecidos pelo artigo 170 da Lei nº 6.404, de 15.12.76;

d) emissão de ações que represente parcela substancial de recursos em relação ao patrimônio líquido da companhia, considerando o balanço referente ao último exercício social, visando à expansão, diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas.

Parágrafo 2º - Na hipótese de o preço de emissão ser fixado posteriormente ao pedido de registro, a companhia deverá submeter à CVM a ata do órgão que deliberou sobre sua fixação acompanhada da respectiva justificativa, antes da conclusão do registro.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

PRAZOS DE ANÁLISE

Art. 11 - O registro tornar-se-á automaticamente efetivado se o pedido não for indeferido, dentro de 30 (trinta) dias após a sua apresentação à CVM, mediante protocolo, com os documentos e informações exigidos.

Parágrafo 1º - O prazo de 30 (trinta) dias poderá ser interrompido uma única vez, caso a CVM solicite ao líder do lançamento, por ofício com cópia para a emissora, documentos e informações adicionais sobre a companhia.

Parágrafo 2º - Para atendimento das eventuais exigências, será concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias, contados do recebimento da correspondência respectiva.

Parágrafo 3º - No caso de as exigências da CVM serem cumpridas de pois de decorridos 15 (quinze) dias do pedido de registro, passará a fluir novo prazo de 30 (trinta) dias, contados da data do cumprimento das exigências.

DEFERIMENTO

Art. 12 - O deferimento do registro será comunicado ao líder da distribuição, por ofício, com cópia para a companhia, onde constarão as principais características da distribuição registrada.

INDEFERIMENTO

Art. 13 - O registro poderá ser denegado nas seguintes hipóteses:

- a) por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, em se tratando de constituição de companhia;
- b) quando a companhia não cumprir as eventuais exigências, inclusive as relativas as modificações no estatuto social, no prazo fixado no artigo 11, § 2º;

Parágrafo único - Na hipótese de indeferimento, todos os documentos que instruírem o pedido serão devolvidos.

VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES

Art. 14 - Os administradores da companhia emissora são responsáveis pela veracidade das informações encaminhadas à CVM, através do líder da distribuição, por ocasião do registro.

Parágrafo 1º - Ao líder da distribuição cabe desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações, fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, e necessárias a uma tomada de decisão por parte de investidores, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do parecer sobre a viabilidade de econômico-financeira do empreendimento (Art. 10, § 1º), que venham a integrar o prospecto da emissão.

Parágrafo 2º - O registro de que trata esta Instrução não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da companhia, bem como sobre as ações a serem distribuídas.

INTERMEDIÁRIOS

Art. 15 - As instituições de que trata o Art. 8º desta Instrução poderão formar consórcio com o fim específico de distribuir ações no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão.

Parágrafo 1º - O consórcio será regulado por contrato e subcontratos dos quais constarão, obrigatoriamente, as condições e os limites de obrigação de cada instituição participante e a outorga de poderes de representação das sociedades.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

...as consorciadas ao líder da distribuição.

Parágrafo 2º - A responsabilidade de cada uma das instituições participantes do consórcio formado, nos termos deste artigo, corresponde ao montante do risco assumido no instrumento de contrato de que trata o parágrafo anterior, observadas as disposições do art. 17.

Art. 16 - Não serão admitidas alterações relativas a taxas e características de garantia de subscrição, no contrato de distribuição firmado entre a companhia emissora e a instituição líder.

Art. 17 - Ao líder da distribuição cabem, além daquela prevista no art. 14, as seguintes obrigações:

I - avaliar, em conjunto com a companhia emissora, a viabilidade de distribuição, suas condições e o tipo de contrato a ser celebrado;

II - solicitar o registro devidamente instruído (art. 10) juntamente com a companhia emissora e assessorá-la em todas as etapas da emissão;

III - formar o consórcio do lançamento, se for o caso;

IV - informar à CVM os participantes do consórcio, bem como os que aderirem posteriormente, discriminando a quantidade de ações inicialmente atribuída a cada um;

V - comunicar à CVM, imediatamente, qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou o seu distrato, ressalvado o disposto no art. 16;

VI - encarregar-se de remeter à CVM, mensalmente, além do seu próprio, se for o caso, mapas-relatórios indicativos do movimento de distribuição de ações, os quais deverão ser elaborados por cada um dos participantes do consórcio, conforme modelo do anexo V ou VI, de acordo com o tipo de contrato. Em qualquer hipótese, deverão os referidos mapas ser encaminhados 15 (quinze) dias após o encerramento da distribuição;

VII - elaborar o prospecto (art. 18);

VIII - publicar os anúncios de início e encerramento de distribuição (arts. 25 e 30);

IX - acompanhar e controlar a sistemática de distribuição do lançamento (arts. 31 e 32);

X - controlar os boletins de subscrição, devendo devolver à empresa emissora os boletins não utilizados, no prazo máximo de 30 dias após o encerramento da distribuição;

Parágrafo único - As instituições participantes do consórcio são obrigadas a manter à disposição do público o prospecto (art. 19).

PROSPECTO

Art. 18 - Prospecto é o documento que contém os dados básicos sobre a companhia emissora, ou a que estiver sendo constituída, e a distribuição, devendo consubstanciar as informações previstas no anexo I desta Instrução, bem como o relatório da administração e demonstrações financeiras, com o respectivo parecer dos auditores independentes, relativas ao último exercício encerrado, a última atualização anual as trimestrais subsequentes, além de outros fatos relevantes.

Art. 19 - O prospecto deverá estar à disposição do público, para entrega, durante o período de distribuição, em número suficiente de exemplares, nos locais de distribuição da emissão (art. 17, Parágrafo único).

Art. 20 - É permitida a utilização do prospecto preliminar na fase que anteceder o registro de emissão, desde que as informações nele contidas sejam aquelas referidas no art. 18.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

Art. 21 - No prospecto mencionado no artigo anterior, deverá constar a caracterização "Prospecto Preliminar" em sua capa, além de mencionar, expressamente, o seguinte:

I - "As informações contidas nesta publicação serão objeto de análise por parte da Comissão de Valores Mobiliários, que examinará a consistência das mesmas";

II - "O prospecto definitivo será colocado à disposição dos investidores, para entrega, nos locais onde serão colocadas as ações junto ao público, durante o período de distribuição".

Parágrafo Único - Para os casos em que haja recebimento de reservas, deverá ainda ser incluído no prospecto preliminar o seguinte:

- "é admissível o recebimento de reservas, a partir da data de entrada do pedido de registro na CVM, para subscrição de ações, as quais somente poderão ser confirmadas após o início do período de distribuição a que se refere o art. 26 da Instrução CVM nº 13/80".

Art. 22 - O prospecto será dispensado a critério da CVM, quando as ações a serem distribuídas no mercado constituírem volume pouco significativo em relação ao montante da emissão.

Parágrafo Único - A dispensa do prospecto não implica dispensa de publicação dos anúncios de início e encerramento da distribuição (arts. 25 e 30).

MATERIAL PUBLICITÁRIO

Art. 23 - A utilização de qualquer texto publicitário para a oferta, anúncio ou promoção da distribuição da emissão, somente poderá ser adotada após a concessão do registro e dependerá de exame e prévia aprovação por parte da CVM.

Parágrafo Único - A CVM, no prazo de dois dias úteis, contados da data da entrega, deverá manifestar sua aprovação. Findo esse prazo sem que haja manifestação da CVM, considerar-se-á aprovado o texto publicitário.

Art. 24 - O texto publicitário não poderá divergir das informações do prospecto e deverá conter, pelo menos:

I - nome, endereço da sede e objetivo social da companhia;

II - o capital social subscrito e integralizado;

III - o lucro líquido e valor patrimonial por ação, relativos aos três últimos exercícios sociais encerrados, se houver;

IV - características da emissão: valor total; quantidade, espécie, classe e forma das ações e valor nominal, se for o caso;

V - preço de emissão da ação, condições de financiamento, se for o caso, e de integralização;

VI - número e data do registro na CVM;

VII - logo após as indicações do item anterior, o seguinte texto:

"O registro na Comissão de Valores Mobiliários significa que se encontram em poder da Comissão e também do líder da distribuição, e dois consorciados, os documentos e informações necessárias à avaliação, pelo investidor, do investimento".

VIII - nome do líder e consorciados, se houver, encarregados da distribuição das ações e respectivos locais de venda;

IX - o seguinte texto:

"para maiores esclarecimentos a respeito de referida emissão, bem

CVM - COMISSÃO L. VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

como para a obtenção de exemplar do prospecto, deverão os interessados dirigir-se às instituições supracitadas".

X - nome do agente emissor de certificado ou da instituição que houver sido contratada para o serviço de ações escriturais, se for o caso.

DIVULGAÇÃO E PERÍODO DA DISTRIBUIÇÃO

Art. 25 - O líder deverá dar ampla divulgação ao lançamento através de anúncio de início da distribuição, conforme anexo II, publicado pelo menos dois dias, em jornal de grande circulação da localidade onde a companhia emissora efetua as publicações ordenadas pela lei da sociedade por ações.

Art. 26 - A distribuição pública das ações só pode ser iniciada após:

- I - concessão do registro pela CVM;
- II - publicação dos anúncios de início de distribuição (art. 25);
- III - o prospecto estar disponível para entrega aos investidores;
- IV - o término do prazo concedido para o recebimento de reservas de subscrição, se admitidas.

Art. 27 - É admissível o recebimento de reservas para subscrição de ações, desde que:

- I - tenha sido requerido o registro da distribuição;
- II - haja prospecto preliminar à disposição dos investidores;

Parágrafo Único - As reservas só poderão ser confirmadas após o cumprimento das condições estabelecidas no artigo 26.

Art. 28 - As instituições consorciadas poderão exigir que as reservas sejam efetuadas mediante depósito em dinheiro, em conta bloqueada, em instituição (ões) autorizada(s), indicada(s) pelo líder do lançamento, cuja movimentação será efetuada por este, obedecidas as seguintes normas:

- a) não poderá haver desistência por parte dos interessados, devendo tal fato constar do documento de aceitação de reservas;
- b) apurados os montantes das reservas e das sobras disponíveis e efetuado o rateio, se for o caso, o líder do lançamento autorizará a liberação das importâncias correspondentes às subscrições a serem efetuadas por intermédio de cada consorciado;
- c) havendo rateio, o líder do lançamento autorizará, no prazo de 3 (três) dias úteis, a liberação do saldo não utilizado dos depósitos, a favor dos respectivos depositantes.

Art. 29 - A distribuição das ações, inclusive aquela decorrente de garantia prestada pelo líder ou consorciados, encerrar-se-á no prazo fixado no artigo 5º.

Art. 30 - Até quinze dias após o encerramento da distribuição, o líder está obrigado a publicar, no mínimo por uma vez, na forma prevista no artigo 25, anúncio de encerramento da distribuição, conforme anexo III.

GARANTIA DE ACESSO AOS INVESTIDORES

Art. 31 - Os fundadores ou a companhia emissora e a instituição líder do lançamento deverão estabelecer qual o procedimento a ser adotado na distribuição, explicitando o tipo de tratamento que será dado aos interessados em subscriver as ações, cabendo esclarecer:



CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Instrução CVM nº 13/80

- I - se houver garantia de acesso a todos os investidores; ou
- II - se será adotado um procedimento diferenciado.

Art. 32 - Entende-se por garantia de acesso a todos os investidores, a adoção, pela companhia emissora e pelo líder do lançamento, dos seguintes procedimentos:

I - utilização da sistemática de reservas, cabendo à companhia emissora estabelecer o percentual mínimo da emissão destinado à distribuição pública;

II - o recebimento de reservas, por todos os consorciados, será obrigatório até o décimo dia útil, contado da publicação dos anúncios de início de distribuição (art. 25);

III - a instituição líder deverá fixar o prazo máximo para a confirmação das reservas;

IV - a companhia poderá estabelecer, por subscritor, uma quantidade mínima de ações, cujas reservas serão excluídas do rateio;

V - na hipótese de o somatório das reservas individuais de que trata o item IV acima, ultrapassar o volume das sobras, será procedido o rateio, tomando-se por base de cálculo, exclusivamente a quantidade mínima de ações prefixada pela companhia;

Art. 33 - Entende-se por procedimento diferenciado todo aquele que divergir da sistemática a que se refere o Art. 32.

SUSPENSÃO DA DISTRIBUIÇÃO

Art. 34 - A CVM poderá suspender, a qualquer tempo, a distribuição que se esteja processando em condições diversas das constantes da presente Instrução e/ou do registro, ou quando a mesma tiver sido havida como ilegal ou fraudulenta, ainda que após efetuado o respectivo registro.

INFRAÇÃO GRAVE

Art. 35 - Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição:

I - que se esteja processando em condições diversas das constantes no registro;

II - realizada sem prévio registro na CVM;

III - efetivada sem intermediação das instituições mencionadas no art. 8º.

PREÇOS DOS SERVIÇOS PRESTADOS

Art. 36 - Para o registro a que se refere o art. 9º da presente Instrução, poderá ser cobrada pela CVM, à companhia emissora, quantia a ser fixada pelo Conselho Monetário Nacional.

OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

Art. 37 - A emissão dos demais valores mobiliários aplicam-se, no que couber, as normas desta Instrução.



CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13.80

1. COMPOSIÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

Atual (Posição na data da AGE/RCA que deliberou sobre o aumento)

ESPECIE E CLASSE DE AÇÕES	SUBSCRITO		INTEGRALIZADO	
	QUANTIDADE	VALOR	QUANTIDADE	VALOR

Valor Nominal: Cr\$

Após o aumento

ESPÉCIE E CLASSE DE AÇÕES	SUBSCRITO		INTEGRALIZADO	
	QUANTIDADE	VALOR	QUANTIDADE	VALOR

OBS: a) No caso de constituição de companhia, neste item deverá constar, em substituição aos quadros, a posição do capital após a distribuição destacando a parte a ser formada por bens, a discriminação desses bens e o valor a eles atribuído pelos fundadores.

b) Quando a AGE/RCA deliberar também aumento por capitalização de lucros e reservas deverá ser apresentada a composição do capital após a referida capitalização.

2. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DA EMISSÃO

ESPECIE E CLASSE DAS AÇÕES	QUANTIDADE (A)	PREÇO(S) DE EMISSÃO (B)	MONTANTE (C) = A.B
ORDINARIAS			
PREFERENCIAIS - classe " "			
- classe " "			
T O T A L			
		CUSTO DA DISTRIBUIÇÃO	
		MONTANTE LÍQUIDO P/A COMPANHIA	

OBSERVAÇÃO: Somente enviar o quadro à CVM quando tiver sido fixado o preço da emissão.

3. DEMONSTRATIVO DO CUSTO DA DISTRIBUIÇÃO

3.1. % em relação ao preço unitário de distribuição

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

- . Taxa de Garantia de Subscrição
- . Taxa de Distribuição
- . Despesas decorrentes do Registro
- . Taxa de Coordenação
- . Outras

3.2. Custo unitário do lançamento

4. CONDIÇÕES E PRAZO DE SUBSCRIÇÃO E INTEGRALIZAÇÃO

☐ A VISTA

☐ A PRAZO - .....% A VISTA E O RESTANTE EM ..... PARCELAS (DISCRIMINAR O MONTANTE E RESPECTIVAS DATAS DE PAGAMENTO).

OBSERVAÇÃO: Deverão ser mencionados os seguintes prazos e condições:

- a) da distribuição junto ao público;
- b) da posterior distribuição em decorrência da prestação de garantia;
- c) condições de financiamento, se for o caso; e
- d) prazo para entrega dos certificados das ações ou títulos múltiplos ou das cauteias que as representem.

5. CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DAS AÇÕES

Especificar as condições do contrato de distribuição no que concerne à colocação das ações junto ao público e eventual garantia de subscrição prestada pelo líder e consorciados.

Líder: Nome e quota.

Consortiados: Nome e quota de cada um, se for o caso.

Agente Emissor de Certificados, se for o caso.

6. DIREITOS, VANTAGENS E RESTRIÇÕES DAS AÇÕES A SEREM DISTRIBUÍDAS, ESPECIFICANDO, INCLUSIVE, AQUELES OCORRENTES DE EVENTUAIS DECISÕES DA ASSEMBLÉIA OU DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO QUE DELIBEROU O AUMENTO.

7. NA HIPÓTESE DE EMISSÃO DE AÇÕES SEM VALOR NOMINAL, ESPECIFICAR QUAL A PARTE DO PREÇO DE EMISSÃO DESTINADA À FORMAÇÃO DE RESERVA DE CAPITAL.

8. COTAÇÃO EM BOLSA DE VALORES NOS ÚLTIMOS DOZE MESES DAS AÇÕES A SEREM DISTRIBUÍDAS.

ESPECIE DE AÇÃO

BOLSA DE VALORES

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

MÊS	MÍNIMA	MEDIA	MAXIMA	VOLUME (1000)	NÚMERO DE PREGÕES
-----	--------	-------	--------	------------------	----------------------

OBS.: Caso tenha ocorrido aumento de capital ou distribuição de dividendos no período, informar a época em que foram iniciadas as negociações "ex-direitos".

9. JUSTIFICATIVA DO PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES A SEREM DISTRIBUÍDAS (preencher quando da fixação).

10. PROCEDIMENTO DA DISTRIBUIÇÃO

Caracterizar o procedimento previsto, explicitando o tipo de tratamento que se dará aos interessados em subscrever as ações, esclarecendo se haverá garantia de acesso a todos os investidores, ou se será adotado procedimento diferenciado. Em qualquer das duas hipóteses, detalhar a sistemática conforme artigos 31 a 33 da Instrução.

11. DESTINAÇÃO DE RECURSOS

Expor clara e objetivamente o destino dos recursos provenientes da emissão, bem como seu impacto na situação patrimonial e nos resultados da companhia. Nos casos em que os recursos destinarem-se a expansão, diversificação das atividades ou aplicação em controladas e coligadas e o montante da emissão for significativo, fornecer informações adicionais sobre os investimentos.

12. ESTUDO DE VIABILIDADE ECONÔMICA NAS HIPÓTESES PREVISTAS NO ART. 10, § 1º.

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

14. RELAÇÕES DA EMPRESA EMISSORA COM O LÍDER DA DISTRIBUIÇÃO E MEMBROS DO CONSÓRCIO

Informações tais como empréstimos, investimentos e outras relações eventualmente existentes, inclusive com instituições financeiras que façam parte de conglomerado a que pertençam os consorciados.

15. CONTRATO DE GARANTIA DE LIQUIDEZ.

Caso tenha sido firmado, informar suas principais características (prazo, volume de recursos em relação à emissão, indicação da(s) instituição(ões) intermediárias participantes).

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

16. INFORMAÇÕES A SEREM DADAS NA HIPÓTESE DE CONSTITUIÇÃO DE COMPANHIA:

- a) existência ou não de autorização para aumento de capital, independentemente de reforma estatutária;
- b) obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias dispendidas e por dispendar;
- c) as vantagens particulares a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que os regula;
- d) autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária;
- e) instituições autorizadas a receber as entradas;
- f) solução prevista para o caso de excesso de subscrição;
- g) prazo dentro do qual deverá realizar a assembléia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação dos bens, se for o caso;
- h) o nome, a nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito;
- i) a instituição financeira líder da distribuição, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizeram menção, para exame de qualquer interessado.

A N E X O     I I

ANÚNCIO DE INÍCIO DA DISTRIBUIÇÃO

- I - Nome e endereço da companhia emissora;
- II - Nome e endereço da líder e consorciadas;
- III - Nome do agente emissor de certificados, ou da instituição que houver sido contratada para o serviço de ações escriturais, se for o caso;
- IV - Características da emissão:
  - a) data da assembléia geral ou da reunião do Conselho de Administração que deliberou a emissão;
  - b) valor, quantidade, espécie, classe e forma das ações emitidas;
  - c) quantidade, espécie, classe e forma das ações a serem distribuídas (sobras), ou quantidade mínima de ações a serem distribuídas, no caso de adoção de garantia de acesso a todos os investidores (Art. 32 da Instrução);
  - d) preço de emissão das ações a serem distribuídas, condições de integralização e de financiamento para aquisição, se for o caso;
  - e) direitos, vantagens e restrições das ações a serem distribuídas, especificando, inclusive, aqueles decorrentes de eventuais decisões da assembléia ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento;
- V - Data do início da distribuição das ações;
- VI - Procedimento previsto para a distribuição, explicitando o tipo de tratamento que será dado aos interessados em subscrever as ações, esclarecendo se haverá garantia de acesso a todos os investidores, ou se será adotado procedimento diferenciado. Em qualquer das duas hipóteses, detalhar a sistemática, conforme artigos 31 a 33 da Instrução;

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

- VII - Esclarecimento de que maiores informações sobre a distribuição poderão ser obtidas na líder e/ou consorciadas, ou na CVM;
- VIII- Número e data do registro na CVM, de forma destacada;
- IX - Os dizeres, de forma destacada: "O registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre as ações a serem distribuídas".

A N E X O   I I I

ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO DA DISTRIBUIÇÃO

- I - Nome e endereço da companhia emissora;
- II - Quantidade, espécie, classe, forma e preço das ações distribuídas;
- III - Relação das instituições que participaram do lançamento (líder e consorciadas);
- IV - Nome do agente emissor de certificados, ou da instituição que houver sido contratada para o serviço de ações escriturais, se for o caso;
- V - Data da assembleia de constituição ou de homologação do aumento de capital, ou, se for o caso, da reunião do Conselho de Administração;
- VI - Número e data do registro na CVM, de forma destacada;
- VII - Os dizeres, de forma destacada: "Este anúncio é de caráter exclusivamente informativo, não se tratando de oferta de venda de ações".

A N E X O   I V

CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DE AÇÕES E/OU GARANTIA DE SUBSCRIÇÃO

CLÁUSULAS OBRIGATÓRIAS

1. Qualificação da empresa emissora e da instituição financeira;
2. Assembleia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que autoriza a emissão;
3. Tipo da obrigação assumida no contrato (se com garantia de subscrição total, garantia de subscrição parcial ou melhor esforço);
4. Total de ações objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de lançamento e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

5. Preço de revenda, pela instituição financeira, no caso de garantia de subscri  
ção e posterior colocação junto ao público;
6. Remuneração da instituição financeira, com expressa menção de que nenhuma ou  
tra será contratada ou paga, direta ou indiretamente, sem prévia manifestação  
da Comissão de Valores Mobiliários;
7. No caso de garantia de subscrição parcial, deverá ser fixado prazo para o pe  
ríodo de melhor esforço. Deve ficar esclarecido, também, que a colocação das  
ações junto ao público, nas condições contratadas, somente poderá ser realiza  
da dentro dos prazos fixados pela Instrução CVM nº 13.
8. Da criação ou não de fundo de manutenção de liquidez, fazendo juntada, na hipó  
tese afirmativa, do contrato correspondente;
9. Do procedimento adotado para distribuição nos termos do artigo 31 desta Instru  
ção.



PERÍODO DE REFERÊNCIA NO MÊS DE:										
EMPRESA			REGISTRO Nº:		CARACTERÍSTICA DA EMISSÃO			PÇO LANÇAMENTO		
INFORMANTE			DATA:		SUBSCRIÇÃO D.L. 1338					
					PUBLICA COMUM <input type="checkbox"/> ART. 2 LETRA I) <input type="checkbox"/>					
					COM PROCAP? <input type="checkbox"/> DISTRIB. SECUNDA <input type="checkbox"/>					
					SIM <input type="checkbox"/> NÃO <input type="checkbox"/> RIA <input type="checkbox"/>					
SDBRA DE COTAS PARA DISTRIBUIÇÃO !!!										
INFORMANTE			CONTRATADAS			TOTAL				
TIPO AÇÃO			SALDO ACUMULADO ANTERIOR (2)		NO MÊS (3)		TOTAL (4) = (2 + 3)		A COLOCAR (5) = (1 - 4)	
INFORMANTE			CONTRATADAS		INFORMANTE		CONTRATADAS		INFORMANTE	
AO										
AP										
TOTAL										
TIPO AÇÃO			SALDO ACUMULADO ANTERIOR		NO MÊS		TOTAL			
INFORMANTE			Nº SUBSC. QUANTIDADE		Nº SUBSC. QUANTIDADE		TOTAL			
AO										
AP										
TOTAL										
DESTINO			SALDO ACUMULADO ANTERIOR		NO MÊS		TOTAL			
PÚBLICO EM GERAL			Nº SUBSC. QUANTIDADE		Nº SUBSC. QUANTIDADE		TOTAL			
FUNDOS FISCAIS LIGADOS (D.L. 157)										
FUNDOS FISCAIS (D.L. 157)										
FUNDOS MUTUOS LIGADOS										
DEMAIS FUNDOS MUTUOS										
FUNDOS DE PENSÃO										
INSTITUIÇÕES LIGADAS										
DIRETORES, CONSELHEIROS E EMPREGADOS										
DA EMISSORA OU LIGADAS										
DIRETORES, CONSELHEIROS E EMPREGADOS										
DA INFORMANTE OU CONTRATADA										
S.I. D.L. 1401										
SEGURADORAS										
SUBSIDIARIAS DO BNDE										
CARTEIRA DE INVESTIMENTO (A)										
PIS - PASEP										
ASSINATURA SOB CARIMBO										

Jae Won Park

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

DETALHE DE COLOCAÇÃO (PREENCHER SOMENTE NO CASO DE EXISTÊNCIA DE INSTITUIÇÕES CONTRATADAS)						
INSTITUIÇÃO	TIPO	QUOTAS (6)	SALDO ACUMULADO ANTERIOR (7) = (2)	COLOCADO NO MÊS (8) = (3)	TOTAL (9) = (7) + (8)	A COLOCAR (10) = (9 - 6)
INFORMANTE:	AO					
	AP					
CONTRATADAS:	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
	AO					
	AP					
T O T A I S	AO					
	AP					
OBSERVAÇÕES						
VISTO SOB CARIMBO						
NOTA: O MAPA DEVE SER AUTENTICADO COM, PELO MENOS, UMA ASSINATURA AUTORIZADA, ACOMPANHADA DE CARIMBO QUE A IDENTIFIQUE.						

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação - Anexo - Instrução CVM nº 13/80

ANEXO VI

RESUMO MENSAL DE COLOCAÇÃO DE AÇÕES EM CARTEIRA

PERÍODO DE REFERÊNCIA NO MÊS DE:									
EMPRESA					REGISTRO Nº:		CARACTERÍSTICAS DA EMISSÃO		
INFORMANTE					DATA:		SUBSCRIÇÃO D.L. 1338		
							PÚBLICA COMUM <input type="checkbox"/> (ART. 2 LETRA I) <input type="checkbox"/>		
							COM PROCAP? DISTRIBUIÇÃO SE-		
							SIM <input type="checkbox"/> NÃO <input type="checkbox"/> CUNDÁRIA <input type="checkbox"/>		
COLOCAÇÕES LANÇAMENTO	TIPO AÇÃO	TOTAL	SOBRA DE COTAS PARA DISTRIBUIÇÃO			AÇÕES COLOCADAS (Melhor Esforço)			
	AD		INFORMANTE	CONTRATADAS	TOTAL	INFORMANTE	CONTRATADAS	TOTAL	
	AP								
	TOTAL								
COLOCAÇÕES SUBSCRIP. INF.	TOTAL SUBSCRITO (3) = (1 - 2)		SALDO EM CARTEIRA			COLOCAÇÃO			
	TIPO		ANT. ACUMULADO (4) = (3 - 6)	ATUAL (5) = (3 - 8)	ANTERIOR ACUMULADO NO PERÍODO (7) TOTAL (8) = (6 + 7)				
	AD								
	AP								
	TOTAL								
DESTINO			SALDO ACUMULADO ANTERIOR		NO MÊS		TOTAL		
			Nº SUBSC.	QUANTIDADE	Nº SUBSC.	QUANTIDADE	Nº SUBSC.	QUANTIDADE	
. PÚBLICO EM GERAL									
. FUNDOS FISCAIS LIGADOS (D.L.157)									
. FUNDOS FISCAIS (D.L.157)									
. FUNDOS MÚTUOS LIGADOS									
. DEMAIS FUNDOS MÚTUOS									
. FUNDOS DE PENSÃO									
. INSTITUIÇÕES LIGADAS									
. DIRETORES, CONSELHEIROS E EMPREGADO DA EMISSORA OU LIGADAS									
. DIRETORES, CONSELHEIROS E EMPREGADO DA INFORMANTE OU CONTRATADA									
. S.I. D.L.1401									
. SEGURADORAS									
. SUBSIDIÁRIAS DO BNDE									
. CARTEIRA DE INVESTIMENTO (A)									
. PIS/PASEP									
ASSINATURA SOB CARIMBO									

3.30

Jae Won Park