

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARIO OKAZUKA JUNIOR

**A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de
Ativos das Empresas**

SÃO PAULO - SP

2015

MARIO OKAZUKA JUNIOR

A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de Ativos das Empresas

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:

Finanças

Orientador: Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto

SÃO PAULO - SP

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Okazuka Junior, Mario.

A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de Ativos das Empresas / Mario Okazuka Junior. -2015.

98 f.

Orientador: Arthur Ridolfo Neto.

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Investimentos imobiliários. 2. Locação de imóveis. 3. Fundos de investimento. 4. Alocação de ativos. I. Ridolfo Neto, Arthur. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.15

MARIO OKAZUKA JUNIOR

**A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de
Ativos das Empresas**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:

Finanças

Data de aprovação:

___ / ___ / 2015

Banca examinadora:

Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto (Orientador)

FGV - EAESP

Prof. Dr. Wesley Mendes da Silva

FGV-EAESP

Prof. Dr. Kleber Luiz Zanchim

FGV-EDESP

DEDICATÓRIA

A Deus

À minha esposa, por toda compreensão

À minha família, pelo constante apoio

AGRADECIMENTOS

Ao término de uma jornada, chega-se no momento de agradecer àqueles que contribuíram na caminhada, pois nunca estamos sozinhos e nenhum trabalho pode ser desenvolvido por uma única pessoa.

Desta forma, registro o papel fundamental da minha esposa Érika, companheira nos últimos nove anos e que me deu apoio incondicional, compreendendo as diversas vezes em que eu permanecia em meio aos livros e aos artigos.

É impossível esquecer minha família, que me concedeu as primeiras oportunidades, transmitindo os primeiros valores e demonstrando que importantes objetivos são alcançados com muito estudo e determinação. À minha irmã Rachel, torcedora fiel nas minhas conquistas, meu muito obrigado.

Aos meus amigos do MPA, agradeço a oportunidade em compartilhar momentos de profunda discussão, em busca a um saber científico e de que forma este seria aplicável ao nosso cotidiano.

A disseminação do conhecimento deve ser parte de qualquer profissional, entretanto, existem aqueles que carregam isto como a sua primordial função e precisam receber nossos agradecimentos. A todos os professores que me acompanharam, meu profundo respeito e admiração. De modo especial, ao Professor Arthur Ridolfo Neto, de quem destaco a sua atribuição de orientador na pesquisa e nas correções da rota. Neste trabalho, existe ainda o papel fundamental que tiveram os Professores Wesley Mendes da Silva e Kleber Luiz Zanchim, os quais fizeram contribuições relevantes desde a apresentação do projeto de pesquisa até a banca examinadora.

Por fim, deixo o meu agradecimento aos diversos profissionais que estiveram comigo nas mais diversas etapas da pesquisa, seja concedendo entrevistas, fornecendo dados, expondo histórias do mercado ou trazendo situações reais em que esta pesquisa pode contribuir.

RESUMO

No Brasil, historicamente, as companhias sempre detiveram ativos imobiliários (sede social, plantas fabris, galpões, etc.), influenciadas pela instabilidade macroeconômica, o que acarretava a dificuldade em estimar o preço do dinheiro. Com o controle inflacionário, foi possível expandir formas de financiamento de longo prazo, permitindo que as empresas passassem a realizar a alocação de recursos financeiros com mais eficiência, direcionando-os para as suas atividades principais.

Assim, a discussão sobre a propriedade imobiliária pelas empresas é recente. E, há menos tempo ainda é que foram elaboradas novas alternativas, como os fundos de investimento imobiliário que tornaram-se mais representativos nos últimos três anos.

Este trabalho visa analisar sobre as razões que permitem aos fundos de investimento imobiliário serem propostos como uma opção para as empresas realizarem a gestão de seus ativos imobiliários, quando estas buscarem não imobilizar recursos, mas sim, a locação do imóvel.

Para alcançar este objetivo, o trabalho fará uma abordagem qualitativa, apresentando as características operacionais e tributárias dos fundos imobiliários e dois estudos de casos de empresas que promoveram a desmobilização de ativos por meio de fundos imobiliários. O primeiro caso é a venda de um centro de distribuição do Magazine Luiza, uma das maiores redes varejistas no Brasil, para o fundo Kinea Renda Imobiliária. O segundo exemplo é o processo de desmobilização do Banco do Brasil e o desenvolvimento do fundo BB Progressivo II.

Será verificado que os objetivos das empresas foram alcançados nos dois casos e que, de fato, os fundos imobiliários podem ser considerados como uma alternativa. Entretanto, não é possível a conclusão de que ele produza os melhores resultados e que exista alguma atividade empresarial que tenha maior propensão a sua utilização.

A pesquisa aborda os fundos de investimento imobiliário com o foco no locatário e possibilita que sejam aprimorados estudos quantitativos, identificando reações do mercado brasileiro ao aumento na quantidade de operações, e outras pesquisas qualitativas que envolvam novas estruturas de financiamento.

Palavras-chaves

Fundos de Investimento Imobiliário. Imóveis. Gestão de Ativos. Estratégia.

ABSTRACT

In Brazil, historically, companies have bought real estate assets (headquarters, plants, warehouses, etc.), driven by macroeconomic instability, which caused a hardship estimating the money value. After inflation control, it was possible to expand long-term funding mechanisms, enabling companies to begin to allocate capital more efficiently in their core business.

Thus, the discussion over portfolio property management is recent. And a period shorter than that, the new alternatives have been developed, such as Real Estate Investment Trust (REIT) that have become more representative over the last 3 years.

This work aims to analyze the reasons for companies that plan their corporate property management, to allow Real Estate Investment Trust (REIT) as an option whenever they intend to rent the building, instead of immobilize capital.

To achieve this objective, research was conducted using qualitative methods and there are two case studies about structures that have different types of companies as tenants. The first case is about the sale and leaseback operation of a distribution center of Magazine Luiza, one of the largest retail store in Brazil, to Kinea Renda Imobiliária REIT. The second example is the sale and leaseback of Banco do Brasil's offices and branches to BB Progressivo II REIT.

The companies objectives were achieved in both cases and that, in fact, REIT can be considered as an alternative. However, it is not possible to conclude that it produces the best results and that there is any business sector that has higher propensity to use it.

The research indicates the REIT with a focus on tenants and enables new quantitative studies about Brazilian market reactions when the number of operations starts to increase and new qualitative researches which involve new financing structured products.

Keywords

Real Estate Investment Trustee. Real Estate. Asset Management. Strategy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Árvore de decisão da empresa e relação com o fundo imobiliário	18
Figura 2 – Grau de importância da propriedade em relação às atividades da empresa.	27
Figura 3 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil.....	45
Figura 4 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda.	46
Figura 5 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Desenvolvimento.	47
Figura 6 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda Fixa.	48
Figura 7 – Árvore de decisão do caso Magazine Luiza.....	66
Figura 8 – Estrutura Organizacional do Banco do Brasil.....	69
Figura 9 – Árvore de decisão do caso Banco do Brasil.....	75
Gráfico 1 – Quantidade de Fundos Imobiliários registrados na CVM e negociados na BM&F Bovespa	44
Gráfico 2 – Volume de fundos negociados e número de negócios de fundos imobiliários realizados na BM&F Bovespa.....	50
Gráfico 3 – Evolução do número de cotistas dos fundos imobiliários negociados na BM&F Bovespa	56
Gráfico 4 – Distribuição por tipo de atividade dos locatários do fundo Kinea Renda Imobiliária	64
Gráfico 5 – Desempenho do preço das cotas do Kinea Renda Imobiliária FII no mercado secundário comparado ao IFIX.....	94
Gráfico 6 – Desempenho das ações do Magazine Luiza no mercado secundário comparado ao Ibovespa.....	94
Gráfico 7 – Desempenho do preço das cotas do BB Progressivo II FII no mercado secundário comparado ao IFIX.....	97
Gráfico 8 – Desempenho das ações do Banco do Brasil no mercado secundário comparado ao Ibovespa.....	97
Quadro 1 – Modelos de estratégias imobiliárias e as características do ativo imobiliário.....	28
Quadro 2 – Quadro resumo de alíquotas incidentes sobre a renda imobiliária.	54
Quadro 3 – Quadro comparativo de valores de locação de acordo com o regime de tributação do locador	54
Quadro 4 – Cálculo do Resultado Obtido pelo Magazine Luiza na venda do Centro de Distribuição Bandeirantes	65

Quadro 5 – Cálculo do Retorno anual projetado na aquisição do Centro de Distribuição Bandeirantes	67
Quadro 6 – Cálculo do Resultado Obtido pelo Banco do Brasil na Operação do BB Progressivo II.....	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Aquisições Realizadas pelo Magazine Luiza	61
Tabela 2 – Bancarização no mundo.....	73
Tabela 3 – Informações das maiores instituições financeiras em 2012.....	98

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
Bacen	Banco Central do Brasil
CDC	Crédito Direto ao Consumidor
CDI	Certificados de Depósito Interbancário
CNC	Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo
CMN	Conselho Monetário Nacional
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
COPOM	Comitê de Política Monetária
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliário
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósito Interbancário
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
Ibovespa	Índice Bovespa
IFIX	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários
IR	Imposto de Renda
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
NAREIT	<i>National Association of Real Estate Investment Trusts</i>
NYSE	<i>The New York Stock Exchange</i>
PIS	Programa de Integração Social
REIT	<i>Real Estate Investment Trusts</i>
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1. Contextualização do tema.....	14
1.2. Objetivo da pesquisa.....	16
1.3. Estrutura do Trabalho.....	19
2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE O PROCESSO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO .	20
2.1. O financiamento das empresas.....	20
2.2. A estratégia gestão de ativos imobiliários nas empresas.....	22
3. FORMAS DE CONTRATAÇÃO DE LOCAÇÃO COMERCIAL.....	29
3.1. Locação de imóvel não residencial urbano.....	30
3.2. A construção sob medida – <i>Built to Suit</i>	31
3.3. O processo de desmobilização – <i>Sale and Leaseback</i>	35
4. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS.....	39
4.1. Breve histórico dos fundos de investimento imobiliários no mundo.....	39
4.2. A evolução do mercado brasileiro de fundos de investimentos imobiliários.....	41
4.3. Classificação de fundos imobiliários.....	45
4.4. Os aspectos operacionais dos fundos de investimento imobiliários.....	48
4.5. Os aspectos tributários dos fundos de investimento imobiliários.....	51
4.6. Os investidores dos fundos de investimento imobiliários.....	55
5. ANÁLISE DE CASOS.....	58
5.1. Metodologia.....	58
5.2. O Fundo Kinea Renda Imobiliária e o processo de <i>Sale and Leaseback</i> do Centro Logístico do Magazine Luiza.....	60
5.3. O BB Progressivo II FII e o processo de desmobilização do Banco do Brasil.....	68
6. CONCLUSÕES.....	78
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	81
APÊNDICE A - LISTA DE IMÓVEIS PERTENCENTES AO KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	90
APÊNDICE B – GRÁFICOS DE DESEMPENHO DAS COTAS DO KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII E DAS AÇÕES DO MAGAZINE LUIZA.....	94
APÊNDICE C - LISTA DE IMÓVEIS PERTENCENTES AO BB PROGRESSIVO II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	95
APÊNDICE D – GRÁFICOS DE DESEMPENHO DAS COTAS DO BB PROGRESSIVO II FII E DAS AÇÕES DO BANCO DO BRASIL.....	97
APÊNDICE E - DADOS DAS 10 MAIORES INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO BRASIL EM 2012.....	98

1. INTRODUÇÃO

“Sede Própria”. Esta era a expressão que muitos empresários faziam questão que estivesse em seus cartões de visita. No Brasil, era um aspecto bastante comum entre as empresas que estas fossem proprietárias de suas sedes, centros de distribuição e suas plantas fabris, devido ao cenário de intensa instabilidade econômica. Isso fazia com que os imóveis se transformassem em um investimento seguro para a condução de seus negócios. Passados 20 anos desde o lançamento do Plano Real¹, com o controle inflacionário, já é possível encontrar diversas formas de financiamento de longo prazo, permitindo que planos de negócios sejam desenvolvidos em um horizonte de tempo mais previsível, abrindo oportunidades para que as empresas possam visitar os seus próprios ativos.

1.1. Contextualização do tema

No início da década de 1980, é que os pesquisadores começaram a chamar a atenção para a importância, em grande parte ainda não reconhecida, do papel que a propriedade da empresa possuía para muitos negócios. Este movimento promoveu uma série de estudos, que apontavam o quão significativo era o imóvel no balanço patrimonial da empresa, quanto isto impactava o componente das despesas operacionais (ROULAC, 2001). Nesse período, ZECKHAUSER e SILVERMAN (1983) desenvolveram um artigo em que apresentavam que os ativos imobiliários correspondiam de 25% a 41% dos ativos totais das empresas. Posteriormente, VEALE (1989) apresentou que os custos dos espaços corporativos alcançavam entre 5% a 8% (antes dos impostos) das vendas brutas, chegando até a 50% do lucro líquido de algumas empresas.

Em relação à discussão sobre a importância da propriedade imobiliária para as empresas, o trabalho realizado por EDWARDS e ELLISON (2004) salienta que o objetivo da propriedade imobiliária, como qualquer investimento, é de maximizar o seu valor. Todavia, existiriam pontos de atenção na análise do investimento que precisam ser considerados.

¹ O Plano Real foi iniciado com a publicação da Medida Provisória nº 434 em 30 de julho de 1994. A Medida Provisória instituiu a Unidade Real de Valor (URV), a qual servia como um padrão de valor monetário.

O primeiro deles faz referência ao fato dos imóveis serem ativos ilíquidos, ou seja, há uma dificuldade em monetizar o seu valor, pois o processo de venda requer um trabalho minucioso. O segundo ponto é a necessidade de alocação de volumes financeiros significativos para a construção de um único ativo, associado aos custos de transação, como por exemplo, os valores de corretagem. Por fim, há a preocupação com o potencial de obsolescência do ativo para a empresa, pois os negócios são dinâmicos e suas necessidades variam com o passar dos anos.

Um outro estudo sobre a imobilização das empresas foi elaborado por BROUNEM e EICHHOLTZ (2005). Eles constataram que a participação da propriedade imobiliária vem se reduzindo com o passar do tempo nas empresas. Ao analisarem o desempenho das ações das empresas da amostra, verificaram, em geral, uma relação negativa entre a propriedade imobiliária e o risco sistemático da empresa (*beta*), podendo tal redução ser entendida como um processo de profissionalização da empresa no que tange à gestão de seus ativos imobiliários.

MAGALHÃES (1999) afirma que no Brasil, dois processos simultâneos apoiam o mecanismo de crescimento do mercado imobiliário corporativo. Em primeiro lugar, houve uma mudança significativa nos padrões de demanda por escritórios, como consequência do crescimento da participação do segmento de prestação de serviços nas cidades a partir da década de 1970. Os avanços tecnológicos e a busca por economias de escala levaram a uma concentração destes empreendimentos em determinadas regiões da cidade. Em segundo lugar, no decorrer da década de 1980, o mercado anteriormente incipiente para este tipo de imóvel passou por um processo acelerado de expansão e consolidação, devido ao cenário macroeconômico do país, com uma recessão e hiperinflação. Como resposta a um cenário de emergência, em um clima de instabilidade econômica e ausência de um mercado de investimentos mais sofisticados, o status tradicional de uma propriedade passou a ser entendido como uma forma de proteção.

Contudo, na busca de uma estabilidade econômica, foram adotadas medidas mais rígidas no controle inflacionário, com o estabelecimento de taxas de juros em patamares que permitiam as empresas investirem seus recursos em aplicações financeiras e com a renda obtida pagar as locações dos imóveis ocupados (NOBRE, 2000), iniciando uma nova etapa de gestão de ativos imobiliários corporativos no Brasil.

1.2. Objetivo da pesquisa

Nesse processo de gestão dos ativos imobiliários das empresas, é levantada a discussão quanto às alternativas de aquisição do imóvel ou de sua locação. Sobre a primeira, cabe a companhia avaliar a melhor forma para o seu financiamento, se por meio do capital dos próprios acionistas ou, se por meio de uma alavancagem por meio de uma emissão de dívida.

No que tange as locações, avalia-se as diferentes modelos que podem ser desenvolvidas. No Brasil, existem três principais estratégias para as locações:

- O contrato de locação geral de imóvel urbano, no qual se estabelece uma relação entre locador-terceiro e locatário-empresa por um período determinado de tempo, a um determinado preço, seguindo os padrões estabelecidos dentro do Código Civil (Lei nº 10.406/2002) e da Lei nº 8.245/91 (Lei do Inquilinato);
- O contrato de locação no formato *Built to Suit*, também constante na Lei nº 8.245/91, pelo qual a empresa possui uma necessidade específica para determinado imóvel e assina um contrato pelo qual um investidor viabiliza o empreendimento com a condição de que o locatário irá utilizá-lo por um período pré-estabelecido. Isso garante o retorno do investimento e a remuneração pelo uso do imóvel; e
- Uma estrutura denominada de *Sale and Leaseback*, na qual a empresa é proprietária de um imóvel, ela o vende para um terceiro e, ao mesmo tempo, firma um contrato de locação do mesmo imóvel com este comprador. Observa-se que no contexto deste trabalho não é considerado o *leaseback* financeiro, no qual os riscos e benefícios do imóvel não foram transferidos, mas sim, sempre da venda “de fato” do imóvel.

Para qualquer uma das estratégias descritas acima, deve ser considerado o locador do imóvel, seja por aspectos de reputação, lavagem de dinheiro, facilidade de negociação e relacionamento ou mesmo itens operacionais. No que tange às necessidades de imóveis corporativos, é possível visualizar três principais categorias de locadores:

- O locador pessoa física. Especialmente, no Brasil, em que o imóvel historicamente foi um veículo de investimento nos cenários de altos índices de inflação, são muitos aqueles que adquiriram terrenos, galpões, lajes corporativas e salas de escritório e que negociam a locação dos imóveis para com as empresas.

- A empresa especializada em imóveis. Trata-se das denominadas empresas de *properties*. São aquelas que constituem portfólios imobiliários e se especializam em locações. No Brasil, existem 12 empresas listadas na BM&F Bovespa no subsetor de Exploração de Imóveis, sendo seis destas empresas dedicadas ao investimento preponderante em shoppings². É um segmento recente de negócios, dado que oito foram registradas junto à CVM entre os anos de 2006 a 2008. O valor de mercado de todas as empresas deste segmento somam aproximadamente R\$ 35 bilhões³, ou seja, ainda é um tipo de indústria nascente, se forem consideradas todas as empresas listadas para negociação no mercado de bolsa totalizavam, as quais em setembro de 2014, representavam um valor de mercado total de R\$ 2,436 trilhões⁴.

- Os fundos de investimento imobiliários. Este veículo tornou-se popular nos últimos 3 anos, com um crescimento de 700% em seu valor patrimonial. Atualmente, existem 243 fundos imobiliários registrados na CVM, com um valor patrimonial de R\$ 55,8 bilhões⁵. Um fator que permitiu o crescimento da indústria de fundos de investimento imobiliário é o fato deste veículo permitir aos investidores acessarem o mercado imobiliário por meio de um investimento em carteiras diversificadas de imóveis e títulos imobiliários aliado ao benefício fiscal que os fundos possuem, diferentemente das empresas imobiliárias. Entretanto, cabe ressaltar a existência de restrições legais na operacionalização de um fundo imobiliário, que os diferenciam de uma empresa. Isso pode ser exemplificado na exigência de distribuir os ganhos de renda na forma de dividendos, restringindo aos fundos sua capacidade de crescer organicamente através de reservas de caixa.

² Fonte: BM&F Bovespa (outubro/2014).

³ Fonte: BM&F Bovespa (outubro/2014).

⁴ Fonte: BM&F Bovespa (outubro/2014).

⁵ Fonte: CVM (agosto/2014).

Dessa maneira, diante das diferentes possibilidades do desenvolvimento de imóveis, o trabalho pretende focar sua análise sobre as razões que permitem especialmente aos fundos de investimento imobiliário serem considerados uma opção para as empresas realizarem a gestão de seus ativos imobiliários, quando estas buscarem não imobilizar recursos, mas sim, a locação do imóvel. Esta relação está demonstrada na Figura 1 a seguir.

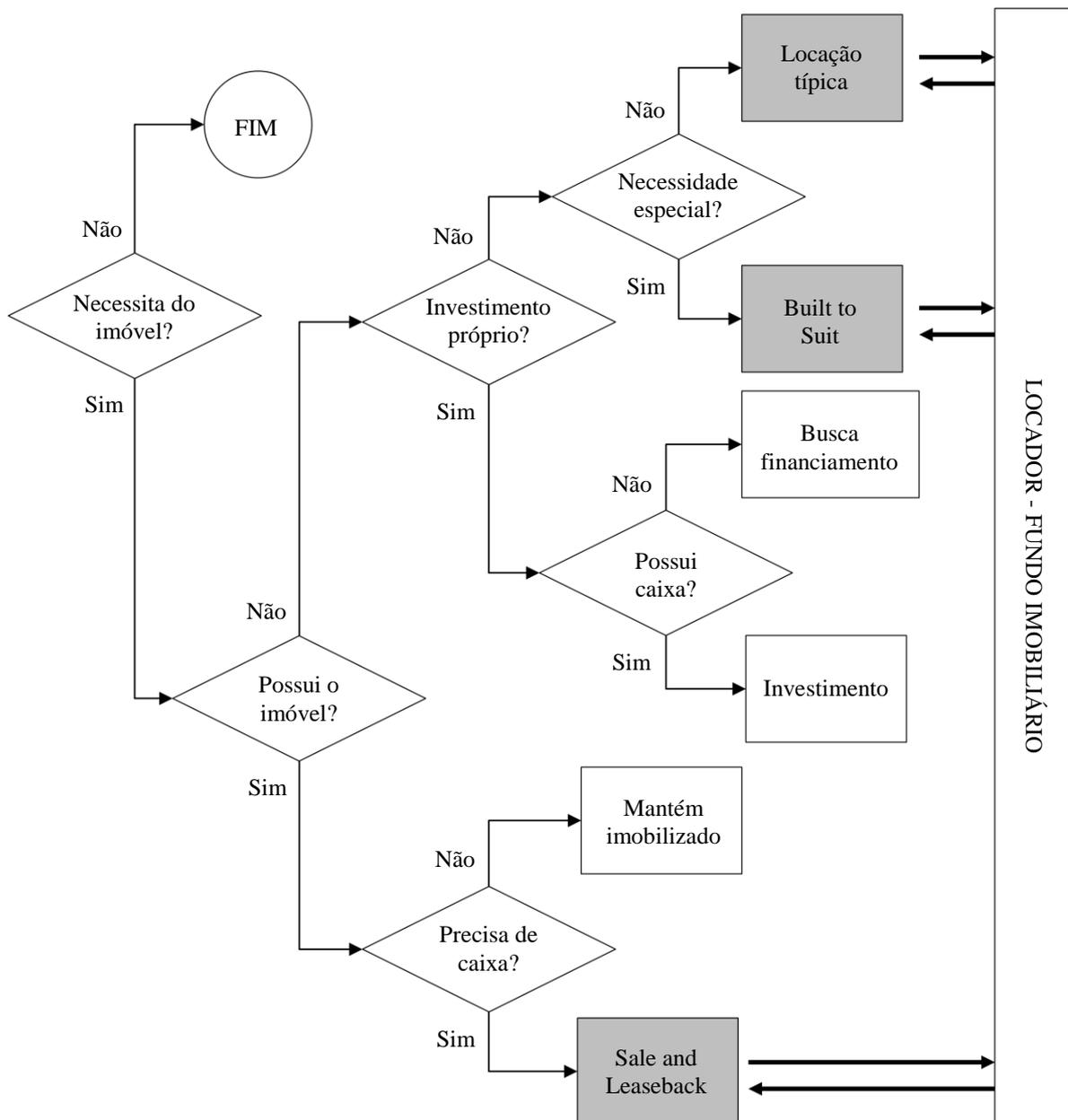


Figura 1 – Árvore de decisão da empresa e relação com o fundo imobiliário
Fonte: Elaborado pelo autor.

1.3. Estrutura do Trabalho

O trabalho possui outros cinco capítulos. No capítulo 2, é proposto identificar as bases teóricas das estratégias de gestão corporativa de *real estate* e das decisões de alocação de capital em finanças, considerando que os recursos financeiros (sejam oriundos de capital dos acionistas ou de terceiros) para as empresas é algo limitado e é preciso buscar melhores alternativas para a sua alocação. Estas devem estar em linha com os objetivos do setor onde estejam inseridas e os seus planos estratégicos.

O capítulo 3 pretende descrever as principais formas de contratação de locação de imóveis para as empresas. Em seguida, no capítulo 4, são apresentadas as principais estruturas de fundos imobiliários e suas características que podem ser consideradas em um processo de gestão de ativos da empresa.

O capítulo 5 visa apresentar duas operações em que os fundos imobiliários foram utilizados. O primeiro abordará a venda de um centro de distribuição do Magazine Luiza, localizado na cidade de Louveira (SP), para o fundo Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário – FII. E, o segundo visa à análise da desmobilização feita pelo Banco do Brasil S.A., utilizando-se do BB Progressivo II Fundo de Investimento Imobiliário - FII.

Por fim, no capítulo 6 são trazidas as conclusões do trabalho e qual foi a sua contribuição para o campo de conhecimento de finanças, especificamente, aos fundos de investimento imobiliários.

2. REVISÃO TEÓRICA SOBRE O PROCESSO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

O processo de decisão do investimento imobiliário, entre a sua aquisição ou locação, passa por uma análise de decisão compreendida na área de Finanças Corporativas, considerando que está neste campo do conhecimento a busca pela resposta em duas principais questões: quais devem ser os investimentos a serem realizados pelas empresas e de que forma as empresas vão financiá-los (BREALEY *et al.*, 2008). Quanto ao primeiro ponto, trata-se de um tema abordado com maior frequência no meio empresarial, posto que as avaliações de projetos ocorrem de modo constante e nos diferentes níveis hierárquicos, havendo uma extensa literatura sobre o assunto e um consenso de que o método do valor presente líquido seria considerado como mais adequado à seleção de investimentos.

FREZATTI *et al.* (2012), ao estudarem os métodos que são elaborados para a orientação das decisões de investimentos de longo prazo por parte das empresas brasileiras, concluíram que estas se utilizam preponderantemente daqueles mais difundidos na literatura, o valor presente líquido e a taxa interna de retorno. No mesmo estudo, os autores confirmaram que outros mecanismos também são utilizados como suportes nas decisões, em especial, a taxa de retorno modificada, o *payback* simples, o *payback* ajustado, o índice de lucratividade e o EVA, considerando que cada um destes métodos se propõe a captar um aspecto do projeto: o valor agregado a empresa (valor presente líquido e EVA), o *spread* de ganho do projeto (taxa interna de retorno) ou o período de recuperação do investimento (*payback*).

Por outro lado, as decisões quanto ao financiamento da empresa, geralmente ficam restritas a um determinado grupo de pessoas, por abordar a sua estrutura de capital, o que seria considerado dentro de uma esfera de cunho estratégico (OLIVEIRA; OLIVEIRA, 2009).

2.1. O financiamento das empresas

A primeira forma de financiamento de uma empresa é o capital de seus sócios ou acionistas, cabendo a eles uma remuneração que seja igual ao fluxo de caixa livre apurado

após a dedução dos valores dos investimentos feitos pela empresa e do pagamento dos juros e amortizações relacionados às dívidas assumidas perante os terceiros. Assim, pode-se compreender que os recursos dos acionistas tendem a ser os de maior risco e, portanto, aqueles que merecem uma maior remuneração. Isto pode levar a crer que quanto maior o grau de endividamento, maior deveria ser o valor da empresa. Porém, MODIGLIANI e MILLER (1958) demonstram que o aumento da participação do capital de terceiros acarreta em um maior risco para a empresa e, portanto, a remuneração do capital do acionista deve também ser majorada. Por consequência, o custo de capital médio da empresa não se altera.

Com base na teoria de MODIGLIANI e MILLER (1958), MYERS (1984) descreve duas formas de uma empresa analisar sua estrutura de capital. A primeira pode ser definida como a Teoria da Estrutura Ótima de Capital e a segunda, como a Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento⁶.

A Teoria da Estrutura Ótima de Capital considera que a estrutura de capital é resultado de uma escolha entre os custos e benefícios dos empréstimos, mantendo os ativos da empresa e o seu plano de investimento constante. A empresa deve avaliar o benefício fiscal existente dos juros dos empréstimos e os custos existentes em caso de sua falência. Com isto, a empresa deve procurar substituir o capital próprio por dívidas, até que o seu valor esteja maximizado.

A Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento considera que a empresa não possui uma meta de endividamento e que os benefícios fiscais e os custos da falência não fazem parte da análise. Neste modelo, a assimetria de informações entre os diretores, os acionistas e os credores possuem papel relevante. Haveria uma preferência da empresa por um financiamento interno, de maneira que a sua política de distribuição de dividendos é ajustada gradativamente conforme as oportunidades de investimentos existentes. Caso haja a necessidade de um financiamento externo, as empresas emitem, primeiramente títulos de dívida, em seguida, títulos híbridos, como por exemplo debêntures conversíveis e, por último, ações.

Em linha com as teorias trazidas por MYERS (1984), OLIVEIRA e OLIVEIRA (2009) buscam analisar a forma em que as empresas brasileiras financiam os seus investimentos, se possuem uma meta de endividamento, maximizando o valor da empresa aos acionistas, ou se trabalham por meio de uma política de financiamento hierárquico, preferindo determinadas fontes de captação de recursos seguindo uma ordem pré-determinada.

⁶ Em seu trabalho, MYERS (1984) as define como “*static tradeoff framework*” e “*pecking order framework*”.

Demonstraram que para as empresas brasileiras, quanto mais afastada ela estiver de um nível de endividamento médio do setor, maior será a probabilidade de que sejam emitidas dívidas para o financiamento do seu caixa. Além disto, quando as condições de mercado são favoráveis, existe uma tendência na emissão de ações, a fim de que sejam utilizados os recursos para o investimento em projetos futuros com um valor presente líquido positivo.

Quanto à possibilidade de venda de ativos para a utilização dos recursos em outros investimentos da empresa, HOVAKIMIAN e TITMAN (2006) fizeram um estudo com as companhias de capital aberto nos Estados Unidos durante os anos de 1997 e 2000. Encontram evidências que apontam para o fato que os recursos oriundos das vendas de ativos são uma importante fonte de financiamento para as empresas que estejam em uma situação mais restrita de obtenção de recursos. Entretanto, a venda dos ativos, em especial daqueles não relacionados diretamente ao seu *core business*, foi importante para dar o suporte necessário para a realização de novos investimentos e para conseguir eficiência operacional.

Ao realizarem um estudo sobre o financiamento de empresas de capital aberto no Brasil, CASAGRANDE e SARTORIS (2011) afirmam que a demanda pelas empresas por liquidez está relacionada a uma perspectiva de que a existência de recursos líquidos aumenta a oportunidade em investimentos em títulos, participações em outras empresas e a aquisição de ativos fixos. Desta forma, as companhias buscam acumular os recursos para evitar que flutuações econômicas e outras incertezas possam prejudicar a capacidade do pagamento de suas obrigações, inclusive aquelas de longo prazo.

2.2. A estratégia gestão de ativos imobiliários nas empresas

Transposto o aspecto do financiamento das empresas, passa-se para a revisão teórica do aspecto da gestão de seus investimentos imobiliários. GREGÓRIO (2010) propõe que a decisão do investimento imobiliário está relacionada aos aspectos vinculados com o ambiente de cada empresa e o seu grau de maturidade de forma que devem ser considerados como fatores relacionados às estratégias e políticas de cada corporação, a proteção do capital, a diversificação de investimentos, a canalização dos recursos em oportunidades do negócio principal, a desoneração do balanço, a redução dos impactos tributários e o montante de capital de giro levantado com a desmobilização de ativos imobiliários.

GREGÓRIO e LIMA JUNIOR (2011) afirmam que a decisão pelo investimento ultrapassa o planejamento financeiro e as formas de financiamento pelas empresas, pois abordam também aspectos operacionais e estratégicos. Contudo, é preciso se basear em uma definição primeiramente sobre o que é “estratégia” para, então, buscar o que seria uma estratégia da gestão de ativos imobiliários.

Utilizando-se do conceito trazido por PORTER (1996), a estratégia de uma empresa é a criação de uma posição única e valiosa, envolvendo um conjunto diferente de atividades. Desta forma, se houvesse apenas uma posição ideal, não haveria necessidade de estratégia. As empresas enfrentariam um modelo simples de como alcançar o primeiro lugar. A essência do posicionamento estratégico é justamente de encontrar as melhores alternativas de seus concorrentes.

Entre as diversas teorias sobre estratégia empresarial, entende-se que ao considerar os ativos imobiliários como um dos mais importantes recursos das empresas, a utilização de uma visão baseada nessas fontes permite analisar quais devem ser as questões a serem abordadas para implementar estratégias nos negócios. BARNEY (1991) afirma que o desempenho de uma empresa pode ser explicado pela forma na qual os seus recursos são utilizados e geridos. Ele baseou sua teoria em quatro indicadores empíricos da potencialidade dos recursos de uma empresa, sobre os quais também refletem os imóveis corporativos. São eles: “Valor”, “Raridade”, “Imitabilidade” e “Substituível”, o conceito VRIS; sendo que em um artigo posterior (BARNEY; HERSTERLY, 2007), o elemento Substituível passou a ser considerado como “Organização”, criando o conceito VRIO.

Ao tratar destes elementos, BARNEY e HERSTERLY (2007) os definem da seguinte forma:

- Valor: análise da capacidade do recurso permitir a empresa explorar uma oportunidade externa ou também neutralizar possíveis efeitos de movimentos externos;
- Raridade: um recurso detido por diversos participantes de determinada indústria não os diferenciam entre si;
- Imitabilidade: dado que um determinado recurso possui valor e é raro, deve-se analisar o quão possível é a sua reprodução. Entendido, assim, como possuindo um custo de desenvolvimento superior, impossibilitando que outros o detenham; e

- Organização: de que forma a empresa está estruturada para a exploração do recurso.

As empresas possuem estratégias globais para os seus negócios. Geralmente, tais estratégias abordam apenas aspectos essenciais, como por exemplo, recursos humanos, produção, marketing, sistemas de informação. ROULAC (2001) afirma que, historicamente, era rara a ocorrência de empresas que incluíam a gestão de seus ativos imobiliários em suas estratégias. Isto as deixavam, muitas vezes, na dependência de terceiros, podendo correr o risco de se verem obrigadas a mudarem de local devido a necessidades de investimentos no imóvel ou por causa de aumentos expressivos nos valores de locação. Chegava-se, assim, a inviabilizar o negócio.

Identifica-se em BESANKO *et al.* (2012) os principais modelos de estratégia de negócios das empresas. Os autores abordam como elementos críticos os limites dos espaços corporativos, os mercados em que atuam, qual deverá ser o posicionamento no mercado e como deverão ser organizados internamente sua estrutura e seus sistemas. Estes elementos são profundamente afetados pelos ambientes em que a empresa atua - nos quais interage com os clientes, abriga seus colaboradores e apoia seus processos. Estes são elementos de estratégia imobiliária corporativa. Uma estratégia deste modelo deve produzir resultados positivos nas relações internas e externas, mas, sobretudo, deve trazer oportunidades de negócios, ampliando os resultados para os acionistas. Com base nesses conceitos, a estratégia da gestão de ativos imobiliários deve ser desenvolvida buscando verificar cada um destes ativos e sua relação na linha de negócios da empresa.

Os primeiros estudos sobre a estratégia da gestão de ativos imobiliários foram desenvolvidos nos anos de 1980 com um aumento de discussões no âmbito acadêmico na década seguinte (ZECKHAUSER e SILVERMAN, 1983; VEALE, 1989; NOUSE e ROULAC, 1993; APGAR, 1995), que traziam o quão significativas eram as propriedades nos balanços das empresas e quão importante eram os serviços imobiliários no rol de despesas operacionais.

Anteriormente, o que se observava é que a gestão imobiliária das empresas estava restrita a uma determinada área, sem que houvesse uma preocupação com a estratégia global da empresa e as oportunidades do mercado imobiliário. Em um movimento semelhante, os estudos acadêmicos enfatizavam os aspectos imobiliários e ignoravam as questões de

negócios das corporações, negligenciando a importância das propriedades em que as firmas funcionam, como um meio de conectá-las aos seus mercados, seus recursos e clientes.

O'MARA (1999), em sua obra, é uma das primeiras a abordar que nos países desenvolvidos é possível identificar três fases para esta gestão no decorrer da história. A primeira, que ocorreu durante a década de 1970, é marcada com o início de uma avaliação dos investimentos, a qual comparava o custo do ativo com o crescimento do desempenho que se esperava. A segunda fase, determinada entre a década de 1980 e o início dos anos de 1990, é vista como uma fase de custo mínimo. O foco neste período estava nos custos operacionais da empresa, os quais deviam ser os menores possíveis. Esse período é marcado pelos processos de reengenharia e racionalização dos processos. A terceira etapa começa nos anos de 1990 e é definida como sendo uma análise estratégica do imóvel. Neste tempo, são desenvolvidos estudos sobre a necessidade, em hipótese, de construir um imóvel corporativo e as diversas possibilidades de locação.

ROULAC (2005) reforça que o gerenciamento dos ativos imobiliários das empresas passou por mudanças significativas nas últimas décadas. O autor identifica cinco diferentes momentos no tratamento destas atividades. A primeira fase é definida até meados da década de 1970, onde o foco é justamente a aquisição dos imóveis e o desenvolvimento interno de todos os processos relacionados à sua manutenção. A segunda fase ocorre durante os anos 1970 e até meados da década de 1980. Neste período, os imóveis corporativos passam a ser vistos como oportunidades imobiliárias. Em algumas empresas, cria-se uma unidade de negócio dedicada a este tipo de exploração. A terceira etapa ocorreu entre os anos de 1985 e 1995, em um processo de reestruturação das empresas. Os imóveis corporativos que não estivessem ligados diretamente ao negócio principal da companhia começariam a ser vendidos. Foi um grande momento de desmobilização dos ativos. Todos os processos de reestruturações societárias resultavam em uma necessidade menor de espaços. Havia uma preocupação com a eficiência. Os custos precisavam ser reduzidos ao máximo. O quarto momento da gestão dos ativos imobiliários ocorre da última metade da década de 1990 aos primeiros anos do século XXI, onde o imóvel corporativo passou a ser uma preocupação de gestão empresarial. Foi dada maior ênfase nos locais de trabalho visando à produtividade, inclusive com diversos processos de terceirização. Assim, alcança-se ao atual estágio da gestão dos ativos imobiliários, quando o imóvel corporativo passa a não fazer apenas parte de uma preocupação com a produtividade, mas também a ser analisado em como ser um meio para alcançar os objetivos de negócio da empresa. A propriedade ou não de um imóvel passa a ser reconhecida como um meio por qual a empresa se relaciona. HARRIS e COOKE (2014)

confirmam que as áreas de gestão de ativos imobiliários passaram de um papel secundário, onde estavam a margem dos negócios da empresa, para uma posição próxima e integrada ao *core business*.

VEALE (1989) já destacava que a gestão de ativos imobiliários de uma empresa deve ser abordada sob três aspectos. O primeiro faz referência à construção de um quadro estratégico para que sejam analisados os diversos elementos associados a um imóvel corporativo, tais como: os custos com sua manutenção, sua locação, o planejamento de ocupação, os serviços de limpeza e os custos com os móveis. O segundo aspecto seria o alinhamento com o direcionamento estratégico da companhia. Por fim, o terceiro aspecto está na necessidade de desenvolvimento de ferramentas e sistemas de gestão para a obtenção de informações que suportam o processo de tomada de decisão.

Posteriormente, o trabalho desenvolvido por BROUNEN e EICHHOLTZ (2005) apresenta dois importantes fenômenos. Primeiramente, é uma gradativa diminuição do percentual que os ativos imobiliários passaram a ocupar, em modo geral, nos balanços das empresas. Os autores analisaram a variação do patrimônio imobiliário de 4.636 empresas em 18 tipos diferentes de indústrias em um contexto de nove países industrializados: Austrália, Hong Kong, Japão, França, Alemanha, Países Baixos, Reino Unido, Canadá e Estados Unidos. Notaram que há uma diminuição constante da participação da propriedade imobiliária em praticamente todos os setores. Para este cálculo, eles desenvolveram um índice baseado na relação entre os dados do valor de ativos imobiliários disponibilizados no banco de dados do Compustat, pelo valor patrimonial dos ativos das empresas. O segundo fenômeno registrado pelos autores é que, geralmente, há uma correlação negativa entre a propriedade imobiliária e o desempenho das ações. Os autores destacam que existem setores, como o de transporte, onde esta relação é positiva, pois haveria uma importância estratégica imobiliária para esta indústria.

A definição da estratégia imobiliária é apresentada por EDWARDS e ELLISON (2004) como sendo uma aplicação de estratégias de gestão do portfólio por parte da empresa, visando os seus objetivos operacionais de forma mais eficiente. NOURSE e ROULAC (1993) reforçam este entendimento de forma que compreendem que a estratégia imobiliária pretende desenvolver a posição competitiva global da organização.

EDWARDS e ELLISON (2004) afirmam que pontos relacionados aos aspectos operacionais precisam ser abordados quando da análise do investimento imobiliário pelas empresas. Para as autoras, há uma relação direta entre o grau de importância da propriedade e a atividade operacional nela executada, de forma que as atividades que usam diretamente a

propriedade e seus recursos devam ter o imóvel como um fim em si mesmo. Uma atenção também deve ser dada às atividades em que a experiência do cliente está muito focada no local em que acontecem estas práticas. Alguns exemplos estão nas atividades de varejo e lazer. Uma relação indireta seriam os escritórios. Por fim, os centros de distribuição teriam pouca relação com os negócios das empresas.

O figura abaixo resume esta relação:

Ramo de atividade da empresa			
Propriedades rurais	Varejo	Escritórios	Centros de Distribuição
Mineração	Lazer	Educação	
Essencial	Esportes	Significante, porém indireta	Periférico
(+)	Grau de importância da propriedade em relação às atividades da empresa		(-)

Figura 2 – Grau de importância da propriedade em relação às atividades da empresa.
Fonte: Edwards e Ellison (2004).

Dentre os trabalhos desenvolvidos sobre a estratégia imobiliária das empresas, destaca-se aquele produzido por O'MARA (1999), no qual aplica os conceitos básicos de estratégia de Porter em suas análises. Neste sentido, enquanto Porter se utiliza de dois conceitos para criar a discrepância entre as diferentes estratégias às empresas, o tipo de vantagem competitiva e o âmbito das atividades; O'MARA (1999) aborda a incerteza estratégica e as possibilidades de ação das firmas. Desta forma, O'MARA (1999) desenvolve três estratégias genéricas sobre a implantação da gestão imobiliária. Para a autora, as empresas podem seguir uma “estratégia incremental”, uma “estratégia baseada em valor” ou uma “estratégia de padronização”.

A estratégia incremental deveria ser aquela seguida por empresas sob grandes incertezas, como, por exemplo, aquelas em fase inicial ou que a demanda por produtos não pode ser muito precisa. Como exemplo, são citadas as empresas *startups* de tecnologia. As que seguem esta estratégia estão utilizando-se de recursos com muita cautela, locando espaços em áreas exatas, em contratos de curto prazo, investindo em instalações apenas quando a produção exigir.

Outra seria a estratégia de padronização, que pode ser comparada como a estratégia de baixo custo de Porter, geralmente direcionadas para as companhias que possuem baixa incerteza, em que as decisões sobre o espaço são fortemente reguladas. Ou, então, para grandes empresas com uma posição consolidada em um mercado estável ou em expansão. Nesta estratégia, as instalações, seus projetos, móveis e materiais são pré-definidos. Existem

procedimentos determinados para a escolha do local e para os fornecedores. Trata-se de empresas onde a velocidade de expansão é um componente crítico. Neste grupo estão as grandes cadeias do varejo ou as redes de *fast food*.

Por fim, existe a estratégia baseada em valor que seria promovida por empresas onde os símbolos desempenham um importante papel. Para este modelo de atuação, muitas vezes, os aspectos econômicos são superados pela estrutura da construção, pelos materiais utilizados e locais escolhidos. Neste grupo, estariam as multinacionais que reforçam o seu posicionamento por meio dos imóveis que ocupam e que usam o poder dos símbolos para representar os valores e objetivos da organização.

O que os estudos sobre as estratégias imobiliárias se propõem é a promoção de uma maior eficácia na operação da empresa, ampliando o conjunto de recursos disponíveis. Concatenando os conceitos desenvolvidos por O'MARA (1999) e o conceito "VRIO" de BARNEY (2007), encontra-se o seguinte quadro:

Tipo de Estratégia	Incremental	Padronização	Estratégia baseada em valor
Valor	Aplicável	Não aplicável	Aplicável
Raridade	Não aplicável	Não aplicável	Aplicável
Imitabilidade	Não aplicável	Aplicável	Não aplicável
Organização	Aplicável	Aplicável	Aplicável

Quadro 1 – Modelos de estratégias imobiliárias e as características do ativo imobiliário

Fonte: Elaborado pelo autor.

Através da combinação dos elementos do imóvel e observando as estratégias disponíveis para a gestão imobiliária, a empresa é capaz de reunir vantagens competitivas. A estratégia alinhada permite o aumento, tanto de recursos tangíveis (maiores valores aos acionistas) quanto os intangíveis (na forma de reputação no mercado). O desafio está justamente na conciliação da estratégia imobiliária em um cenário onde as empresas passam reduzir, a cada dia, o percentual de imobilização de seus ativos.

3. FORMAS DE CONTRATAÇÃO DE LOCAÇÃO COMERCIAL

A redução da imobilização por parte das empresas, considerando que elas ainda necessitam de espaços para o desenvolvimento de suas atividades, promove a busca pela locação. Conceitualmente, a locação de um imóvel é uma relação jurídica, pela qual o proprietário (locador) se obriga por um período de tempo (determinado ou indeterminado), mediante a uma remuneração estabelecida, paga pelo contratante (locatário), a permitir o uso do imóvel para o fim estabelecido. Para DINIZ (1995), a locação de imóvel urbano é caracterizada por ser uma cessão temporária do uso e gozo do prédio, sem a transferência de sua propriedade, entre duas partes (locador e locatário) e uma execução continuada. Portanto, é um contrato bilateral, a prestação de um leva, por consequência, a prestação do outro. Assim, locador e locatário são ao mesmo tempo credor e devedor um do outro.

No Brasil, a locação de imóvel urbano é regida pela Lei no 8.245/91, também chamada de Lei do Inquilinato, excluindo-se deste norma as locações de imóveis de propriedade da União, dos Estados e dos Municípios, de suas autarquias e fundações públicas; de vagas autônomas de garagem ou de espaços para estacionamento de veículos; de espaços destinados à publicidade; e de apart- hotéis, hotéis-residência ou equiparados.

SCAVONE (2014) afirma que as normas que decorrem desta lei são de ordem pública, não sendo válidas as cláusulas contratuais que busquem afastar a aplicação das consequências estabelecidas por ela, consoante ao que está disposto em seu Artigo 45:

Art. 45. São nulas de pleno direito as cláusulas do contrato de locação que visem a elidir os objetivos da presente lei, notadamente as que proíbam a prorrogação prevista no art. 47, ou que afastem o direito à renovação, na hipótese do art. 51, ou que imponham obrigações pecuniárias para tanto. (BRASIL, 1991).

A lei traz também todo o rol de direitos e deveres das partes, sendo que ao locador cabe como dever principal a entrega do imóvel em estado de servir ao uso a que se destina e, caso assim não o faça responderá ele por perdas e danos, ao locatário, o pagamento dos aluguéis nos prazos acordados, os quais em caso de inadimplemento poderá acarretar a proposição da ação de despejo⁷.

⁷ Todos os deveres dos locadores e dos locatários estão dispostos nos Artigos 22 e 23 da Lei nº 8.245/91.

Destaca-se que, no âmbito da Lei do Inquilinato, pode-se encontrar três tipos de locação⁸: (i) Residencial, aquela destinada ao uso de moradia e celebrada com pessoa física; (ii) Para temporada, aquela destinada à residência temporária do locatário, por prazo não superior a noventa dias; e (iii) Não residencial, aquela que não se destina a moradia ou aquela que tiver por objeto um imóvel destinado à habitação, mas que o locatário seja pessoa jurídica. Sendo que o último tipo será o foco de análise do presente trabalho.

3.1. Locação de imóvel não residencial urbano

De uma forma geral, a Lei do Inquilinato estabeleceu regras gerais para quaisquer locações celebradas para fins comerciais⁹ (VENOSA, 2014). A leitura deste dispositivo legal permite analisar que a sua elaboração tendeu a garantir aos locatários uma posição de hipossuficiência, de modo a assegurar que existissem restrições ao proprietário de reaver o imóvel por uma livre vontade.

Especificamente, quanto aos imóveis não residenciais, destaca-se a possibilidade de uma renovação automática do contrato, também chamado de Direito de Inerência (COELHO, 2012), desde que atendidas algumas condições¹⁰. A primeira é considerada um requisito formal, qual seja o contrato que tenha sido celebrado, por escrito e com um prazo determinado. O segundo requisito trata de um aspecto temporal, ao trazer que o prazo mínimo do contrato a renovar ou a soma dos prazos ininterruptos dos contratos escritos, seja de cinco anos. Por fim, o terceiro requisito é um aspecto material, obrigando que o locatário esteja explorando seu comércio, no mesmo ramo, pelo prazo mínimo e ininterrupto de três anos.

O direito assegurado pela Lei do Inquilinato para os imóveis não residenciais pretende assegurar a proteção do estabelecimento comercial, composto não apenas do local

⁸ As classificações dos contratos de locação estão dispostas entre os Artigos 46 e 57 da Lei nº 8.245/91.

⁹ Como será tratado posteriormente, tanto o *Built to Suit* quanto o *Sale and Leaseback* podem ser considerados variações desta regra geral e que foram incorporadas pela legislação quando da publicação da Lei nº 12.744/2012.

¹⁰ As condições encontram-se no Artigo 51 da Lei nº 8.245/91:

Art. 51. Nas locações de imóveis destinados ao comércio, o locatário terá direito a renovação do contrato, por igual prazo, desde que, cumulativamente:

I - o contrato a renovar tenha sido celebrado por escrito e com prazo determinado;

II - o prazo mínimo do contrato a renovar ou a soma dos prazos ininterruptos dos contratos escritos seja de cinco anos;

III - o locatário esteja explorando seu comércio, no mesmo ramo, pelo prazo mínimo e ininterrupto de três anos. (BRASIL, 1991).

onde estão os imóveis, mas também, de todos os seus bens afetados para o exercício da atividade empresarial; sejam eles bens materiais, tais como os equipamentos existentes, como também os bens imateriais, sobre os quais estão a marca e, principalmente, o fundo de comércio ou fundo de empresa (COELHO, 2012).

Considerando as características deste tipo de contrato, observa-se a sua aplicabilidade em casos onde as empresas não vislumbram realizar altos investimentos no imóvel, o que está bastante em linha com o conceito de uma estratégia incremental, pois é considerado para empresas que seguem este tipo de modelo de gerenciamento de ativos, evitando compromissos de longo prazo para as suas instalações. As decisões são focadas em assumir apenas o que é essencial para o desenvolvimento do trabalho.

Em linhas gerais, as empresas que assumem uma abordagem incremental, trabalham em um cenário de condições competitivas incertas. Por isso, precisam estar respaldadas juridicamente para buscar uma devolução do imóvel de uma forma ágil, já que tendem reagir, rapidamente, quando eventos inesperados ocorrem. Ou podem estar em uma fase de maturação e ainda precisam desenvolver as suas decisões imobiliárias. Do ponto de vista financeiro, o fato de não estarem atrelados por um longo prazo com o locador, lhes fornece condições de conservação do capital para outros tipos de investimentos.

Não obstante, para o locatário existirão sempre os riscos de ser parte em um contrato de curto prazo, tais como, a falta de um compromisso com a localização, que prejudica determinar quem serão os seus colaboradores; a possibilidade de disputas judiciais durante as ações renovatórias; maiores dúvidas sobre benfeitorias que pudessem ser importantes para o desenvolvimento de suas atividades; e, estando em um cenário de pouca oferta e alta demanda, as empresas se veem diante de um risco de aumento de custos.

3.2. A construção sob medida – *Built to Suit*

A gestão dos ativos imobiliários das empresas também pode se utilizar de um modelo de construção sob medida, também chamado *Built to Suit*, onde um terceiro desenvolve e executa um projeto com características pré-determinadas, em um local indicado, para o atendimento às demandas exclusivas da empresa. Em contrapartida, ao direito de fruir do imóvel, a empresa se compromete ao pagamento de uma locação pelo prazo estabelecido no contrato, geralmente, entre 10 a 15 anos. Com isto, o investimento feito pelo

empreendedor é revestido de um retorno compatível com a rentabilidade esperada e a amortização dos investimentos. Para a companhia, ela possui uma garantia de que poderá utilizar do imóvel pelo prazo que seja interessante para o desenvolvimento de seus negócios.

O contrato de *Built to Suit* pode ser definido como um

negócio jurídico na qual uma das partes, o locatário, contrata a construção de imóvel de acordo com as suas necessidades, e o recebe por cessão temporária de uso mediante pagamentos mensais dos valores pactuados. A construção é levada a efeito pelo contratado (locador) e a cessão do imóvel se faz, normalmente, por prazo longo, entre dez e vinte anos. (SCAVONE, 2014).

É importante destacar que, embora o contrato de *Built to Suit* possua características de quaisquer contratos de locação, as relações locatícias por ele estabelecidas trazem elementos que diferenciam de uma locação geral de imóvel urbano. A primeira versa sobre o fato de não existir o imóvel no momento da assinatura do contrato. Neste documento é que deverá constar a lista de demandas para atendimento ao locatário que comporão a futura construção. Inclusive podem existir situações em que o terreno onde será erguida a obra, ainda não esteja devidamente adquirido e que seja tarefa do futuro locador encontrá-lo (CAMARGO; SISTI; FERREIRA, 2010).

Dada tamanha especificidade deste contrato, para garantir a segurança para as partes, devem ser desenvolvidas cláusulas que sejam suficientemente claras, e que apresentem os seguintes aspectos:

- a) Condições suspensivas quanto à aprovação pelos órgãos públicos responsáveis dos projetos, da execução e da obtenção das certificações de ocupação;
- b) Caderno com a especificação dos materiais a serem utilizados na obra;
- c) Projetos aprovados;
- d) Financeiros, incluindo as multas contratuais.

Quanto ao último aspecto, o contrato de *Built to Suit* se destaca, geralmente, em caso de devolução do imóvel por parte do locatário. Há, nele, uma cláusula penal

compensatória, na qual é estabelecido o pagamento de uma locação por todo o período a vencer. Inclusive, o valor da multa compensatória sempre foi considerado um ponto crucial para este modelo de locação (FRANCIOZI; PORTO, 2013). Isto deriva do fato de que a construção feita sob medida para uma determinada empresa pode não atender as necessidades de uma futura locatária, além do fato de que houve um custo de desenvolvimento, sobre o qual o locador deseja reaver com a devida remuneração.

Para as empresas, a principal vantagem da utilização do *Built to Suit* em sua estratégia está no fato dela se instalar em um imóvel que atende todas as suas exigências, já que o projeto desenvolvido traz as características do seu negócio. Além disto, por ocupar um imóvel de terceiro, as despesas relacionadas de benfeitorias necessárias comumente não estão em seu escopo, pois são de responsabilidade do locador¹¹, podendo colocar recursos financeiros em atividades que lhe ofereçam melhores retornos. Por fim, diferentemente do que dispõe um contrato de locação geral, o locador declara que não promoverá nenhuma ação revisional do preço por todo o período de vigência do contrato. Com isto, se estabelece um fluxo de pagamento previsível para o locatário.

Muito utilizado nos Estados Unidos e na Europa, esta modalidade de contratação já era observada no Brasil na construção de galpões, fábricas, centros de distribuição, escritórios, hotéis e escolas, porém por vezes era confundido com um contrato de empreitada (VENOSA, 2014). Entretanto, por suas características que divergiam da legislação específica sobre o tema, em especial no tocante à possibilidade de ingresso pela locatária da ação revisional após três anos de vigência, sob pena de configurar um desequilíbrio econômico, foram diversos os julgados que dispunham de um entendimento onde buscava-se aplicar os termos do Artigo 425 do Código Civil que diz:

Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código (BRASIL, 2011).

De tal forma que em 2009, foi proposto o Projeto de Lei nº 6.265 que visava alterar a Lei do Inquilinato, a fim de conferir segurança jurídica às partes da locação, indicando a possibilidade de determinados dispositivos da lei não tivessem incidência, salvo

¹¹ Conforme disposto na Lei nº 8.245/91, em seu Artigo 35:

Art. 35. Salvo expressa disposição contratual em contrário, as benfeitorias necessárias introduzidas pelo locatário, ainda que não autorizadas pelo locador, bem como as úteis, desde que autorizadas, serão indenizáveis e permitem o exercício do direito de retenção. (BRASIL, 1991).

se as partes dispusessem em sentido contrário. Este inclusive já era o entendimento de julgados como apresentado abaixo:

“CIVIL. LOCAÇÃO. CONTRATO ATÍPICO. "BUILT TO SUIT". INTERPRETAÇÃO DA CLÁUSULA CONTRATUAL DE PERDAS E DANOS PREFIXADOS. CONTRATO PARITÁRIO. VALIDADE E EFICÁCIA DO AJUSTE. RECURSO PROVIDO. 1 - As operações imobiliárias denominadas "built to suit" podem ser traduzidas como uma construção sob medida. Consistem em um negócio jurídico similar, em alguns pontos, ao contrato de locação, no qual, todavia, uma parte se encarrega de construir um imóvel customizado para as necessidades do contratante e este se obriga a locar o bem por prazo determinado, por um valor mensal correspondente não somente à contraprestação pelo uso e gozo do imóvel, mas também para remunerar os custos de aquisição do terreno e da construção do imóvel pelo locatário, bem como o capital investido. 2 - Na hipótese, discute-se o alcance da cláusula que estipula o valor das perdas e danos decorrentes da rescisão unilateral do negócio jurídico, em prazo inferior ao do contrato. 3 - Ressalte-se que o contrato em tela é paritário, ou seja, as partes se encontram em situação de igualdade e as cláusulas foram livremente pactuadas, não havendo falar na imposição unilateral de condição, típica dos contratos de massa (por adesão), os quais se submetem a regramento específico e admitem certa relativização, razão pela qual descabe discussão acerca da validade ou eficácia da cláusula questionada. 4 - A cláusula nº. 15.1 do instrumento em tela é expressa ao prever que a locação não poderia ser rescindida antes de transcorridos cento e vinte meses de vigência do contrato. Assim, inafastável a conclusão de que o descumprimento de tal obrigação, vale dizer, a rescisão antecipada do negócio, importa no pagamento das perdas e danos prefixadas. 5 - O cálculo apresentado pela parte autora obedece rigorosamente a cláusula que estipula a pena convencional, apurada proporcionalmente ao período faltante para o adimplemento integral da avença. 6 - Apelação provida para condenar a requerida ao pagamento do valor de R\$ 963.582,46, acrescido de juros moratórios de acordo com a taxa SELIC, a partir da citação.” (TRF 3ª Região - Apelação Cível nº 0025624-84.2008.4.03.6100/SP - Relator: Des, José Lunardelli - 29/11/2011).

Com efeito, os termos da lei foram alterados em 2012 com a promulgação da Lei nº 12.744/12. Destaca-se neste dispositivo legal a permissão expressa de incluir cláusula sobre a impossibilidade de rescisão contratual sob pena de uma multa compensatória. Acrescentou também que as partes podem se reservar no direito de renunciar o direito da revisão dos valores a serem pagos pela locação durante o período¹².

¹² A Lei nº 12.744/12 trouxe o seguinte dispositivo:

Ainda realizando sempre uma comparação entre o tipo de contrato assinado com a estratégia desenvolvida pela empresa para com os seus ativos imobiliários e, considerando as características descritas acima de um contrato de *Built to Suit*, é possível relacioná-lo com um modelo de estratégia baseada em valor. Nesta abordagem, os valores e culturas organizacionais são parte integrante de todas as decisões do projeto e da gestão. Há um processo mais flexível para o imóvel a ser ocupado e este possui características que constroem um significado para as pessoas envolvidas.

Como os imóveis são utilizados para apoiar os objetivos da empresa, podem ser feitas adaptações necessárias. Para o locador, precisará haver uma segurança que os investimentos no imóvel serão fonte de um retorno financeiro mais estável. Posto que existirão características peculiares, o locatário precisará apresentar uma estabilidade competitiva que dê o devido conforto para os investimentos a serem realizados, pois será desenvolvida uma estratégia de longo prazo que incentiva a empresa a se empenhar em suas atividades primordiais, diminuindo um potencial conflito de agendas entre locador e locatário.

3.3. O processo de desmobilização – *Sale and Leaseback*

Em um cenário de restrição de financiamento para as empresas, seja por meio do mercado bancário como, também, pelo mercado de capitais; alternativas diferentes de financiamento são identificadas. Nesse processo, as empresas começam a analisar o que podem realizar com seus ativos imobiliários para a melhoria de liquidez. Uma estratégia é recorrer ao modelo de *Sale and Leaseback*.

Conceitualmente, o *Sale and Leaseback* é um acordo contratual em que a parte vende o imóvel para o comprador e, imediatamente, assina com este um contrato de locação para utilizar o mesmo imóvel. O objetivo deste acordo é permitir que o vendedor continue a

Art. 54-A. Na locação não residencial de imóvel urbano na qual o locador procede à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si mesmo ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo pretendente à locação, a fim de que seja a este locado por prazo determinado, prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo e as disposições procedimentais previstas nesta Lei.

§ 1º Poderá ser convencionada a renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação.

§ 2º Em caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, compromete-se este a cumprir a multa convencionada, que não excederá, porém, a soma dos valores dos aluguéis a receber até o termo final da locação. (BRASIL, 2012).

se utilizar do imóvel, sem que ele esteja em sua propriedade, pagando o valor acordado como locação.

O primeiro acordo com tais características surgiu nos Estados Unidos em um contrato de 1936 entre a rede de supermercados Safeway Stores, Inc., a qual vendeu os seus imóveis para um determinado grupo de investidores, assinando um contrato de locação de longo prazo (CAMPOS, 1982).

A maioria das empresas que se utilizam desta estratégia procura melhorar a sua estrutura de capital, de forma que a decisão possibilite: (i) a captação de recursos para a expansão dos negócios, (ii) a diversificação das fontes de recursos, (iii) a melhoria da eficiência global da empresa, (iv) aumentar a flexibilidade da alocação dos ativos, (v) a venda de ativos que não fazem contribuem para a rentabilidade da empresa, (vi) o foco em seu negócio principal (como, por exemplo, a terceirização de gestão operacional e de instalação para o novo proprietário), e (vii) a redução da exposição do risco no setor imobiliário.

Outro importante item em uma operação de *Sale and Leaseback* diz respeito às bases de cálculo para a sua tributação. À medida que a companhia passe a lançar os valores de aluguel em seus Demonstrativos de Resultados, isto é uma despesa operacional, o que reduz o seu lucro e, por consequência, a sua base de cálculo de imposto. Neste ponto, a avaliação que deve ser desenvolvida pela empresa é o comparativo entre o impacto do valor da locação e o valor da depreciação até então utilizado.

Outra situação a se destacar é que ao investir os recursos obtidos na desmobilização em equipamentos, a companhia passa a depreciá-los, provocando uma nova despesa não caixa, mas que impacta a mesma base de cálculo. Por outro lado, caso a firma mantenha o ativo imobiliário em seu balanço, ela apenas poderá realizar a sua depreciação, impactando o resultado, com um efeito não caixa.

Em sua estrutura, o contrato de *Sale and Leaseback* estabelece uma relação de longo prazo entre locador e locatário, geralmente entre 10 a 20 anos, de forma que permite ao empreendedor locador o retorno esperado pela aquisição e ao vendedor locatário a segurança de deter a posse do imóvel.

Embora existam dois negócios jurídicos, sendo um de compra e venda e outro de locação, ambos são indissociáveis, pois o contrato de *Sale and Leaseback* demonstra uma relação obrigacional entre o locador que realiza o investimento para atender às necessidades do antigo proprietário (CAPANEMA, 2010). Para MARINO (2009), esta relação seria definida como uma coligação contratual, originada de uma pluralidade de contratos vinculados, diferenciados em suas estruturas, preservando a sua tipicidade tanto em forma

quanto em conteúdo e nos efeitos que produzem, entretanto que devido aos aspectos negociais, são unidos de forma a atingir um fim, o qual denomina “nexo funcional”.

Acrescenta-se que, para a manutenção dos termos da equação financeira, é recomendado que haja a renúncia pelas partes do direito de propor uma ação revisional. Tal fato, inclusive, é aceito pela jurisprudência quando uma das partes sente-se lesada, como apresentam os julgados abaixo:

“CIVIL. LOCAÇÃO COMERCIAL. PEDIDO REVISIONAL. CLÁUSULA RENUNCIATIVA. VALIDADE. 1 - Não viola o art. 19 e nem o art. 45, ambos da lei 8.245/91 e, muito menos conflita com a súmula 357-STF, a disposição contratual, livremente pactuada pelas partes, na qual o locador renuncia ao direito de propor ação revisional de aluguel, considerando-se ratificada se, após renovação da avença, continua a integrar os seus termos sem nenhuma objeção da parte interessada. Precedente desta Corte. 2 - Recurso não conhecido.” (STJ - 6ª turma - Resp 243.283/RJ - Relator: Min. Fernando Gonçalves - j. 16/3/00)

“Ação revisional de aluguel - imóvel comercial - cláusula de renúncia - validade. Não infringe os objetivos da Lei 8.245/91, nem malfere princípios assegurados constitucionalmente, cláusula contratual na qual as partes renunciam à ação revisional durante o prazo contratual.” (TJ-SP; 35ª. Câmara de Direito Privado; Apelação nº 1030632-0/5; Des. Clóvis Castelo, j. 21/05/2007).

“Ação revisional de aluguel contrato firmado que prevê renúncia ao direito de revisão do valor do locativo. Possibilidade na hipótese onde interligadas locação e aquisição através de arrematação de imóvel que pertencia à locatária. Violação aos arts. 19 e 45 da Lei do Inquilinato não caracterizada precedentes do E. STJ e desta Corte – Recurso Provido Improcedência.” (TJ-SP; 31ª. Câmara de Direito Privado; Apelação com Revisão nº 0043041-20.2010.8.26.0405; Des. Francisco Casconi, j. 19/11/2013).

Com a publicação da Lei nº 12.744/12, embora a própria doutrina tenha apenas observado a sua aplicabilidade sobre os contratos *Built to Suit*¹³, uma leitura mais profunda da redação do Artigo 54-A e, considerando a própria jurisprudência, pode-se depreender que as operações de *Sale and Leaseback* também estariam suportadas pelo mesmo artigo. A afirmação é plausível, pois o texto legal, ao se utilizar de uma conjunção alternativa "ou"

¹³ AVVAD (2014), SCAVONE (2014) e VENOSA (2014) fazem referência apenas ao *Built to Suit* quando citam a Lei nº 12.744/12.

entre os verbos, permite que apenas a prévia aquisição do imóvel especificado pelo pretendente à locação já seria motivo para a prevalência das condições livremente pactuadas.

No que tange ao aspecto de crédito do locatário, é importante destacar a detalhada avaliação que deve ser elaborada, especificamente ao considerar que, como traz DEVANEY & LIZIERI (2004), as despesas com as locações não aparecem no balanço como um passivo. Os autores analisaram o comportamento das ações e dos títulos de dívida das empresas que promoveram um processo de desmobilização. Partiram da premissa que o mercado de capitais pode avaliar o impacto desse tipo de processo e, posteriormente, ajustar o nível de retorno exigido, alterando os preços, em relação ao meio mercadológico. Eles avaliaram que os custos e benefícios deste modelo de estruturação dos ativos imobiliários dependerão do impacto final sobre a estrutura de capital resultante e qual será a destinação dos recursos obtidos com o negócio (se para o pré-pagamento de uma dívida existente, uma recompra de ações ou para o reinvestimento em atividades operacionais da companhia). Além disto, os agentes do mercado também avaliarão a qualidade da gestão e as perspectivas para o setor. Se o processo não estiver em linha com o proposto pelo segmento, haverá uma reação negativa. Nas conclusões dos autores, há benefícios potenciais de tal atividade, mas eles não podem ser simplesmente assumidos.

Empresas que possuam um modelo de gestão de ativos imobiliários baseada na estratégia de padronização podem ser consideradas um importante foco para o processo de *Sale and Leaseback*, dado que neste tipo de estratégia existem modelos já estabelecidos que são aplicados em todos os imóveis pelas companhias para coordenação dos processos. Assim, o ativo imobiliário já possui suas peculiaridades adequadas ao seu negócio, havendo uma justificativa para o futuro locador que o seu locatário possui interesse na continuidade da ocupação.

Geralmente, de acordo com O'MARA (1999) as empresas que seguem uma estratégia de padronização criam políticas internas que visam reduzir os seus custos, pois seus equipamentos e fornecedores já estão estabelecidos, sendo possível um ganho de escala nas contratações, controlando os seus custos; inclusive o locador passa a ter maior assertividade durante a realização das benfeitorias necessários que a ele cabe. Assim, para o adquirente dos imóveis em uma operação de *Sale and Leaseback*, a estratégia de padronização evita que em caso de novos investimentos, um fornecedor desconhecido seja contratado, entregando materiais ou realizando serviços que não sejam adequados ao seu locatário.

4. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS

Os fundos de investimento imobiliário possuem aspectos que os permitem assumir um papel de locador de imóveis comerciais. Neste capítulo, é apresentado um breve histórico sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no mundo e no Brasil, trazendo marcos de sua evolução desde a década de 1970. Em seguida, pretende-se apontar uma forma de classificá-los, de acordo, com os seus objetivos de investimento (Fundos de Renda, de Desenvolvimento e de Renda Fixa e). Por fim, apresentam-se quais são os pontos que devem ser considerados nas análises feitas pelas empresas, a fim de considerá-los como um veículo na gestão dos ativos das empresas.

4.1. Breve histórico dos fundos de investimento imobiliários no mundo

Os fundos de investimento imobiliários tiveram a sua primeira regulamentação feita nos Estados Unidos, no ano de 1960. O *Real Estate Investment Trust Act (US REIT Act)* foi desenvolvido com objetivo de dar mais transparência ao investimento imobiliário, utilizando-se de um instrumento de mercado de capitais. Após mais de 50 anos de existência, a indústria mundial dos fundos de investimento imobiliário se desenvolveu e alcançou um volume acima de um trilhão de dólares (EY, 2013).

Como destaca BROUNEM e KONING (2012), previamente a publicação do *US REIT Act*, houve um intenso *lobby* pelos bancos de investimentos para que fossem criadas regras tributárias que concedessem benefícios de isenção aos investidores dos fundos imobiliários. Com isto, haveria um argumento importante para a captação dos recursos dos investidores. Ocorre que a demanda não foi atendida, impedindo o desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários. Apenas em 1986, com a *Tax Reform Act* foi possível criar bases sólidas que permitiram o aumento significativo do volume dos fundos imobiliários.

Em seu trabalho, BROUNEM e KONING (2012) encontram evidências de que os fundos imobiliários são influenciados por características locais dos mercados onde investem. Suas performances não estão integradas ao desenvolvimento mundial do setor imobiliário, pois há a necessidade de alinhamento entre as autoridades governamentais locais e os agentes de mercado daquele país.

Existem exemplos de países que promovem uma estrutura de incentivos fiscais, buscando que os investidores façam suas alocações nos fundos. A Holanda, por exemplo, foi o primeiro país a desenvolver uma estrutura de incentivos fiscais em 1969. Por outro lado, Hong Kong ao estabelecer, em 2003, o seu modelo de fundo imobiliário não previu os aspectos tributários, em um molde similar ao ocorrido nos Estados Unidos. Apenas, em 2005, quando houve a definição de uma legislação tributária mais benéfica para este tipo de investimento é que o primeiro fundo imobiliário foi aprovado (OOI; NEWELL; SING, 2006). A título exemplificativo, passados 4 anos da nova legislação, em 2009, Hong Kong já possuía um mercado de seis bilhões de dólares.

Dados da *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT) indicam que em junho de 2014, nos Estados Unidos, o valor de mercado dos 210 fundos imobiliários que compunham o FTSE NAREIT, somavam 816 bilhões de dólares. Ao acrescentar os fundos que não possuem suas cotas negociadas em bolsa, o patrimônio alcança o volume aproximado de 1,7 trilhão de dólares¹⁴. A título de exemplificação deste mercado no mundo, o maior fundo imobiliário global é o Simon Property Group Inc, cujas cotas são negociadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), com um valor de mercado de 51,44 bilhões de dólares¹⁵. O foco do seu investimento é a aquisição e o gerenciamento de shoppings regionais e *outlets*.

O desenvolvimento dos fundos imobiliários no mundo tem tido importante papel no desenvolvimento da própria indústria imobiliária (AMATO *et al.*, 2007). CLAYTON e MACKINNON (2003) identificaram que, nos Estados Unidos, os REIT deixaram de ser influenciados pelos mesmos fatores que as ações das empresas, como ocorria durante as décadas de 1970 e 1980, para estarem mais relacionados aos retornos do próprio mercado imobiliário durante a década de 1990. À medida em que ocorreu o processo de institucionalização dos REIT, foi possível expandir o mercado, pois existiam informações mais confiáveis e menos assimetria entre os investidores, que passavam a ser mais exigentes.

¹⁴ Fonte: NAREIT (2014)

¹⁵ Fonte: Bloomberg (set/2014).

4.2. A evolução do mercado brasileiro de fundos de investimentos imobiliários

No Brasil, os fundos imobiliários foram instituídos com a publicação da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. O desenvolvimento de seu texto foi resultado de um trabalho que se iniciou ainda no ano de 1991, por meio do Projeto de Lei nº 2.204. Neste Projeto, constam as razões que motivaram a criação desta nova categoria de Fundos. Observa-se que a segurança do investimento fez parte da essência de sua lei.

Assim, o projeto de lei ora submetido à apreciação de Vossa Excelência objetiva trazer, para o nosso direito legislado, instrumento jurídico que **proporcionará segurança à iniciativa empresarial e ao público** (*grifo nosso*) que direcionar sua poupança para o mercado de investimento imobiliário. (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, FAZENDA E PLANEJAMENTO, 1991).

Além disto, é interessante observar que é feito destaque para o êxito que a estrutura possui em outros países:

Objetiva a proposta permitir a constituição de fundos de investimento destinados especificamente à aplicação em imóveis e em empreendimentos imobiliários, a exemplo do que, **com êxito, já ocorre em outros países**. (*grifo nosso*). (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, FAZENDA E PLANEJAMENTO, 1991).

Assim, o que se propôs é um veículo que permitisse a captação de recursos, para uma das principais indústrias de nosso país; devendo estar disponível para pequenos, médios e grandes investidores.¹⁶

Coube a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) disciplinar a regulamentação sobre o funcionamento dos fundos imobiliários, primeiramente com a publicação da Instrução CVM nº 205/94 e, em 2008, com um novo normativo, a Instrução CVM nº 472/08, a qual está vigente até os dias de hoje.

¹⁶ Consta na Exposição de Motivos da Lei nº 8.668/93 que:

O patrimônio dos Fundos de Investimento Imobiliário será representado por quotas, que constituem valores mobiliários, negociáveis no mercado, constituindo assim novo título e permitindo a ampliação dos tipos de investimento disponíveis para pequenos, médios e grandes investidores. (BRASIL, 1993).

Neste texto legal, a CVM define a operacionalização dos fundos imobiliários, a responsabilidade de cada um de seus agentes e, principalmente, aos quais ativos devem estar circunscritos os seus investimentos, apresentando-os em seu Artigo 45:

Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;

VIII – letras hipotecárias; e

IX – letras de crédito imobiliário. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008)

Em entrevista concedida para o presente trabalho, Rodrigo Machado, diretor e sócio da XP Investimentos, responsável pela plataforma de negócios financeiros imobiliários, afirma que a história dos fundos imobiliários no Brasil poderia ser dividida em quatro ondas. A primeira tem seu início com a publicação da Lei nº 8.668 em 1993, quando os fundos imobiliários criados tinham por principal objetivo o planejamento tributário das incorporadoras. A segunda onda se inicia com a publicação da Lei nº 9.779 em 1999, que

restringiu as questões fiscais dos investimentos dos fundos imobiliários¹⁷. Esse segundo movimento foi bastante marcado pela participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Fundos de Pensão), as quais passaram a ter restrições na incorporação e comercialização de imóveis e passaram a se utilizar dos fundos imobiliários como uma alternativa para se manter nesta categoria de investimento¹⁸.

Na continuação histórica dos fundos imobiliários no Brasil, a terceira onda tem seu início marcado com a constituição do primeiro fundo, cujo público alvo eram investidores do segmento de varejo. Tratava-se do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis. Este fundo adquiriu a participação de 25% do empreendimento denominado Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis, localizado na cidade de São Paulo. Após a sua constituição, em 2005, a Lei nº 11.193 foi aprovada, estabelecendo as regras para que houvesse a isenção tributária na renda dos investidores que fossem pessoas físicas. Machado acredita que a quarta onda é definida com a nova regulamentação trazida pela CVM, a Instrução nº 472, em 2008, que consolidou o processo de amadurecimento da indústria de fundos imobiliários e permitiu aos grandes bancos de rede distribuírem as cotas junto ao público do segmento de varejo.

O fundo de investimento imobiliário mais antigo no Brasil ainda em funcionamento, constituído em março de 1995, é o Fundo de Investimento Imobiliário Panamby, o qual tem por objetivo o desenvolvimento imobiliário dos terrenos adquiridos próximos à Marginal Pinheiros, na Cidade de São Paulo. Atualmente, existem registrados junto à CVM, 244 fundos imobiliários, os quais somam um patrimônio líquido de R\$ 55,8 bilhões¹⁹. As estratégias de investimentos são variadas e abrangem tanto desenvolvimentos imobiliários, como o exemplo do Fundo Panamby, mas também fundos que fazem seus investimentos em imóveis destinados a shoppings, hotéis, hospitais, universidades, agências bancárias, galpões logísticos ou lajes corporativas. Além disto, existem estruturas que fazem investimentos indiretos nestes empreendimentos, por meio da aquisição de ativos financeiros imobiliários, tais como os certificados de recebíveis imobiliários.

¹⁷ As questões tributárias e as necessidades das alterações dos textos legais serão melhor tratadas adiante, no capítulo do trabalho que versa sobre especificamente sobre o assunto.

¹⁸ A Resolução nº 2.829, de 30 de março de 2001, do CMN reduziu de 60% para 25% o percentual que uma Entidade Fechada de Previdência Complementar poderia deter em um mesmo empreendimento em sua carteira de desenvolvimento imobiliário, conforme a legislação abaixo:

Art. 35. Adicionalmente aos limites estabelecidos no artigo anterior:

I - no caso da carteira de desenvolvimento, cada investimento não pode representar mais que 25% (vinte e cinco por cento) do empreendimento correspondente; (CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, 2001).

¹⁹ Fonte: CVM (agosto/2014).

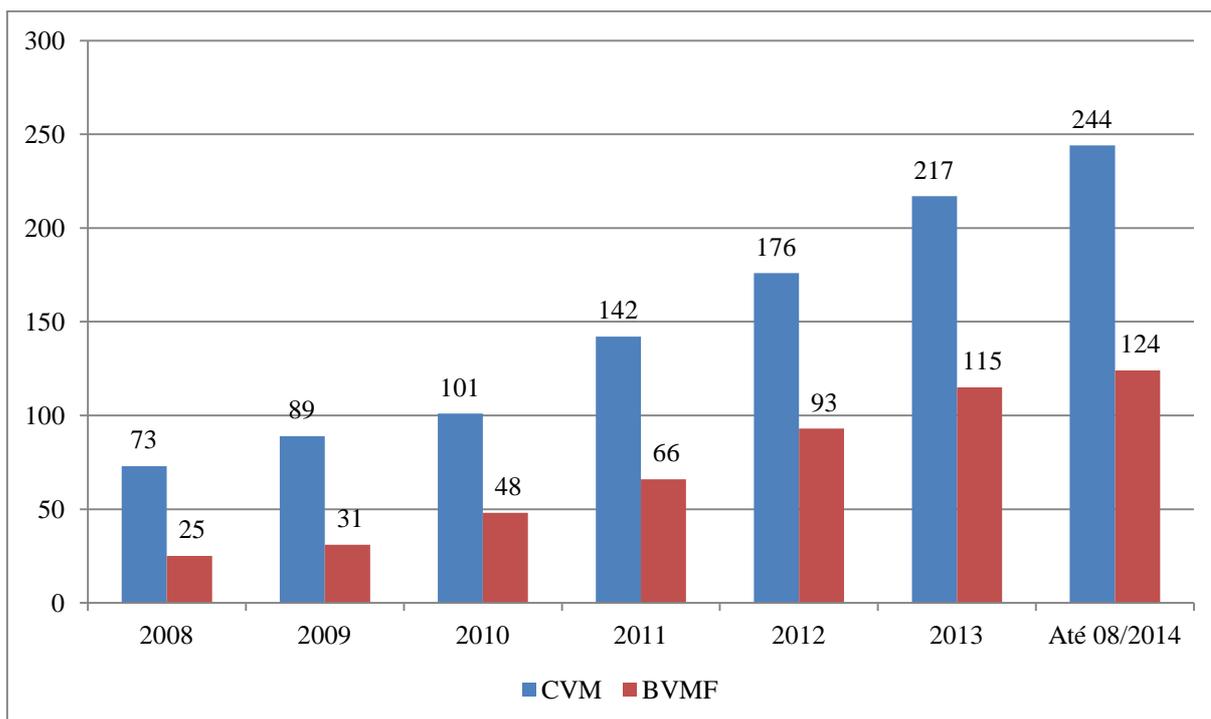


Gráfico 1 – Quantidade de Fundos Imobiliários registrados na CVM e negociados na BM&F Bovespa
Fonte: BM&F Bovespa (agosto/2014).

No diagrama da página seguinte, é apresentada uma estrutura simplificada de um fundo de investimento imobiliário brasileiro:

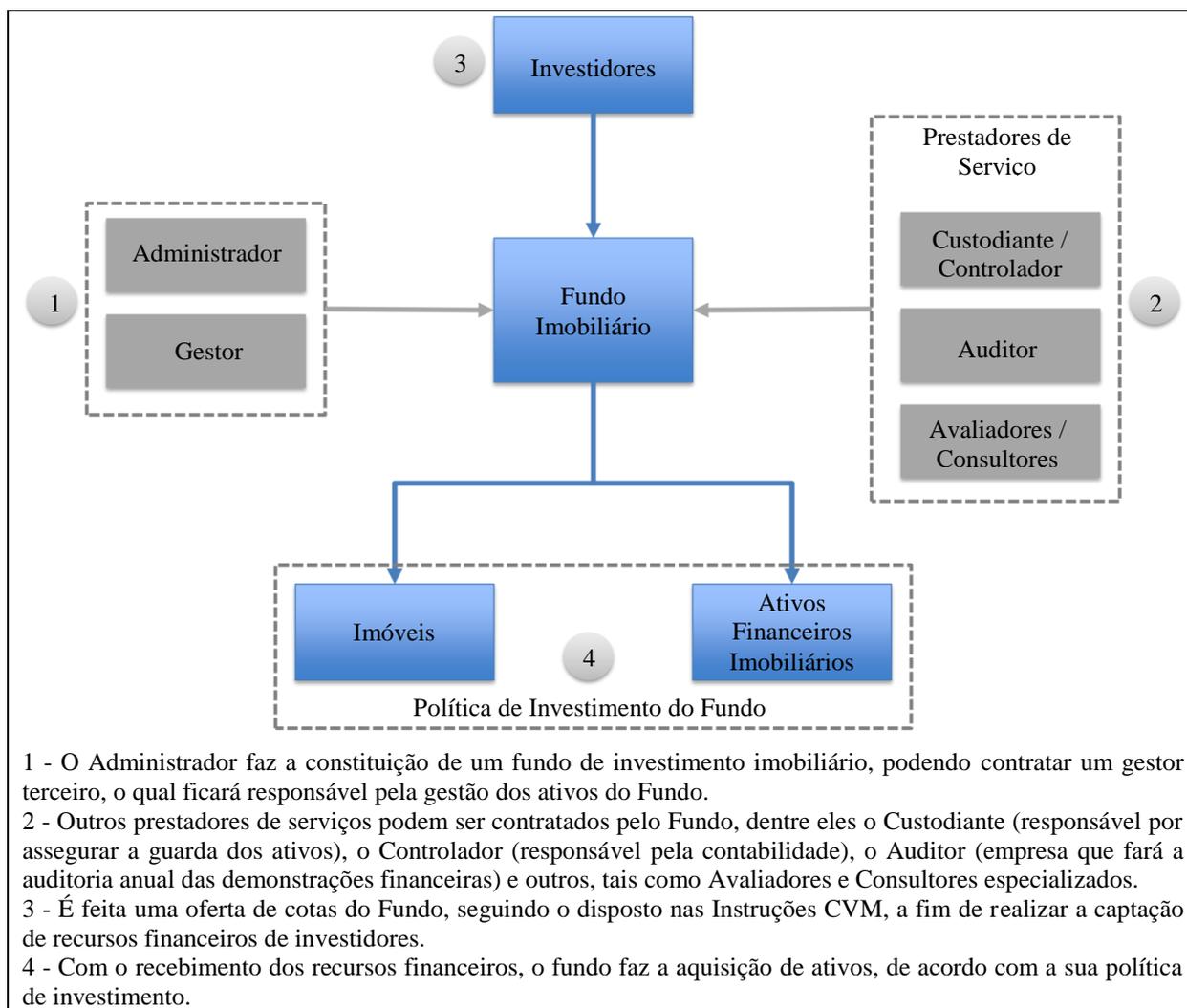


Figura 3 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3. Classificação de fundos imobiliários

Embora, no Brasil, não existam classificações oficiais divulgadas pela CVM ou pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), é possível classificar os fundos imobiliários em três grupos, de acordo com o seu principal objetivo de investimento.

Fundos Imobiliários de Renda

É a principal categoria de fundos imobiliários. Estão incluídas, todas as estruturas que investem em imóveis prontos e os locam para diferentes tipos de público. Os investidores desta categoria visam o recebimento periódico de uma locação, da mesma forma que um dividendo pago por uma empresa. Os principais riscos para os investidores estão na análise do crédito do locatário e as variações das curvas de oferta e demanda do imóvel alvo.

Para as empresas, estes fundos podem ser vistos, primeiramente como aqueles que possuem determinado imóvel, sendo o seu locador; mas também como uma forma de serem utilizados na promoção de sua desmobilização, conforme a sua necessidade e estratégia de gestão de ativos.

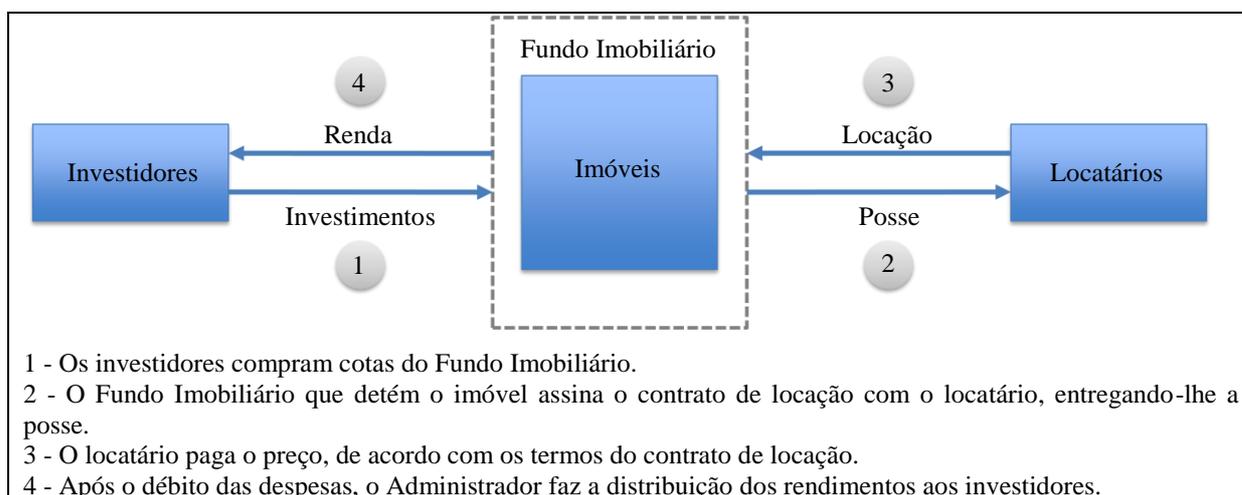


Figura 4 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Fundos Imobiliários de Desenvolvimento

Fazem parte desta categoria, os fundos imobiliários que possuem como política de investimento a incorporação imobiliária e o seu ganho de capital na comercialização dos imóveis. Os fundos desta categoria podem ser comparados com fundos de *Private Equity*, pois eles estão no risco de um novo negócio, tal como um acionista, ficando passível ao atraso na aprovação dos projetos, ao desempenho do mercado para a venda das unidades ou aos custos de construção.

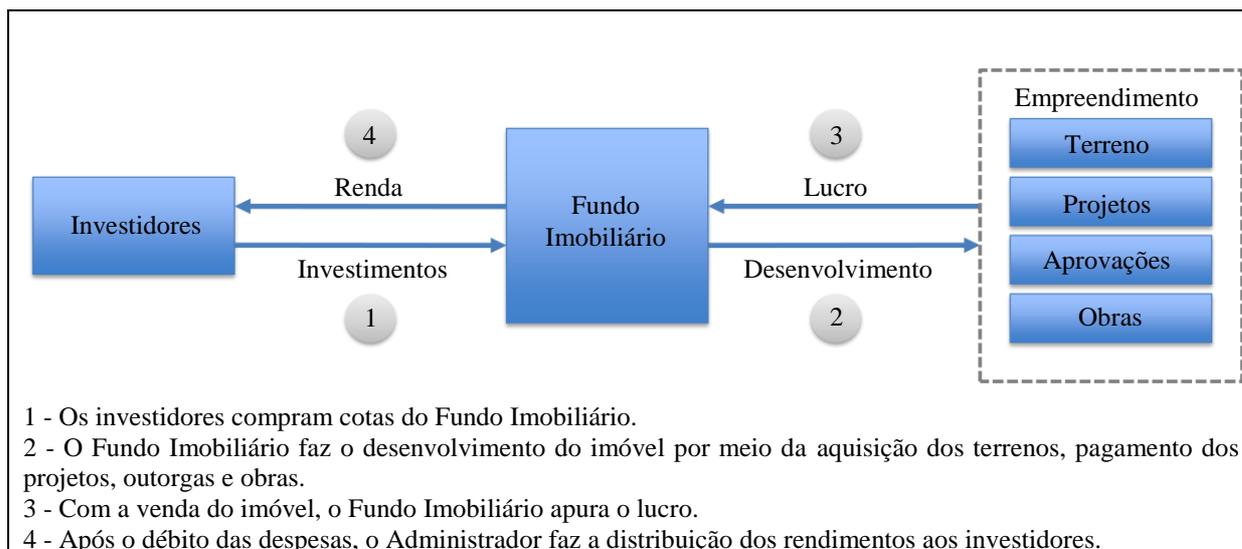


Figura 5 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Desenvolvimento.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Fundos Imobiliários de Renda Fixa

Nesta categoria, estão os fundos que possuem o foco no investimento em ativos financeiros imobiliários emitidos por bancos ou companhias securitizadoras, tais como as letras de crédito imobiliário – LCI ou os certificados de recebíveis imobiliários – CRI. Por se tratarem de fundos predominantemente de dívida das empresas, o risco principal para o investidor está na análise da capacidade de crédito do devedor.

Do ponto de vista das empresas, os chamados “fundos de papéis” podem ser utilizados como veículos indiretos para a captação de recursos quando desejam desenvolver um empreendimento ou realizar o desconto de parcelas de contratos de locação que tem a receber.

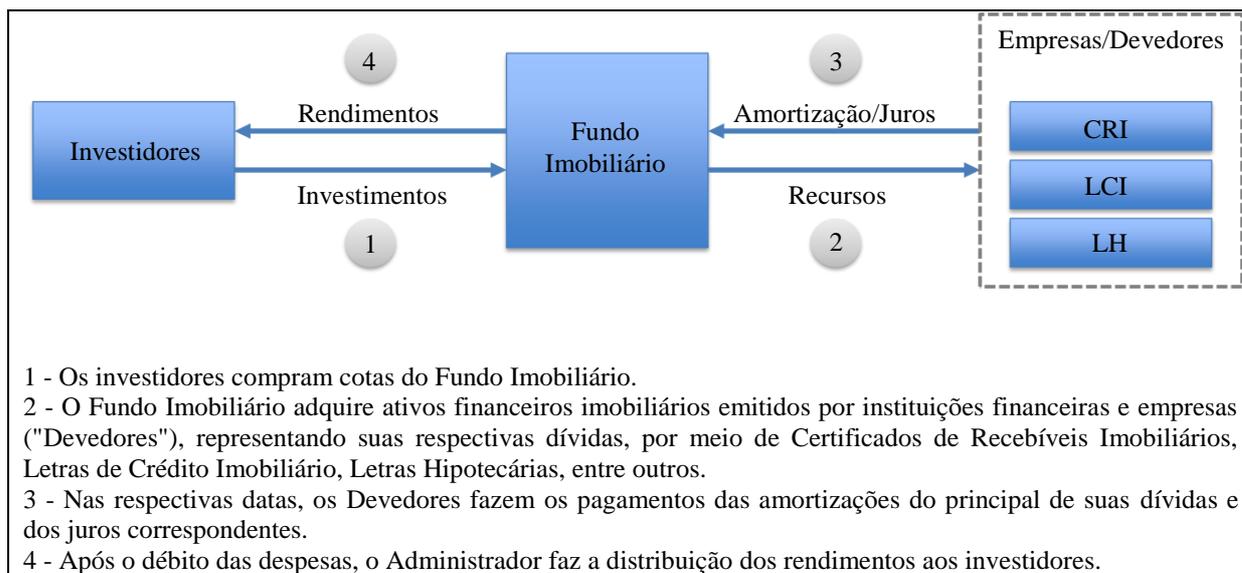


Figura 6 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda Fixa.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pelo exposto, de acordo com as suas políticas de investimento, os fundos imobiliários podem ser interpretados tanto como um instrumento de captação do mercado de capitais, como também empresa imobiliária, possuindo um caráter híbrido. Por conseguinte, no próximo item do trabalho é feita uma descrição de aspectos que as empresas devem se atentar na utilização dos fundos na gestão de seus ativos.

4.4. Os aspectos operacionais dos fundos de investimento imobiliários

Os fundos de investimento imobiliário possuem características que os diferenciam de outros possíveis locatários para as empresas e as quais necessitam ser observadas pelos tomadores de decisão quando de sua escolha, seja em uma locação de uma laje corporativa ou em contratos mais específicos, como por exemplo, em um *Built to Suit* ou um *Sale and Leaseback*.

O primeiro aspecto seria o fato dos fundos imobiliários possuírem, de forma geral, uma política de investimento já determinada quando de sua constituição e oferta pública. Existem situações onde, inclusive, os termos contratuais já estão estabelecidos e são publicados nos prospectos da operação.

Acrescenta-se, o fato do fundo imobiliário ser uma comunhão de recursos de terceiros, ou seja, é possível dizer que o imóvel será pertencente a diversos proprietários

indiretamente. A consequência disto é que as alterações nas políticas de investimento necessitam de um processo burocrático, com convocação de assembleia de cotistas que possuem quóruns específicos estabelecidos na legislação, dificultando suas implantações²⁰.

Ainda em relação a outros tipos de locadores, o fundo imobiliário possui natureza jurídica específica. Conforme disposto na Lei nº 8.668/93, os fundos imobiliários não possuem personalidade jurídica, sendo caracterizados como um condomínio²¹. Isto leva a destacar a participação que a instituição administradora do fundo possui em sua estrutura, pois ela é a responsável por qualquer ato que envolva os bens e direitos adquiridos pelo fundo. Além disto, a própria Lei nº 8.668/93 também concedeu à CVM o poder de autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos imobiliários. Faz-se importante ressaltar que além da fiscalização trazida sobre os fundos em si, os seus administradores possuem responsabilidades objetivas na condução de suas atividades, consubstanciadas na Instrução CVM nº 306/99. Neste sentido, do ponto de vista da empresa locatária, ao negociar uma locação de um imóvel pertencente a um fundo de investimento imobiliário, sabe-se que haverá uma contínua fiscalização, havendo normas de condutas claras para desempenho das suas atribuições.

Ainda em linha com as disposições legais dos fundos imobiliários, os seus administradores têm o dever de realizar diversas publicações periódicas sobre os seus objetivos, os investimentos realizados, perspectivas do mercado, situação das carteiras dos fundos, processos judiciais, o que em muito se assemelha a companhias abertas²².

A legislação estabelece também uma política de distribuição de resultados (*payout*), a qual deverá ser de 95% do lucro auferido sob o regime de caixa, caso seja intenção do administrador manter a isenção tributária no pagamento dos rendimentos, como será exposto na próxima seção do trabalho.

Outro ponto relevante tange à negociação das cotas do fundo. No momento em que um investidor queira reduzir ou eliminar o risco do setor imobiliário de sua carteira de investimento, ao invés de realizar a contratação de um corretor de imóveis, fornecer uma série de documentos necessários para o processo de diligência a ser realizada pelo comprador e

²⁰ Conforme estabelecido na Instrução CVM nº 472/08, em seu Artigo 20, Parágrafo único, dependem da aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas emitidas, se maior quórum não for fixado no regulamento do Fundo, a deliberação acerca das alterações do texto do regulamento, onde está descrita toda política de investimento.

²¹ Conforme estabelecido na Lei nº 8668/93 em seu Artigo 1º:

Art. 1º Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários. (BRASIL, 1993).

²² Conforme estabelecido no Capítulo VIII da Instrução CVM nº 472/08 sobre Divulgação de Informações.

demonstrar por uma série de indicadores que o preço solicitado é, de fato, o valor de mercado, o cotista do fundo imobiliário necessita acionar a sua corretora de títulos e valores para que seja dada uma ordem de venda no mercado de bolsa ou no mercado de balcão organizado, facilitando o processo de encontrar um comprador, agilizando a sua liquidez e, permitindo a empresa locatária do imóvel a sua permanência sem nenhum tipo de interferência.

No gráfico na página seguinte, é apresentado o volume de negociações no mercado de bolsa de valores. Tal pulverização da quantidade de negócios denota o potencial alcance que os fundos imobiliários podem ter, permitindo a captura de novos recursos.

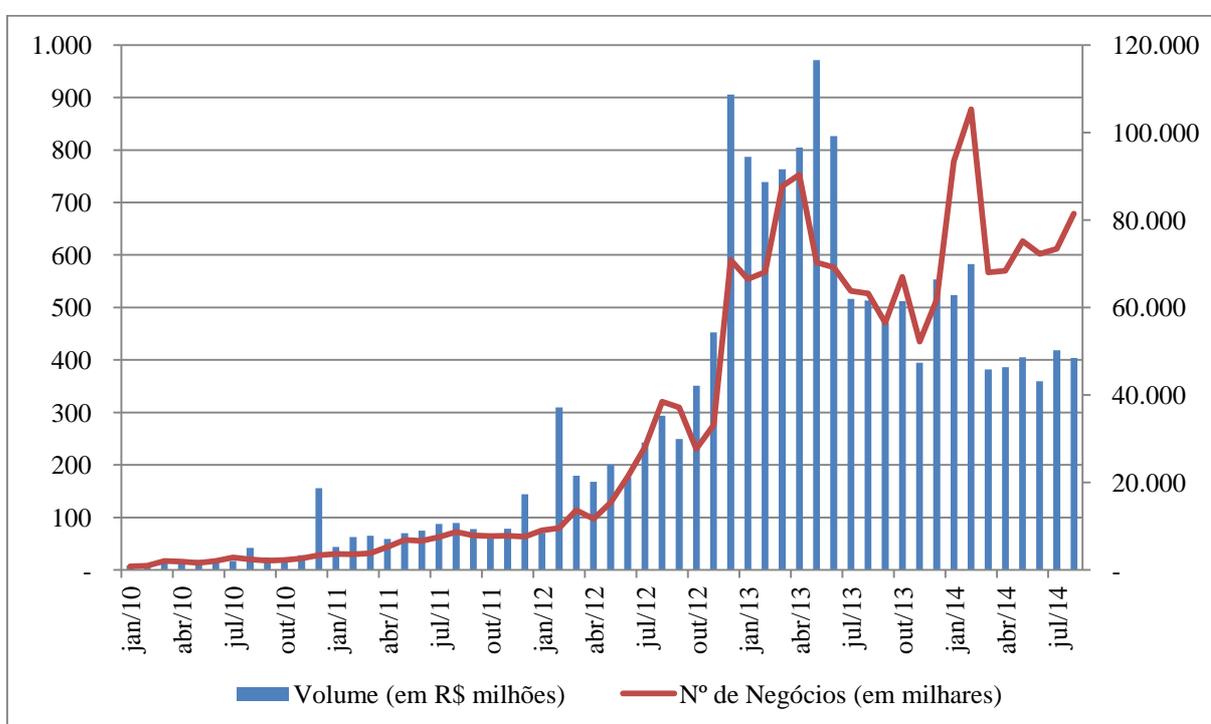


Gráfico 2 – Volume de fundos negociados e número de negócios de fundos imobiliários realizados na BM&F Bovespa.

Fonte: BM&F Bovespa (agosto/2014).

Não obstante, existem itens que prejudicam a atuação dos fundos imobiliários e que afetam o locatário. O primeiro deles faz referência a determinadas limitações que os fundos imobiliários possuem na captação de recursos, no caso de uma eventual benfeitoria que seja necessária no imóvel. Em uma situação de uma reforma emergencial, se o fundo não possuir uma reserva de caixa, a qual pode ser constituída quando da oferta pública inicial ou formada pelo percentual máximo de 5% do lucro auferido sob o regime de caixa, o seu administrador deverá aceitar que as obras sejam custeadas pelo locatário ou realizar um processo de oferta de novas cotas, com a finalidade de captação de recursos do cotista.

Diferentemente de uma pessoa jurídica ou até uma pessoa física que pode realizar uma operação de empréstimo no mercado bancário²³ ou mesmo uma securitização do contrato de locação, por meio do mercado de capitais.

O segundo deriva da existência de uma política de investimento pré-determinada. Em um mercado em contínua transformação, mudanças nos termos e condições dos contratos podem não ocorrer pela dificuldade em aprová-las. Ou ainda pelo fato da legislação definir aquilo que pode ser considerada uma despesa, práticas utilizadas por outros locadores durante a negociação, tais como, o pagamento da mudança do futuro locatário ou a instalação de benfeitorias voluptuárias para atendimento às suas demandas não são permitidas²⁴.

4.5. Os aspectos tributários dos fundos de investimento imobiliários

Em relação aos aspectos tributários dos fundos imobiliários, quando de sua criação, o objetivo é que os rendimentos auferidos pelo fundo estivessem isentos do imposto de renda na fonte ou na declaração de rendimentos. Por outro lado, os ativos e ganhos de capital seriam tributados normalmente para com os cotistas. Ocorre que, com a mesma lógica já aprendida em outros países, havia a necessidade de que fosse permitida alguma forma de diferenciação tributária para aqueles que fizessem seus investimentos nesta categoria de fundos tanto nos rendimentos quanto nos ganhos de capital.

Com isto, seis anos depois da publicação da Lei nº 8.668, o Ministério da Fazenda propôs uma Medida Provisória com o objetivo de alterar a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos Imobiliários²⁵. MARTINS (2011) aborda que pelo fato de não haver tributação sobre os rendimentos obtidos pelos fundos, eles passaram a ser utilizados por diversas empresas do setor imobiliário como um veículo para as suas próprias atividades, e não como um veículo de captação ao mercado financeiro e de capitais. Eram constituídas empresas com recursos próprios, únicas cotistas que mantinham as suas receitas na estrutura, diferindo a tributação.

²³ Conforme estabelecido na Lei nº 8668/93 em seu Artigo 12:

Art. 12. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário:

I - conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade; (BRASIL, 1993, grifo nosso).

²⁴ Todos os encargos permitidos aos fundos imobiliários estão listados no Artigo 47 da Instrução CVM nº 472/08.

²⁵ Tratava-se da Medida Provisória nº 1.788, de 29 de dezembro de 1998, a qual foi convertida na Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.

No novo modelo, foram especificadas determinadas regras que visavam evitar a postergação do pagamento do imposto sobre os ganhos e rendimentos auferidos pelos fundos, pois deveria haver a distribuição de, no mínimo, 95% do lucro auferido sob o regime de caixa, e estabeleceu a regra de tributar, tal como uma pessoa jurídica, o fundo imobiliário que aplicar os recursos em empreendimentos imobiliários que tenham como incorporador, construtor ou sócio, o cotista ou pessoa a ele ligada, com percentual acima de 25% das cotas do fundo.

Ocorre que a isenção de tributação sobre a distribuição de rendimentos dos fundos imobiliários foi aprovada apenas no ano de 2005, com a publicação da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, que alterou a Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, em seu Artigo 3º, o qual versa sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Traz a norma que:

Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:

[...]

III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

Parágrafo único. O benefício disposto no inciso III do caput deste artigo:

I - será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas;

II - não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo. (BRASIL, 2005).

A forma de tributação concedida aos investidores dos fundos imobiliários pode ser analisada como um diferencial positivo para as empresas que buscam a locação dos imóveis que ocupam, posto que se o cotista (na qualidade de locador final) pretende um determinado retorno para o seu investimento, o valor de locação poderia vir a ser menor, ao não serem contabilizados os tributos. A fim de exemplificar a presente afirmação, foram desenvolvidas três situações hipotéticas que se diferenciam pelo veículo cujo investidor imobiliário se utiliza para a obtenção de sua renda, partindo da premissa que a pretensão é obter uma renda mensal de R\$ 10.000,00.

No primeiro exemplo, o investidor imobiliário possui um imóvel registrado em seu próprio nome (pessoa física). Nestes casos, o imposto de renda deve ser calculado em conjunto com os demais rendimentos tributáveis da pessoa. MARTINS (2011) já destaca que para a pessoa física, sob o ponto de vista econômico, a receita da locação possui um tratamento tributário mais oneroso quando comparado com outras formas de investimentos imobiliários. Desta forma, haverá uma incidência de tributos na ordem de 27,5% sobre o preço do aluguel. Portanto, o preço do aluguel a ser pago pela empresa locatária deverá ser de R\$ 13.973,10.

No segundo exemplo, supondo que o imóvel seja um ativo para renda em uma empresa cujo objeto social seja o investimento em imóveis (comumente conhecida como empresas de *properties* ou *holdings* imobiliárias). Nesta situação, há uma tributação que varia na ordem de 11,33% a 14,53%, no caso de regime de lucro presumido. Com isto, para receber uma renda mensal de R\$ 10.000,00, o investidor deveria cobrar um aluguel entre R\$ 11.277,77 a R\$ 11.700,01. Quando comparados com os tributos da pessoa física, MARTINS (2011) constata que a legislação tributária claramente induz a utilização de pessoas jurídicas para o desenvolvimento de atividades de administração de bens. Do ponto de vista econômico e princípios tributários, não haveria razão que explique este tratamento diferenciado. Entretanto, não existe invalidação da regra no ordenamento (MARTINS, 2011).

Por fim, em um fundo imobiliário, como sobre ele não incidem tributos, desde que respeitadas às regras descritas acima, o valor pago pelo locador poderia ser o próprio R\$ 10.000,00. Cabe a ressalva que sobre os fundos incidem custos de sua estrutura, mas que acabam por serem diluídos²⁶.

²⁶ Conforme pesquisa realizada, a taxa de administração média cobrada pelas instituições administradoras dos fundos de investimento imobiliário do Brasil é de 0,96% ao ano sobre o patrimônio líquido (ANBIMA, 2014).

Tributos	Pessoa Física
IR	27,50%
CSLL	0,00%
PIS	0,00%
COFINS	0,00%
Total incidente sobre a receita	27,50%

Tributos	FII
IR	0,00%
CSLL	0,00%
PIS	0,00%
COFINS	0,00%
Total incidente sobre a receita	0,00%

Tributos	Pessoa Jurídica com objeto imobiliário (Lucro presumido) ²⁷
IR	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A alíquota será de 15% calculada sobre a base de cálculo presumida. ▪ A base de cálculo presumida para a atividade de locação imobiliária é de 32% da receita auferida, portanto, para o cálculo de IR, chega-se ao percentual de <u>4,80%</u>. ▪ A parcela da base de cálculo que exceder o valor resultante da multiplicação do número de meses do período de apuração por R\$ 20.000,00, se sujeita a uma incidência adicional de imposto a uma alíquota de 10%, portanto, passa a ser 25%. ▪ Dessa forma, para o cálculo do IR, há um percentual de <u>8,00%</u> sobre a receita auferida.

Tributos	Pessoa Jurídica com objeto imobiliário (Lucro presumido)
CSLL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A alíquota será de 9% calculada sobre a base de cálculo presumida. ▪ A base de cálculo presumida para a atividade de locação imobiliária é de 32% da receita auferida, portanto, para o cálculo de IR, chega-se ao percentual de <u>2,88%</u> sobre a receita auferida.
PIS	0,65%
COFINS	3,00%
Total incidente sobre a receita	De 11,33% a 14,53%

Quadro 2 – Quadro resumo de alíquotas incidentes sobre a renda imobiliária.

Fonte: Elaborado pelo autor.

	Pessoa Física	Pessoa Jurídica (lucro presumido - tributação máxima)	Pessoa Jurídica (lucro presumido - tributação mínima)	FII
Renda para o investidor	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00
Tributos	R\$ 3.793,10	R\$ 1.700,01	R\$ 1.277,77	R\$ 0,00
Valor de locação	R\$ 13.793,10	R\$ 11.700,01	R\$ 11.277,77	R\$ 10.000,00

Quadro 3 – Quadro comparativo de valores de locação de acordo com o regime de tributação do locador

Fonte: Elaborado pelo autor.

²⁷ Desde 01 de janeiro de 2014, com a Lei nº 12.814/2013, as pessoas jurídicas cuja receita bruta total no ano-calendário anterior tenha sido igual ou inferior a R\$ 78.000.000,00 ou a R\$ 6.500.000,00 multiplicado pelo número de meses de atividade do ano-calendário anterior, quando inferior a 12 meses, podem optar pelo regime de tributação com base no lucro presumido.

4.6. Os investidores dos fundos de investimento imobiliários

Considerando os benefícios tributários oferecidos pelo legislador aos investidores dos fundos imobiliários, esses investimentos passaram a ter como foco a captação de recursos oriundos das pessoas físicas. A fim de alcançar essa poupança, a CVM determina que as instituições ofertantes busquem uma ampla divulgação das informações, produzindo materiais publicitários com uma linguagem “serena e moderada”²⁸ e se responsabilizando pela veracidade de todo o conteúdo. A autarquia possui a seguinte diretriz sobre as oferta públicas:

A diretriz de concepção do registro adotada pela CVM é de não exercer julgamento de valor sobre empresas e fundos que desejam captar recursos no mercado público, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações aos investidores. A sistemática de registro estabelece os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas. Serve também como proteção para os investidores, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários e legais que lhe deram origem, não se constituindo, todavia, em atestado de qualidade do empreendimento. (CVM, 2014)

Atualmente, os investidores de fundos imobiliários passam cada vez mais a buscar um acompanhamento mais próximo dos investimentos. Pelas características dos fundos, o papel dos investidores está bem próximo aos de minoritários em uma companhia aberta. Inclusive, alguns fundos passam a possuir um acompanhamento feito por analistas de *research* de corretoras, os quais divulgam seus pareceres, tal como ocorre com as companhias. O reflexo deste movimento é a ampliação do número de investidores, como pode ser ratificado pelo gráfico na página seguinte:

²⁸ As orientações sobre a utilização de material publicitário em Ofertas Públicas foi tema do Ofício-Circular/CVM/SRE/Nº 1/2013 de 22 de julho de 2013.

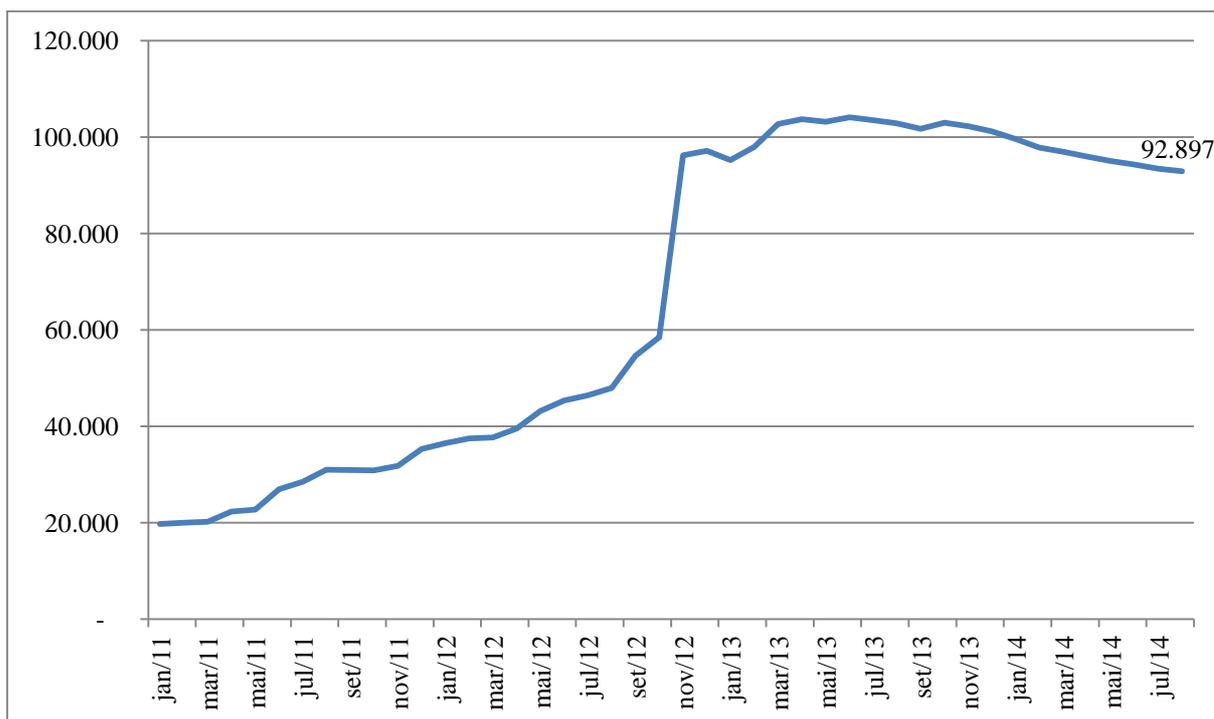


Gráfico 3 – Evolução do número de cotistas dos fundos imobiliários negociados na BM&F Bovespa
Fonte: BM&F Bovespa (agosto/2014).

A própria CVM vem contribuindo ainda mais para aproximação dos investidores com seus investimentos nos fundos. Em setembro de 2014, ela divulgou ao mercado, um Edital de Audiência Pública, alterando o texto da atual Instrução CVM nº 472, no qual traz um conceito de “representante de cotista”, similar a um Conselheiro Fiscal, além de um rol de novas informações periódicas que precisam ser apresentadas pelas instituições administradoras.

Para a melhor análise dos investimentos em fundos, os cotistas devem avaliar o seu propósito com a aquisição das cotas. AMATO (2001) confirma que cada investidor possui um objetivo de retorno, propensão a risco e restrições de investimentos. Assim, aqueles com perfil mais conservador buscam ativos que sejam similares a uma estrutura de “previdência”, possibilitando rendimentos mensais relativamente homogêneos, ao longo prazo. Para esta categoria, fundos imobiliários de renda seriam mais adequados, especialmente aqueles que possuem um contrato longo de locação, assinado com um locatário de boa qualidade de crédito.

Por outro lado, os investidores mais sofisticados, geralmente aqueles considerados qualificados, buscam taxas mais elevadas e estão mais dispostos a assunção de riscos. Segundo a classificação que foi feita no presente trabalho, a este tipo de investidor, fundos imobiliários focados no desenvolvimento estariam mais adequados ao seu perfil. Não obstante,

é importante a cada investidor compor uma carteira de investimentos diversificada que possa atendê-lo quanto às suas necessidades de liquidez, horizonte de tempo para aplicação, objetivo do ganho de capital do investimento a ser apurado futuramente e o seu perfil psicológico, pois existem situações em que mesmo qualificado, o cotista possui aversão a riscos, não sendo a ele indicado, aplicações que tenham alta volatilidade.

5. ANÁLISE DE CASOS

Neste capítulo, são apresentados dois exemplos de fundos que tiveram a oferta pública de suas cotas e que são negociadas no ambiente da BM&F Bovespa. O objetivo é o de apresentar seus históricos e suas estruturas, possibilitando trazer evidências de diferentes formas de utilização e captação de recursos para as empresas.

O primeiro estudo de caso será o processo de desmobilização do Magazine Luiza, com a venda do Centro de Distribuição Bandeirantes para o Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário - FII. O segundo caso apresentado é o desenvolvimento do BB Progressivo II Fundo de Investimento Imobiliário, cujo objetivo foi promover uma operação de *Sale and Leaseback* do Banco do Brasil.

Nos Apêndices do trabalho são apresentados os gráficos com os valores de negociação das cotas dos Fundos no mercado secundário com a comparação ao Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) elaborado pela BM&F Bovespa, o qual mede a performance de uma cesta de fundos selecionados por sua liquidez no mercado secundário e ponderados na carteira por seu valor de mercado total.

5.1. Metodologia

Para buscar a resposta a pergunta de pesquisa proposta sobre as razões que permitem especialmente aos fundos de investimento imobiliário serem considerados uma opção para as empresas realizarem a gestão de seus ativos imobiliários, quando estas buscarem não imobilizar recursos, mas sim, a locação do imóvel, a abordagem metodológica será qualitativa.

DENZIN e LINCOLN (2000) indicam que a abordagem qualitativa tende a ser utilizada em pesquisas direcionadas ao campo das ciências sociais, por meio de uma análise de um fato, interpretando a realidade. CRESWELL (2010) aponta que esta estratégia permite que o pesquisador possa explorar o evento, embora seja algo limitado pela questão do tempo.

Considerando uma abordagem metodológica qualitativa, foi escolhido para este trabalho um método de estudo de caso. YIN (2001) discute que a escolha deste método deve ser feita em situações onde a pergunta de pesquisa tenha por objetivo responder questões de

"como" e, "por que" e, nas quais não haja, por parte do pesquisador controle de uma situação que, por suas características, estão contidas em um determinado contexto social.

Essa abordagem demanda ao pesquisador uma busca por uma diversidade de materiais relacionados ao caso, sejam entrevistas das pessoas envolvidas, experiências do próprio autor, análise de documentos que permitam descrever os acontecimentos e encontrar um modelo conceitual que possa a ser aplicável em outras situações. CESAR *et al.* (2010) afirmam que o estudo de caso deve considerar três principais aspectos: a natureza da experiência, enquanto fenômeno a ser investigado; o conhecimento que se pretende alcançar; e a possibilidade de generalização de estudos.

Neste trabalho, o estudo de caso é justificado, pois se espera descrever a experiência do desenvolvimento de operações com ativos imobiliários de empresas que possuem posição de destaque em seus segmentos de atuação por meio de fundos imobiliários (Magazine Luiza ocupava o 6º lugar do *ranking* de maior varejista do Brasil e o Banco do Brasil era o maior banco do país), buscar encontrar características que sejam comuns a estes dois casos, mas que também sejam possíveis de serem generalizados em outras situações para com outras empresas.

Em cada um dos casos, foram realizadas pesquisas nos documentos públicos disponibilizados pelos administradores e gestores dos fundos de investimento em suas páginas na rede mundial de computadores e também registradas junto à CVM, além de relatórios anuais e demonstrações financeiras disponibilizadas pelos responsáveis da área de Relações com Investidores das duas empresas.

Acrescenta-se que foram feitas algumas entrevistas com profissionais que estivessem envolvidos com o desenvolvimento das operações, quando foi possível colher informações quanto aos objetivos que as empresas possuíam naquele momento. O objetivo da coletânea dos documentos e também das entrevistas é o de buscar uma diversidade de fontes, entretanto, realizando uma checagem da veracidade dos fatos.

Buscou-se descrever o histórico das empresas, suas estruturas, a necessidade ou o aspecto estratégico dos imóveis envolvidos na operação, o custo dos financiamentos obtidos com outros entes do mercado *vis-à-vis* as taxas de desconto utilizadas para as respectivas vendas aos fundos.

Desta forma, pretende-se verificar se os processos promovidos pelo Magazine Luiza e Banco do Brasil, de fato, seguiram a árvore de decisão desenvolvida no presente trabalho no Figura 1 acima.

5.2. O Fundo Kinea Renda Imobiliária e o processo de *Sale and Leaseback* do Centro Logístico do Magazine Luiza

Histórico e Estrutura do Magazine Luiza

O Magazine Luiza é uma das maiores redes varejistas do Brasil. De acordo com o Ranking IBEVAR 120 Maiores Empresas do Varejo Brasileiro 2012, a empresa ocupava o 6º lugar, atrás do Grupo Pão de Açúcar, Carrefour, Wal-Mart, Lojas Americanas e Cencosud (IBEVAR, 2013). Ao final de 2013, o Magazine Luiza possuía 744 lojas, distribuídas em 16 estados e 490 municípios e um total de 24,2 mil colaboradores. Sua receita bruta foi de R\$ 9.692 milhões, um crescimento 14,6% em relação ao ano anterior, com um EBITDA Ajustado de R\$ 412 milhões e um lucro líquido no exercício de R\$ 71 milhões²⁹.

Entretanto, o percurso para atingir tal proporção começou há mais de 50 anos em 1957, na cidade de Franca, no interior do Estado de São Paulo, com a inauguração da primeira loja pelo casal Luiza Trajano e Pelegrino José Donato³⁰. Após diversas ampliações ainda em Franca, em 1976 foi adquirida a rede Lojas Mercantil, que possuía outras unidades na região. Em 1983, começou a expansão para o sentido do Triângulo Mineiro. Após algumas reestruturações societárias, no ano de 1991, Luiza Helena Trajano, sobrinha de Luiza Trajano, assumiu o comando da empresa, com o objetivo de buscar a sua consolidação no mercado brasileiro.

O processo de crescimento continuou em 1996, com a inauguração de lojas no Paraná e com o início de uma nova etapa de aquisições:

²⁹ Fonte: Magazine Luiza – Relatório Anual 2013.

³⁰ As informações relativas ao histórico de aquisição do Magazine Luiza foram extraídas do Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão do Magazine Luiza de 28 de abril de 2011.

Tabela 1 – Aquisições Realizadas pelo Magazine Luiza

Ano	Aquisição	Local de atuação
1996	Lojas Felipe	Mato Grosso do Sul
2001	Wanel	Sorocaba - SP
2003	Lojas Líder	Campinas - SP
2004	Lojas Arno	Rio Grande do Sul
2005	Lojas Base, Kilar e Madol	Região Sul
2010	Lojas Maia	Região Nordeste
2011	Lojas do Baú	Região Sudeste

Fonte: Magazine Luiza

Durante todos esses anos, outros acordos foram desenvolvidos e que permitiram a companhia atingir a sua atual posição. Dentre eles, destaca-se a *joint venture* feita com o Unibanco no ano de 2001, a qual permanece até hoje após o processo de fusão da instituição financeira com o Itaú, para a criação da Luizacred, responsável pelo financiamento aos clientes do Magazine. Em 2013, a Luizacred terminou o exercício com um faturamento total de R\$ 9,5 bilhões e uma carteira composta por 70,5% em cartões de crédito, 28,1% em Crédito Direto ao Consumidor (CDC) e 1,4% em empréstimo pessoal.

Outra importante *joint venture* foi a desenvolvida com a Cardif, do Grupo BNP Paribas, em 2005, para a criação da Luizaseg, uma seguradora responsável pelos produtos de garantia estendida. Neste mesmo ano, foi feito o investimento por um fundo norte-americano de *private equity* administrado pela Capital International, Inc. Os recursos captados foram direcionados para a expansão do Magazine Luiza no estado de São Paulo e, para a construção do Centro de Distribuição Bandeirantes, o qual é objeto da análise deste capítulo do trabalho.

No ano de 2011, o Magazine Luiza abriu o seu capital na BM&F Bovespa, com a emissão de R\$ 540 milhões de ações no mercado primário, sem considerar o exercício da opção de ações suplementar, e venda de R\$ 265 milhões no mercado secundário. Ao total as ações foram subscritas por 36.995 investidores³¹. No final do exercício de 2013, o Magazine Luiza possuía 68,1% de suas ações pertencentes aos Controladores e 31,9% em *free float*.

Organizacionalmente, o Magazine Luiza possui um Conselho de Administração e um corpo diretivo, no qual participam a Luiza Helena Trajano, na função de Diretora Presidente, o Marcelo José Ferreira e Silva, na qualidade de Diretor Superintendente (CEO) e outros 4 diretores responsáveis pelas áreas de Finanças (CFO), Administração e Controle, Operações (COO) e Comercial.

³¹ De acordo com o Anúncio de Encerramento da Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão do Magazine Luiza de 06 de junho de 2011.

As lojas estão localizadas em sua maior parcela na região Sudeste (48%), seguida pelas regiões Sul (29%), Nordeste (21%) e Centro Oeste (2%). Ainda possui 8 centros de distribuição, responsáveis pela logística tanto das lojas físicas, quanto do comércio eletrônico feito em todo os território nacional³².

O cenário do setor de varejo em 2013

Em 2013, segundo os dados divulgado pelo IBGE³³, as vendas do setor do varejo cresceram em 4,3%. As atividades de Móveis e eletrodomésticos, principais produtos vendidos pelo Magazine Luiza, exerceram o quinto maior impacto (14,4%) da taxa anual do varejo, com um aumento de 5% em relação a 2012. O crescimento deste setor é dependente de algumas variáveis econômicas que direcionam a possibilidade dos consumidores na aquisição de bens. Dentre elas, existem o nível de emprego, o nível de renda e o acesso ao crédito.

Quanto ao nível de emprego, no Brasil ocorreu um aumento na formalização do mercado de trabalho. Entre 2010 a 2012, por exemplo, o número de registros junto ao Ministério do Trabalho e Emprego aumentou 7,7% de 44,07 milhões para 47,46 milhões de empregos³⁴. No que tange ao aspecto de renda, o Brasil passou nos últimos anos por uma elevação da renda média da população nos estratos inferiores. O índice de Gini, um dos mais utilizados para a mensuração da desigualdade de rendimentos e que varia de 0 a 1, onde o 0 é uma perfeita igualdade e o 1, uma perfeita desigualdade, vinha apresentando uma contínua declividade. Enquanto, em 2004, no Brasil, o índice era de 0,556, ao final de 2012, ele apresentou um valor de 0,507³⁵, demonstrando que um número maior de pessoas evoluiu a renda.

A respeito do acesso ao crédito, a pesquisa do CNC sobre o perfil do endividamento das famílias brasileiras em 2013 demonstrou que houve um crescimento de 7,5% do número médio de famílias endividadas, o que representa 62,5% do total das famílias brasileiras³⁶. Outro dado a se destacar na pesquisa é o fato de que 76,3% dos entrevistados com renda até 10 salários mínimos (público alvo do Magazine Luiza³⁷) indicaram que as suas

³² Fonte: Magazine Luiza – Relatório Anual 2013.

³³ Fonte: IBGE (2013A).

³⁴ Fonte: IBGE (2013B).

³⁵ Fonte: IBGE (2013B).

³⁶ Fonte: CNC (2013).

³⁷ Conforme as informações fornecidas pela companhia em seu Relatório Anual 2013, 90% dos clientes de suas lojas físicas e 15% dos clientes da loja virtual pertenciam as classes C e D.

dívidas são relacionadas ao cartão de crédito e 20,3% relacionadas ao carnê, as duas principais formas de aquisição de produtos na rede varejista.

Kinea Renda Imobiliária FII

De forma distinta ao BB Progressivo II, cujo desenvolvimento foi direcionado para a aquisição de uma lista de imóveis selecionados previamente e que será abordado a seguir, o Kinea Renda Imobiliária possui uma gestão ativa de investimento, ou seja, os recursos foram captados em ofertas públicas junto aos investidores e cabe ao gestor, no caso a Kinea Investimentos, a seleção dos imóveis que comporão a carteira do Fundo.

O fundo foi constituído em 2010 e já realizou quatro ofertas públicas. Possui um patrimônio líquido de R\$ 2.156.423.613,62³⁸, correspondendo a uma captação de 14.693 investidores³⁹, distribuídos em 16 imóveis nos estados de Minas Gerais, São Paulo e Rio de Janeiro, dentre os quais está o Centro de Distribuição Bandeirantes, foco de nossa análise⁴⁰.

Pontos que se destacam sobre este Fundo é, em primeiro lugar, a existência de uma diversificação de atividades preponderantes dos locatários de seus imóveis. Também, há o fato do prazo médio dos contratos firmados ser de 6,45 anos, o que possibilita uma maior previsibilidade ao fluxo de aluguéis, embora haja o risco de revisionais neste período para ao menos 73,38% dos contratos, onde não existe uma cláusula de renúncia pelas partes deste direito⁴¹.

³⁸ Fonte: Kinea Investimentos (set/2014).

³⁹ Fonte: CVM (ago/2014).

⁴⁰ Maiores informações sobre os imóveis que compõem a carteira do Fundo podem ser verificadas no Apêndice A.

⁴¹ Fonte: Kinea Investimentos (set/2014).

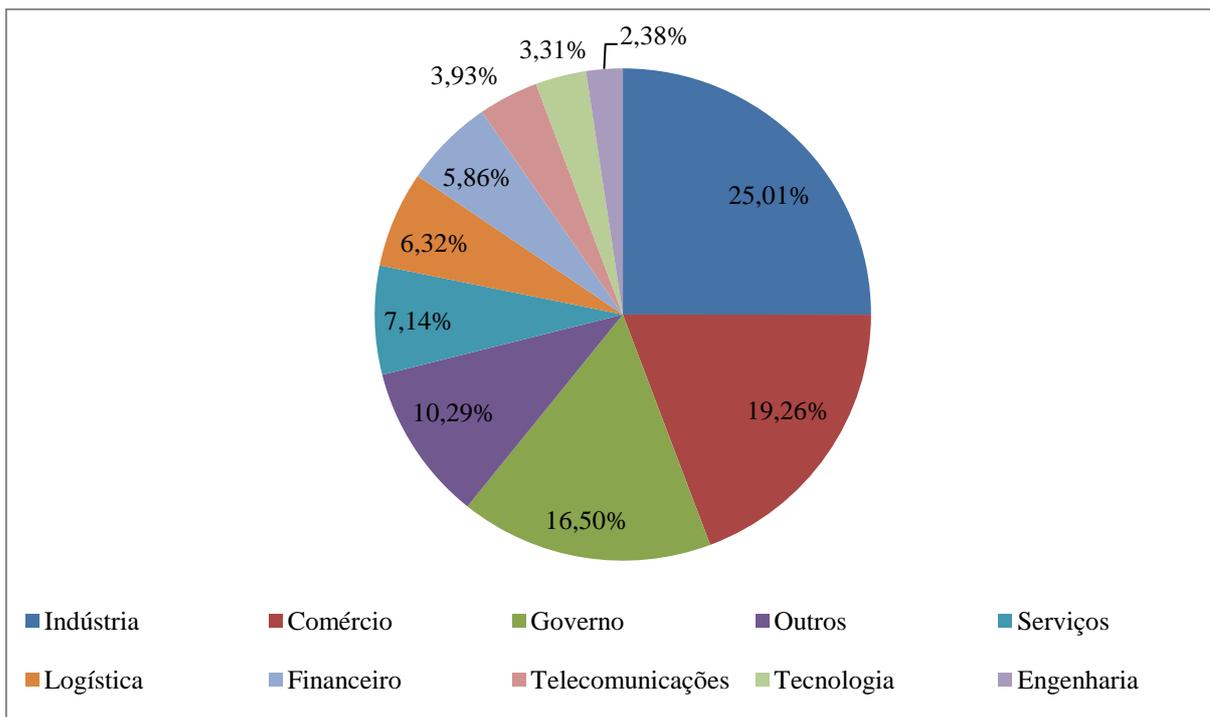


Gráfico 4 – Distribuição por tipo de atividade dos locatários do fundo Kinea Renda Imobiliária
Fonte: Kinea Investimentos (set/2014)

O processo de desmobilização

Diante de um cenário de crescimento do setor, o Magazine Luiza necessitava buscar ganhos de eficiência em suas atividades. Durante os anos de 2011 e 2012, o foco foi o de promover a integração com as redes adquiridas (Lojas Maia e Lojas do Baú), destacando a presença da empresa nos estados do Nordeste, em São Paulo e no Paraná.

Em 2013, com o término do processo de integração, a diretoria decidiu avançar em projetos de logística, gestão de preços e estoque e ampliar a sua atividade de vendas online. Acrescenta-se que havia o plano de expansão de lojas físicas no Nordeste, com aberturas pontuais em outras regiões do país. E, para todo o desenvolvimento das atividades, são necessários recursos financeiros⁴².

Para se financiar, a companhia emitiu em março de 2013, uma debênture no montante de R\$ 200 milhões, em duas séries, a primeira de R\$ 100 milhões a uma taxa de 112% da taxa DI e com prazo de 24 meses, e a segunda de R\$ 100 milhões a uma taxa de 114,5% da taxa DI e com prazo de 36 meses. Outra emissão de debênture realizada no mesmo ano foi no

⁴² Fonte: Magazine Luiza – Relatório Anual 2013.

volume de R\$ 200 milhões, com prazo de 36 meses, porém com uma taxa de 108,8% da taxa DI⁴³.

Todavia, a empresa buscava a redução em seus níveis de alavancagem. Em dezembro de 2012, o seu índice Dívida Líquida/EBITDA Ajustado era de 2,3 vezes. Apenas a título comparativo, a Via Varejo S.A., uma das principais concorrentes do Magazine Luiza, nesta mesma data possuía um índice de 0,86 vezes⁴⁴. Com isso, outras formas de obtenção de recursos era necessária para possibilitar a execução dos planos de expansão da companhia.

Uma alternativa encontrada foi realizar uma desmobilização de um dos principais ativos da empresa, o Centro de Distribuição Bandeirantes em Louveira (SP). O imóvel é o único centro logístico de grande porte localizado junto à Rodovia dos Bandeirantes, entre as cidades de Louveira, Jundiaí e Itupeva, no Estado de São Paulo, sendo o maior centro monousuário da região de Campinas. Possui um terreno de 280 mil m² e uma área construída de 99.810,85 m², composto de uma área de armazenagem, com 160 docas e infraestrutura de apoio com escritório, auditório e heliporto.

Nesta operação, o Magazine Luiza vendeu uma participação que detinha do imóvel (76,7%), por um valor de R\$ 205.461 mil, que foi pago em duas parcelas. A primeira paga na assinatura da escritura no montante de R\$ 184.915 mil e a segunda parcela de R\$ 20.546 mil, no momento do cumprimento de todas as obrigações que existiam para a empresa⁴⁵.

Descrição	Valor (em R\$ mil)
Valor de venda do imóvel	205.461
Valor contábil do imóvel e custos de transação	(78.907)
Resultado Líquido	126.554

Quadro 4 – Cálculo do Resultado Obtido pelo Magazine Luiza na venda do Centro de Distribuição Bandeirantes
Fonte: Magazine Luiza (2014).

O resultado de R\$ 126.554 mil auxiliou na redução do endividamento líquido da empresa, que impactado também por melhorias nos resultados operacionais e na redução de capital de giro, encerrou o ano de 2013 em R\$ 548,7 milhões, diminuindo o índice Dívida Líquida/EBITDA Ajustado para 1,3 vezes⁴⁶.

⁴³ Fonte: ANBIMA (2014).

⁴⁴ Fonte: Via Varejo – Relatório Anual 2013.

⁴⁵ Conforme o Fato Relevante do Magazine Luiza publicado em 27 de junho de 2013.

⁴⁶ Fonte: Magazine Luiza – Relatório Anual 2013

Com base na Figura 1 desenvolvido no início do presente trabalho, foi elaborado um fluxo exclusivo para o processo descrito para o Magazine Luiza, o qual encontra-se a seguir:

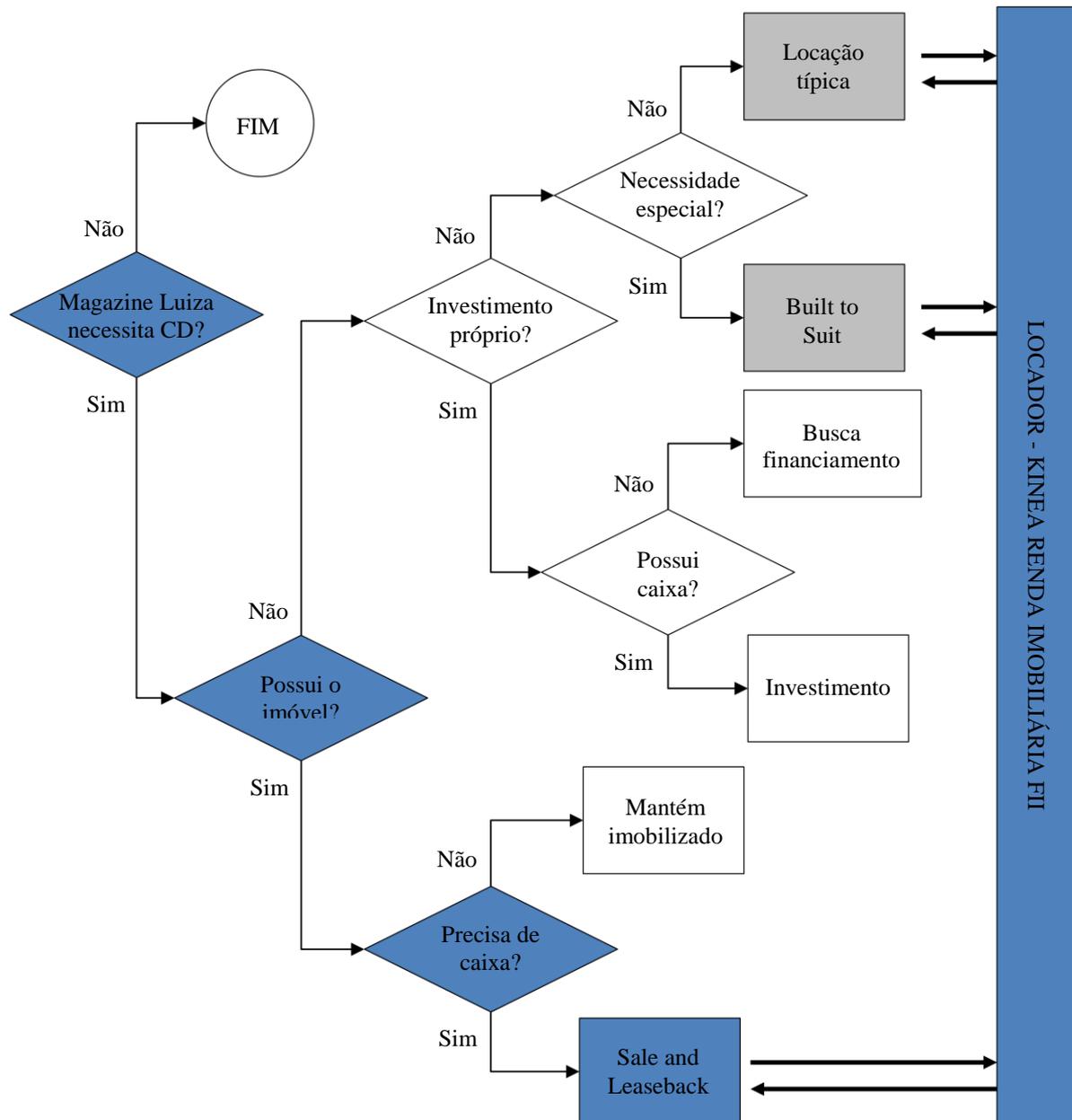


Figura 7 – Árvore de decisão do caso Magazine Luiza.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Nesta operação de *Sale and Leaseback*, o Fundo obteve o direito ao ativo, assumindo todos os seus riscos e benefícios e o Magazine Luiza vendeu parcela relevante de sua participação. Para o mercado, de acordo com SLOVIN *et al.* (1990), o *Sale and Leaseback* pode ser comparado como uma emissão de um título corporativo com garantia real e, portanto, com um custo de dívida para a empresa menor do que se ela emitisse um papel

sem garantias ou apenas com obrigações financeiras. Os resultados do trabalho de WELLS e WHITBY (2012) sugerem que as operações de *Sale and Leaseback* são utilizadas quando as empresas necessitam emitir uma dívida, porém estão diante de uma situação onde o custo de capital é considerado alto.

A fim de se obter a comprovação da afirmação acima, é necessário comparar se o retorno acordado com o Fundo está abaixo ou não das outras dívidas corporativas emitidas pelo Magazine Luiza. Para tanto, embora o valor de aquisição seja um dado público, o valor do aluguel não o é, o que dificulta o processo. Não obstante, para procurar obter um melhor cálculo, será utilizado o preço médio para a locação de galpões logísticos no eixo Anhanguera-Bandeirantes, local onde está o Centro de Distribuição Bandeirantes, divulgado em junho de 2013 pela empresa de consultoria imobiliária Jones Lang LaSalle.

No relatório, a consultoria afirma que preço médio mensal seria de R\$ 20,38 por metro quadrado, sendo que isto varia de acordo com a quantidade de pedágios até a capital paulista⁴⁷. Partindo desta premissa, encontra-se um retorno de 9,11% ao ano, conforme demonstrado a seguir:

Descrição	Valor
Valor de locação mensal médio por m ² (A)	R\$ 20,38
Área construída do imóvel (B)	99.810,85 m ²
Fração adquirida pelo Fundo (C)	76,70%
Locação mensal para a Fração (D) = (A) x (B) x (C)	R\$ 1.560.189,31
Locação anual para a Fração (E) = (D) x 12	R\$ 18.722.271,71
Valor da Aquisição (F)	R\$ 205.461.069,64
Retorno anual (G) = (E) / (F)	9,11%

Quadro 5 – Cálculo do Retorno anual projetado na aquisição do Centro de Distribuição Bandeirantes

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao transformar esta taxa em percentual equivalente da taxa DI, tal como as dívidas assumidas pela companhia no mesmo ano, considerando que na data da assinatura da compra e venda, o contrato de DI Futuro com vencimento em 2023 era negociado a uma taxa de 11,06%, conclui-se que o retorno da aquisição foi de 82,4% da taxa DI, ou seja, uma redução de 32,1% quando comparada a menor taxa de financiamento obtido pelo Magazine Luiza.

⁴⁷ JONES LANG LASALLE (2013).

5.3. O BB Progressivo II FII e o processo de desmobilização do Banco do Brasil

Estrutura do Banco do Brasil

Em 2012, o Banco do Brasil figurava como a maior instituição financeira da América Latina, possuindo R\$ 1,087 trilhão em ativos, mais de 130 mil funcionários, um número acima de 5.300 agências⁴⁸, não considerando outros pontos de atendimento, como por exemplo, a rede de atendimentos do Banco Postal, uma parceria com os Correios para que este atue como um correspondente na prestação de serviços bancários básicos em todo o território nacional. Ao adicionar os pontos do Banco Postal, o Banco do Brasil estava presente em 97% dos municípios brasileiros. Soma-se o fato do Banco do Brasil possuir agências ou escritórios de representação em 24 países e acordos comerciais com 1.124 instituições financeiras espalhadas em 139 países⁴⁹, sendo a maior rede de um banco brasileiro no exterior.

Nesta época, o banco segregava a sua atuação em 6 grandes grupos de serviços:

- Bancário: responsável pelos depósitos e operações de crédito, atuando nos segmentos de varejo, atacado e governo, com mais de 58,5 milhões clientes.
- Investimentos: responsável pela estruturação, intermediação e distribuição de títulos e valores mobiliários, além de deter participação societária em outras empresas e a prestação de serviços financeiros.
- Gestão de Recursos: abrange a área de administração de carteiras, fundos e clubes de investimento. A empresa do conglomerado BB DTVM era a líder na gestão desde o ano de 1994.
- Seguros, previdência e capitalização: responsável pelos produtos e serviços relacionados a seguros de vida, patrimonial e de automóveis, além dos planos de previdência complementar e capitalização.

⁴⁸ Fonte: Banco Central do Brasil (2013). Para maiores informações, verificar o Apêndice C - Dados das 10 maiores instituições financeiras do Brasil.

⁴⁹ Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2012.

- Meios de pagamento: responsável pelos serviços de transmissão, captura, processamento e liquidação financeira das transações em meio eletrônico.
- Outros: área responsável por todo suporte operacional da organização, além dos consórcios.

Ao final do ano de 2012, o valor de mercado do Banco do Brasil era de R\$ 73 bilhões, sendo o Governo Federal o seu maior acionista, com uma participação de 59,1%, tendo uma parcela de 29,6% em *free float*⁵⁰. Assim, o Banco do Brasil é definido como uma sociedade de economia mista, competindo também a ele a execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, nos termos do Artigo 19 da Lei nº 4.565/1964.

Sua estrutura de governança era formada por uma Assembleia Geral de Acionistas, por um Conselho de Administração e um Conselho Diretor. Também compõem a estrutura, com um papel de assessoria ou fiscalização desses órgãos, o Conselho Fiscal, os Comitês de Auditoria e Remuneração, além da Auditoria Interna, a qual se reporta ao Conselho de Administração⁵¹.

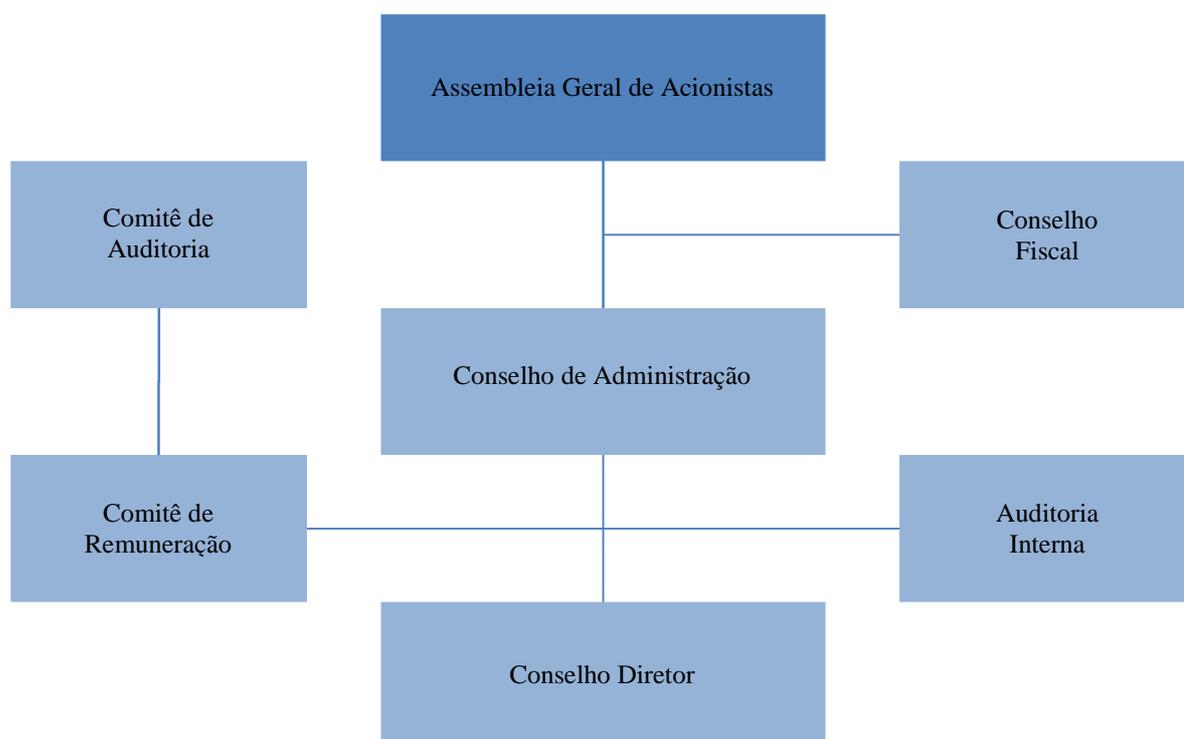


Figura 8 – Estrutura Organizacional do Banco do Brasil
Fonte: Banco do Brasil

⁵⁰ Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2012.

⁵¹ Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2012.

Cabe à Assembleia Geral de Acionistas, as funções determinadas pela Lei nº 6.404/76, tais como a alteração na composição do capital social e a aprovação das contas. No caso do Conselho de Administração do Banco do Brasil, suas atribuições estão nos aspectos estratégicos da organização. Era composto por oito pessoas naturais, com um mandato unificado de dois anos, escolhidas pela Assembleia Geral de Acionistas, da seguinte forma: os minoritários podem escolher dois membros e o Governo Federal, seis membros, dentre os quais, o Presidente do Banco, três representantes selecionados pelo Ministério da Fazenda, um representante indicado pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e um representante indicado pelos empregados do Banco.

O Conselho Diretor é formado pelo Presidente do Banco e por nove vice-presidentes, responsáveis pela execução das políticas e das estratégias corporativas. Também existe a Diretoria Executiva, composta por 27 membros, sendo que para pertencer a este grupo, o indicado deve ser um funcionário da ativa⁵².

A gestão de seus ativos imobiliários é coordenada pela Diretoria de Apoio aos Negócios e Operações, a qual possuía 6 Centros de Serviço de Logística localizados nas cidades de Belo Horizonte, Brasília, Curitiba, Recife, São Paulo e Rio de Janeiro, cada um responsável por determinados estados e que centralizavam as demandas relacionadas aos imóveis.

Ao avaliar o modelo de gestão de ativos, o Banco do Brasil, é possível considerá-lo como um modelo de padronização. Quando se entra em uma de suas agências ou em um edifício corporativo, será possível analisar que as estruturas internas serão bastante similares. De fato, considerando a alta quantidade de agências que o Banco do Brasil possui, é preciso definir parâmetros para que haja uma mesma identificação visual.

O cenário de 2012

Ao fim do ano de 2011, o Presidente do Banco do Brasil declarou que os objetivos para os próximos anos eram a manutenção do patamar da rentabilidade, a ampliação de ganhos com a sua base de clientes, o controle de custo, o reforço do papel de parceiro fundamental para o desenvolvimento sustentável do País, a expansão da internacionalização, a melhoria do atendimento, o aumento da eficiência operacional e a consolidação da atuação em

⁵² Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2012.

mercado de capitais⁵³. Com isto, todas as estratégias do Banco passaram a ser direcionadas para essa agenda.

No Brasil, o mercado financeiro no ano de 2012 foi marcado por uma intensa participação dos bancos públicos na concessão do crédito e a redução da taxa SELIC, a qual iniciou o ano de 2012 em 11% ao ano, chegando ao nível de 7,25%, na última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) realizada em 28/11/2012⁵⁴. Isto em muito afetou os investimentos realizados no período, pois foi preciso buscar alternativas com maiores riscos, já que os retornos dos títulos públicos foram afetados.

Nesse sentido, em linha com a agenda indicada pelo Presidente da instituição e considerando haver uma necessidade de estímulo ao crédito, o Banco do Brasil teve uma intensa atuação na execução da política monetária, com a redução dos juros aplicável aos diferentes tipos de financiamento, atingindo uma carteira de crédito com um volume de R\$ 580,9 bilhões, um aumento de 24,9% quando comparado com o ano anterior⁵⁵.

Entretanto, para o cumprimento desta meta, era preciso analisar a existência de outras formas de captação de recursos que fossem diferentes das comumente utilizadas, como a simples emissão de títulos e a captação de poupança. Acrescenta-se que a agenda definida pelo Corpo Diretor também incluía uma revisão de custos e uma maior eficiência operacional.

O processo de desmobilização do Banco do Brasil

No Brasil, a desmobilização de ativos de instituições financeiras não era um processo novo. As instituições financeiras, já em 2002 realizaram diversos leilões de suas agências, a fim de garantir o atendimento a Resolução nº 2.669/99 do Banco Central, que indicava a necessidade de uma redução do índice de ativo permanente dos bancos de 60% para 50%, a partir de 31 de dezembro de 2002, ajustado com as demandas trazidas pelo Acordo da Basileia. No mundo, outras instituições financeiras também já haviam realizado o mesmo processo, como por exemplo, o Barclays, que realizou uma ampla operação de *Sale and Leaseback* com suas agências no Reino Unido e na Espanha, obtendo um resultado positivo de £ 850 milhões durante os anos de 2006 a 2008 (MORRIS, 2010).

O Banco do Brasil, em 2004, inovou neste processo com a constituição de um fundo imobiliário com dois ativos, o BB Fundo de Investimento Imobiliário Progressivo.

⁵³ Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2011.

⁵⁴ Fonte: Banco Central do Brasil (2012).

⁵⁵ Fonte: Banco do Brasil – Relatório Anual 2012.

Nesta operação, que totalizou R\$ 123.500.000,00, o Banco do Brasil operacionalizou a venda desses dois imóveis com o imediato contrato de locação (*Sale and Leaseback*). O primeiro localizava-se no Rio de Janeiro, no bairro de Andaraí, possuía uma área de 104.498 m² e foi adquirido por R\$ 78 milhões. O segundo imóvel era um edifício em Brasília (conhecido por Sede I), possuía uma área de 48.335 m² e um valor de R\$ 48 milhões. Juntamente com a venda, o Banco assinou um contrato de locação por um prazo de 10 anos⁵⁶.

Com uma operação de desmobilização realizada com sucesso por meio de um fundo imobiliário e com a necessidade de buscar diferentes formas de captação, o Banco do Brasil decidiu em novamente promover uma nova estrutura em 2012, porém com uma proporção acima daquela desenvolvida em 2004. No mesmo período, outras duas instituições financeiras, Caixa Econômica Federal⁵⁷ e Santander⁵⁸, também partiriam para o mesmo modelo, o qual permite alterar recursos alocados em ativos ilíquidos em montantes que podem ser direcionados para as atividades principais das instituições.

A primeira etapa do processo consistia na seleção dos imóveis que comporiam o novo fundo. Os imóveis passaram por uma avaliação de mercado, para que fossem identificados aqueles que permitissem ganhos para o banco, por meio da operação de venda, e que justificassem os investimentos pelos futuros cotistas. Também seria preciso superar o debate quanto ao futuro das agências bancárias em face de uma realidade tecnológica, pela quais grandes parcelas das operações passaram a ser realizadas por meios eletrônicos, não sendo mais necessária presença física do cliente no banco.

Esse debate consta no trabalho desenvolvido pela *Deloitte Center for Banking Solutions* intitulado *Evolving Models of Retail Banking Distribution* (DELOITTE, 2008), no qual é indicado a existência de um ponto de inflexão do modelo tradicional de atendimento bancário, pois os clientes passaram a exigir uma nova experiência de serviço.

A consultoria afirma que as agências deveriam passar por reformas, objetivando uma flexibilidade de atendimento, tornando-se em um ponto de ligação com a comunidade local. Por consequência, isto poderia resultar em uma maior fidelidade à marca. Tal como uma loja de varejo, a agência deve ser projetada para se tornar um local onde o cliente tenha as suas necessidades atendidas, e não apenas como um espaço para uma rápida transação. Os

⁵⁶ Fonte: Caixa Econômica Federal (2004).

⁵⁷ Trata-se do Fundo de Investimento Imobiliário Agências Caixa – FII, administrado pela Rio Bravo Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. O Fundo encerrou a oferta pública de cotas em 24 de outubro de 2012, com a distribuição de R\$ 405.000.000,00.

⁵⁸ A operação de desmobilização do Banco Santander (Brasil) S.A. foi por meio do Santander Agências Fundo de Investimento Imobiliário – FII, cujo encerramento de cotas ocorreu em 26 de dezembro de 2012, em um montante total de R\$ 401.434.000,00.

modelos de atendimento passavam inclusive por um novo conceito de utilização de espaços. Isto não geraria impacto para o proprietário do imóvel no primeiro momento, pois o ponto comercial continua ainda a ser obrigatório para a instituição. Entretanto, em um segundo estágio, provavelmente na renovação dos contratos de locação estes seriam revistos, pois dada a evolução tecnológica na qual o mercado bancário está inserido, as áreas ocupadas pelas agências deverão ser diferenciadas.

Para este estudo de caso, no processo de entrevista de alguns executivos do setor, foi identificado que o ponto comercial ainda será necessário para os bancos nos próximos anos, dada a necessidade dos clientes em identificar o local onde os seus recursos estão depositados. Também havia uma potencial parcela que precisaria ser atendida pelos bancos. No Brasil, havia um percentual, em 2012, de 55% da população economicamente ativa bancarizada. A título comparativo, segue o mesmo índice para outros países:

Tabela 2 – Bancarização no mundo

País	Índice de Bancarização (% da População Economicamente Ativa)
México	22%
Índia	35%
Estados Unidos	88%
Espanha	93%
Reino Unido	97%

Fonte: Febraban (2013)

Por se tratar de uma operação de *Sale and Leaseback*, a próxima etapa consistiu em sua análise financeira, tanto no aspecto da venda dos imóveis, quanto nos valores que seriam pagos a título de locação. Após algumas semanas de negociação, foi encontrada uma seleção de 64 imóveis, entre agências e edifícios corporativos, em 14 estados brasileiros⁵⁹ que cumpririam os requisitos.

A etapa seguinte de constituição do fundo foi a definição das cláusulas contratuais. Nesse momento, debateram-se as condições que deveriam constar nas escrituras de compra e venda e nos contratos de locação. Destaca-se que alguns imóveis possuíam ônus relacionados a processos judiciais em que o Banco do Brasil era parte. Sendo assim, coube ao Banco, a responsabilidade futura por quaisquer reclamações que venham a recair ao adquirente. Sobre as características dos contratos de locação, a operação foi concebida com a assinatura de um contrato de longo prazo (10 anos), com a declaração de vontade de renúncia ao direito de

⁵⁹ Para maiores informações dos imóveis, verificar o Apêndice B - Lista de Imóveis do BB Progressivo II

revisão dos valores dos aluguéis por todo o período. Acrescenta-se que o contrato possui uma cláusula penal compensatória que dificulta a sua rescisão por parte do Banco do Brasil, a qual obriga o pagamento de uma multa correspondente ao valor de todos os aluguéis previstos até o vencimento do contrato, em caso de uma rescisão voluntária.

A próxima etapa foi a integralização dos imóveis no BB Progressivo II Fundo de Investimento Imobiliário - FII com a transferência integral de todos os riscos e benefícios e a assinatura dos contratos de locação. Assim, o Banco do Brasil deixava de ser o proprietário dos imóveis e passava a condição de cotista de um fundo imobiliário e de locatário dos imóveis.

Por fim, ocorreu a oferta pública secundária das cotas do BB Progressivo II, realizada em novembro de 2012, no montante de R\$ 1.591.969.000,00, a maior oferta de cotas de FII do mercado brasileiro.

Resultados da operação

Quanto aos resultados de desmobilização de ativos imobiliários de empresas financeiras, SLOVIN *et al.* (1991) desenvolveram um trabalho junto a operações de *Sale and Leaseback* de instituições financeiras listadas na NYSE e encontraram evidências de que a reação do mercado quanto a este tipo de operação seria menos favorável quando comparado ao mesmo tipo de ações tomadas por empresas não financeiras. Na visão dos autores, uma análise empírica tende a encontrar prêmios positivos para as transações de *Sale and Leaseback* feitas por empresas não financeiras, indicando que as atividades de reestruturação beneficiam os acionistas, pois os recursos captados podem ter um melhor uso em atividades e mais produtos.

Porém, os autores argumentam que a reação do mercado a estas atividades de reestruturação difere nas empresas financeiras, pois haveria o aspecto da regulação de capital mínimo para os bancos. SLOVIN *et al.* (1991) buscam evidências de que a existência de uma regulação do capital mínimo dos bancos permite apenas ganhos contábeis de operações com os ativos e, assim, o mercado interpretaria um *Sale and Leaseback* do setor financeiro, como uma fragilidade da organização, pois demonstraria a necessidade de aporte de capital, substituindo a emissão de ações ou a tomada de uma dívida.

No presente caso, não é possível afirmar que tenha havido uma alteração na percepção dos acionistas e credores do banco quanto ao risco da instituição, pois os resultados encontrados não são conclusivos quanto a este aspecto.

A seguir, foi desenvolvida a árvore de decisão, com base na Figura 1 do trabalho, a fim de ilustrar o processo utilizado pelo Banco do Brasil:

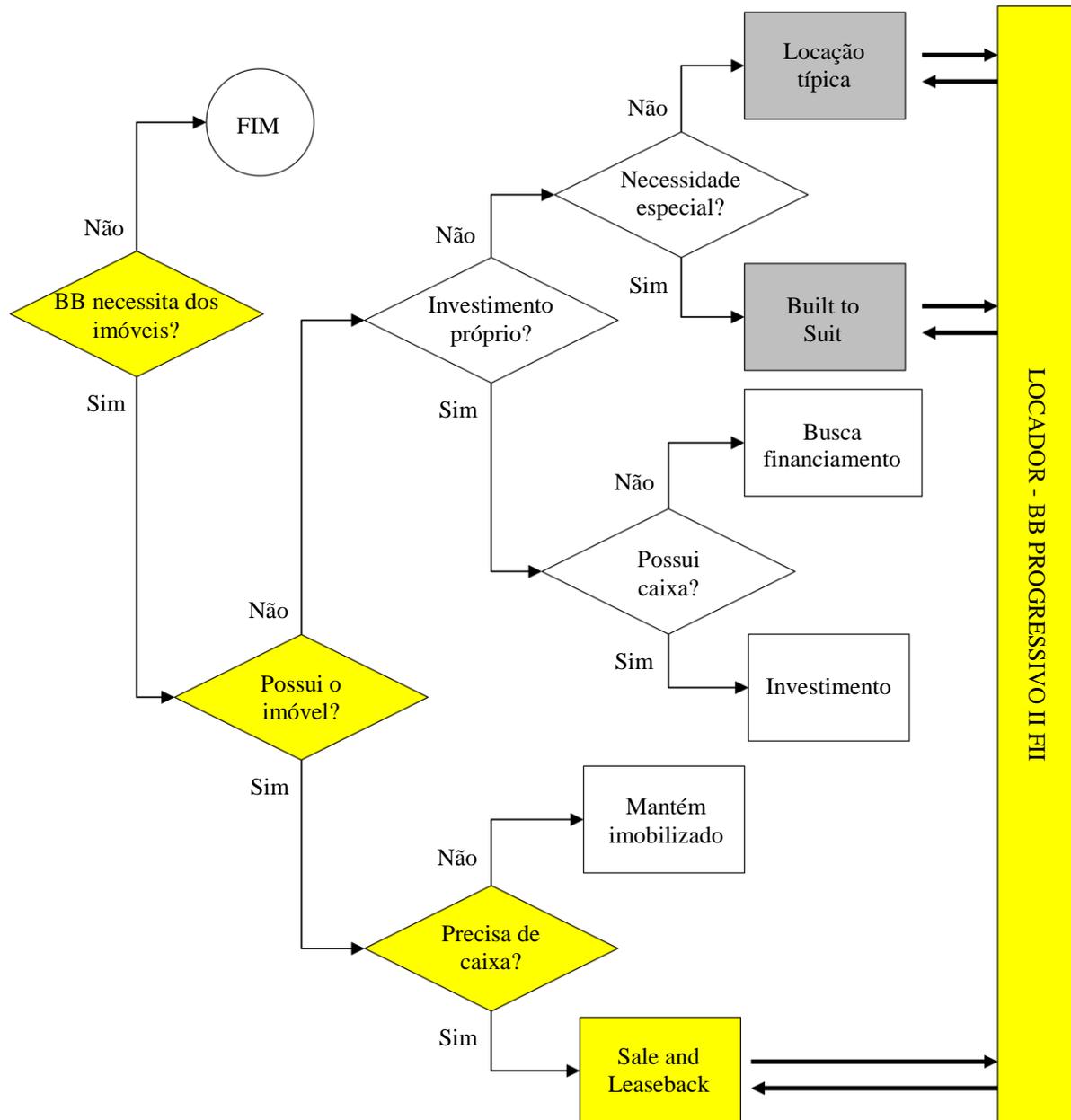


Figura 9 – Árvore de decisão do caso Banco do Brasil.
Fonte: Elaborado pelo autor.

A primeira consequência da operação foi o reconhecimento pelo Banco do Brasil do resultado líquido obtido de R\$ 661.795 mil na venda das cotas no mercado secundário, quando deixou de ser o principal detentor dos riscos e benefícios do Fundo.

Descrição	Valor (em R\$ mil)
Valor de mercado dos imóveis transferidos para o Fundo	1.402.469
Valor contábil dos imóveis transferidos para o Fundo	(299.477)
Resultado antes dos impostos	1.102.992
Imposto de Renda e Contribuição Social	(441.197)
Resultado Líquido	661.795

Quadro 6 – Cálculo do Resultado Obtido pelo Banco do Brasil na Operação do BB Progressivo II
 Fonte: Banco do Brasil (2013)

O segundo aspecto é o fato da possibilidade do Resultado Líquido obtido na desmobilização ser direcionado para a principal atividade do Banco, ou seja, para as operações de crédito, cujo spread anualizado em 2012 foi de 8,4%.

Quanto ao custo de captação pelo Banco do Brasil, no mesmo ano, ocorreram emissões de Letras Financeiras com vencimento acima de 360 dias a uma taxa de 107% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI - Depósitos Interfinanceiros de um dia. Considerando que o CDI acumulado de 2012 foi de 8,40%, pode-se auferir que o banco captava recursos a 8,99%. No FII, o Banco do Brasil assinou os contratos de locação que somavam R\$ 12 milhões, corrigidos pelo IPCA. Dado que a oferta total foi de R\$ 1.591.969 mil, obtém uma taxa anual de 9,05%. Embora sejam taxas diferentes, é preciso considerar que a captação em Letras Financeiras é um passivo do Banco, devendo ser incluída no cálculo de seu Índice de Basileia, por sua vez, o pagamento da locação ao FII é uma despesa operacional. Outro importante item é que a captação pela Letra Financeira foi indexada ao CDI, enquanto o valor de locação está determinado por 10 anos, sendo corrigido pelo IPCA anualmente. Sobre o prazo, conforme informação do Banco Central⁶⁰, o prazo médio de vencimento das Letras Financeiras em 2012 foi de 2,3 anos e, a operação do Fundo é 10 anos.

Além dos itens descritos anteriormente, outros resultados que podem ser encontrados, tais como:

- O Banco do Brasil, ao deixar de ser o responsável pelas benfeitorias necessárias dos imóveis, não precisará alocar capital para tanto. Ressalta-se que nesta operação, foi captado um montante de R\$ 131 milhões para este fim.

⁶⁰ Fonte: Banco Central do Brasil (2014)

- A oferta do fundo foi subscrita por mais de 48 mil investidores, aumentando a quantidade de investidores em fundos imobiliários no Brasil em 82,1%⁶¹. Com isto, foi possível promover a categoria de fundos imobiliários para junto do cliente do setor de varejo e permitiu com que esta categoria de cliente abrisse as suas contas em corretoras para que fossem realizadas outras operações.

- A oferta ampliou a participação do Banco do Brasil no mercado de capitais, em linha com uma das agendas definidas pelo Conselho Diretor do Banco em 2011.

⁶¹ Fonte: BM&F Bovespa (2013)

6. CONCLUSÕES

Considerando a diversidade de estratégias que as empresas possuem para com os seus imóveis e as necessidades de capital que ela possa vir a ter, os fundos de investimento imobiliário se apresentam como uma alternativa seja para uma locação contratada seguindo as regras gerais constantes na Lei nº 8.245/91, para um contrato de locação por encomenda (*Built to Suit*), ou para funcionar como um veículo em seu processo de desmobilização (*Sale and Leaseback*).

Observa-se tal possibilidade, pois as três principais categorias de fundos imobiliários (fundo de renda, de desenvolvimento ou de renda fixa) permitem acomodar as estratégias das empresas na gestão de seus ativos. Os fundos imobiliários de renda podem ser utilizados por aquelas que pretendem simplesmente locar um imóvel urbano, como também realizar uma operação de desmobilização por meio de um *Sale and Leaseback*. Os fundos classificados como desenvolvimento seriam um meio pelo qual a empresa que necessite de um imóvel, porém não possua o capital suficiente ou que não queira fazer a alocação dos recursos para a imobilização, faça a captação financeira e se comprometa com a locação por um prazo longo (*Built to Suit*). Por fim, os fundos de renda fixa são importantes investidores de ativos financeiros imobiliários, os quais podem ser certificados de recebíveis imobiliários com lastros em contratos de locação ou dívidas corporativas para a construção de um imóvel.

Ademais, os fundos imobiliários possuem incentivos tributários que servem para atrair a captação dos recursos dos investidores e que podem ser um instrumento que permita melhores condições comerciais, influenciando os preços negociados entre locador e locatário. Há também o fato do fundo imobiliário ser uma estrutura com uma constante fiscalização por parte da CVM e com uma política de investimento determinada e que exige uma publicidade de suas atividades periodicamente, permitindo ao cotista e ao locatário um acompanhamento dos resultados. Além disto, trata-se de uma forma de alocação de recursos no setor imobiliário, onde os custos de transação dos investidores é menor quando comparado a um investimento direto em imóveis.

Foi possível demonstrar com os dois estudos de caso que houve resultados positivos para as empresas que realizaram o *Sale and Leaseback* por meio de fundos imobiliários. Embora não possa ser afirmado que isto seja uma regra geral, trata-se de uma evidência e que permite uma abordagem mais detalhada no futuro, quando um número estatisticamente relevante de operações como essas tenham sido desenvolvidas no Brasil.

Em relação aos conceitos de EDWARDS e ELLISON (2004) sobre a importância dos investimentos imobiliários realizados pelas empresas e a sua relação com as atividades operacionais que serão desenvolvidas e que foi resumido na Figura 1 do presente trabalho, percebe-se que a participação dos fundos imobiliários será mais presente quanto menor for o grau de importância da propriedade para o *core business* da empresa. Listando todos os locatários declarados dos dois fundos analisados, verifica-se que 7 empresas fazem locação de seus centros de distribuição, 27 empresas locam lajes corporativas, 1 faz locação de seus pontos de venda (agências bancárias) e 1 aluga o espaço industrial, ressaltando que se trata de uma linha de montagem de componentes eletrônicos.

Como resultado das entrevistas e análise dos materiais pesquisados, observou-se que as empresas brasileiras passam por um momento de avaliação de seus portfólios imobiliários e que este venha a ser um momento para a inserção dos fundos como uma alternativa, permitindo suportar as operações de financiamento de longo prazo em maior número. Dessa maneira, a quantidade de 244 fundos imobiliários que somam R\$ 55,8 bilhões⁶² no Brasil ainda demonstra que esta modalidade de investimento do mercado de capital ainda é incipiente quando comparado ao mercado internacional que possui um volume de aproximadamente 1,7 trilhão de dólares⁶³.

O que não foi possível concluir na pesquisa é a possibilidade de existência de algum tipo específico de atividade empresarial que teria maior propensão na utilização dos fundos imobiliários em sua gestão de ativos, já que foram trazidas questões que merecem ser apreciadas na hora da tomada de decisão dos investimentos ou desmobilizações de quaisquer companhias. De fato, o que há são estruturas de fundos que captam recursos dos investidores, de forma a buscar uma garantia de maior previsibilidade dos fluxos de receitas. No Brasil, isto pode ser afirmado, dado que, em dezembro de 2013, 58% dos investimentos dos fundos imobiliários são direcionados para imóveis para renda (ANBIMA, 2014).

A pesquisa abre a possibilidade de que seja feito um trabalho quantitativo com as empresas para que se possam verificar quantas delas possuem informações de seus imóveis de uma forma estruturada e quantas são aquelas que têm uma estratégia de gestão de seus ativos definida. Outrossim, com um futuro aumento da quantidade de operações de desmobilização por meio de instrumentos de mercado de capitais no Brasil, será possível averiguar se a reação do mercado brasileiro a essas operações seria a mesma daquelas já estudadas em mercados mais desenvolvidos. No campo de trabalhos qualitativos, esta dissertação provoca o

⁶² Fonte: CVM (2014).

⁶³ Fonte: NAREIT (2014).

desenvolvimento de outros estudos de caso que venham a também discutir questões relacionadas ao direito imobiliário, de mercado de capitais e finanças corporativas, posto que podem ser estruturadas novas alternativas que as empresas venham a se utilizar para o seu financiamento.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMATO, Fernando B. *Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança*. 2009. 217 f. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo, 2009.

AMATO, Fernando B. *et al.* *Estratégia de aplicação em fundos imobiliários como diversificação de investimentos: uma análise do desempenho recente e seus fatores de influência*. In: VIII SEMEAD – SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – FEA-USP, 2007, São Paulo, 2007.

APGAR, Mahlon IV. *Managing real estate to build value*. Harvard Business Review, p.162-79, November/December 1995.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. *Fundos de Investimento Imobiliário*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014.

_____. *SND — Módulo Nacional de Debêntures*. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 05.jan.2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Atas do Copom 2012*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?id=ATACOPOM&ano=2012>>. Acesso em: 06.jan.2015.

_____. *Estatísticas sobre Letras Financeiras*. 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ESTATSFNLFINREL>>. Acesso em: 15.jan.2015.

BANCO DO BRASIL. *Relações com Investidores*. Disponível em <<http://www.bb.com.br/portalbb/home2,136,136,0,0,1,8.bb>>. Acesso em 10. jun.2014.

BARKHAM, Richard; PARK, Abraham U. *Lease versus buy decision for corporate real estate in the UK*. Journal of Corporate Real Estate. v. 13, n. 3, p. 157-168, 2011.

BARNEY, Jay. *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of Management. n. 17, p. 99-120, March 1991.

BARNEY, Jay; HESTERLY, William S. *Administração Estratégica e Vantagem Competitiva*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BESANKO, David; DRANOVE, David; SHANLEY, Mark; SCHAEFER, Scott. *A Economia da Estratégia*. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

BM&F BOVESPA. *Boletim Mensal do Mercado Imobiliário*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/fundos-listados/boletim-mensal-fundos-imobiliarios.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10.out.2014.

BRASIL. *Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991. Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes*. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18245.htm>. Acesso em: 01. jul.2014.

_____. *Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências*. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm>. Acesso em: 10. mai.2014.

_____. *Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou Relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o*

Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19779.htm>. Acesso em: 10. mai.2014.

_____. *Lei nº 10.146, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.* Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 15.ago.2014.

_____. *Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências.* Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm>. Acesso em: 10. mai.2014.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Princípios de Finanças Corporativas*. 8 ed. Porto Alegre: AMGH, 2008.

BROUNEN, Dirk; KONING, Sjoerd. *Review Articles - 50 Years of Real Estate Investment Trusts: An International Examination of the Rise and Performance of REITs.* Journal of Real Estate Literature. v. 20, n.2, p. 195-224, 2012.

BROUNEN, Dirk; EICHHOLTZ, Piet M.A. *Corporate Real Estate Ownership Implications: International Performance Evidence.* The Journal of Real Estate Finance and Economics. n. 30, p. 429–445, 2005.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. *Prospecto Definitivo de Distribuição Pública de Cotas do BB Fundo de Investimento Imobiliário Progressivo.* 2004. Disponível em: <http://www1.caixa.gov.br/investidor/imobiliarios/bb_fii_progressivo.asp>. Acesso em: 10.jan.2015.

CAMPOS, Diogo L. *Nota sobre a admissibilidade da locação financeira restitutiva (lease-back) no direito português.* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 42, Lisboa, 1982.

CAPANEMA, Sylvio. *A Locação do Imóvel Urbano e seus Novos Modelos*. Revista da EMERJ, v. 13, n. 50, Rio de Janeiro, 2010.

CAMARGO, Cristiane; SISTI, Carlos E.; FERREIRA, Rogéria C. *Built to Suit, Direito Real de Superfície e Sale and Leaseback, uma Análise Comparativa*. In: X CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES, 2010, São Paulo, 2010.

CASAGRANDE, Elton E.; SARTORIS, Alexandre. *Investimento e Financiamento: um enfoque sobre empresas de capital aberto*. Revista de Economia Contemporânea, v. 15, n. 3, p. 512-536, set-dez/2011.

CESAR, Ana Maria R.; ANTUNES, Maria Thereza P.; VIDAL, Patrícia G. *Método do Estudo de Caso em Pesquisas da Área de Contabilidade: uma comparação do seu rigor metodológico em publicações nacionais e internacionais*. Revista de Informação Contábil, v. 4, n. 4, p. 42-64, out-dez/2010.

CLAYTON, J.; MACKINNON, G. *The relative importance of stock, bond and real estate factors in explaining REIT return*. Journal of Real Estate Finance and Economics. v.27, n.1, p. 39-60, 2003.

CRESWELL, John W. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. Porto Alegre: Artmed, 2010.

COELHO, Fabio U. *Curso de direito comercial, volume 1: direito de empresa*. 16 ed. São Paulo, Saraiva, 2012.

CNC – CONFEDERAÇÃO NACIONAL DO COMÉRCIO DE BENS, SERVIÇOS E TURISMO. *Perfil do Endividamento das Famílias Brasileiras em 2013*. Disponível em <<http://www.cnc.org.br/central-do-conhecimento/pesquisas/perfil-do-endividamento-das-familias-brasileiras-em-2013>>. Acesso em: 15.jan.2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário.* Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20.jul.2014.

_____. *Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários e revoga as Instruções CVM nº 82, de 19 de setembro de 1988; 94, de 4 de janeiro de 1989 e 231, de 16 de janeiro de 1995.* Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20.jul.2014.

_____. *Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.* Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20. jul.2014.

_____. *Registro de Ofertas Públicas.* Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/registro/FormRegistro.asp>>. Acesso em: 10.ago.2014.

DELOITTE CENTER FOR BANKING SOLUTIONS. *Evolving Models of Retail Banking Distribution: Capitalizing on changes in channel usage.* Disponível em <http://www.deloitte.com/assets/dcom-unitedstates/local%20assets/documents/us_fsi_cbs_evolving_models_may08.pdf>. Acesso em 10.set.2014.

DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna S. *Handbook of qualitative research.* Califórnia: Sage Publications. 2001.

DEVANEY, Steven; LIZIERI, Colin. *Sale and Leaseback, asset outsourcing and capital market impacts.* Journal of Corporate Real Estate, v. 6, n.2, p. 118-132, 2004.

DINIZ, Maria H. *Lei de locação de imóveis urbanos comentada.* São Paulo: Saraiva, 1995.

EDWARDS, Victoria; ELLISON, Louise. *Corporate Property Management: Aligning Real Estate with Business Strategy*. Oxford: Blackwell Science, 2004.

EY. *Global Perspectives 2013 REIT report*. Disponível em <<http://www.ey.com/>>. Acesso em 06.mai.2014.

FEBRABAN – FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCO. *Pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária 2013*. 2013. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/Febraban.asp?modulo=Pesquisa%20e%20Conhecimento>>. Acesso em: 05.jan.2015.

FRANCIOZI, Luis H. S.; PORTO, Paola T. *Operações Built to Suit antes e depois da Lei nº 12.744/12 – O Estudo de Caso do Hospital Infantil Sabará*. In: XIII CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES - LATIN AMERICAN REAL ESTATE SOCIETY, 2011, São Paulo, 2011.

FREZATTI, Fábio *et al.* *Decisões de Investimento em Ativos de Longo Prazo nas Empresas Brasileiras: Qual a Aderência ao Modelo Teórico?*. Revista de Administração Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, art. 1, p. 1-22, jan/fev. 2012.

GREGORIO, Carolina A.G.. *Método para análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos*. Tese (Doutorado em Engenharia) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

GREGÓRIO, Carolina A. G.; LIMA JÚNIOR, e João. *Método de Análise da Oportunidade de Imobilização em Imóveis Corporativos: Caso Aplicado em uma Indústria Farmacêutica*. In: XI CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES - LATIN AMERICAN REAL ESTATE SOCIETY, 2011, São Paulo, 2011.

HARRIS, Rob; COOKE, Howard. *Is corporate real estate at a crossroads?*. Journal of Corporate Real Estate. v. 16, n. 4, p. 275-289, 2014.

HAYNES, Barry P. *Corporate real estate asset management: aligned vision*. Journal of Corporate Real Estate. v. 14, n. 4, p. 244-254, 2012.

HOVAKIMIAN, Gayane; TITMAN, Sheridan. *Corporate Investment with Financial Constrains: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales*. Journal of Money, Credit, and Banking, v. 38, n. 2, p. 357-374, mar. 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Pesquisa Mensal de Comércio – Dezembro 2013*. 2013 Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/comercio/pmc/default.shtm>>. Acesso em 10.jan.2015.

_____. *Síntese de Indicadores Sociais: Uma análise das condições de vida da população brasileira 2013*. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/indicadoresminimos/sinteseindicsoais2013/>>. Acesso em 13.jan.2015.

JONES LANG LASALLE. *On.point – Pesquisa Imobiliária 1o. sem. 2013*. Disponível em: <<http://www.jll.com.br/brazil/pt-br/relatorios>>. Acesso em: 26.jan.2015.

MAGALHAES, Claudio. S. *Social agents, the provision of buildings and property booms: the case of Sao Paulo*. International Journal of Urban and Regional Research, v. 23, n. 3. Joint Editors and Blackwell Publishers Ltd., 1999.

MAGAZINE LUIZA. *Relações com Investidores*. Disponível em <<http://ri.magazineluiza.com.br>>. Acesso em 25. jun.2014.

MARINO, Francisco P. C. *Contratos coligados no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2009.

MARTINS, Ricardo L. *Tributação da Renda Imobiliária*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

MADOV, Natasha. *Imóveis sob medida*. Revista Exame. 20.dez.2004. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/noticia/imoveis-sob-medida-m0051483>>. Acesso em: 23.set.2014.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA, FAZENDA E PLANEJAMENTO. *Exposição de Motivos nº 532, de 11 de novembro de 1991*. Senado Federal. 1991.

MYERS, Stewart C. *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance, v.39, n. 3, p.575-592, jul.1984.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun.1958.

MORRIS, Sean. *Sale and leaseback programme in Barclays*. Journal of Property Investment & Finance. v. 28, n.5, p. 385-390, 2010.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS. *REIT Watch: A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry*. Disponível em <<http://www.reit.com/investing/investing-tools/nareit-statistical-publications/reitwatch/>>. Acesso em 10.ago.2014.

NOBRE, Eduardo A. C. *Reestruturação Econômica e Território: Expansão recente do terciário na marginal do Rio Pinheiros*. Tese (Doutorado) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

NOURSE, Hugh O.; ROULAC, Stephen E.; LUNDSTROM, Stellan. *Linking Real Estate Decisions to Corporate Strategy*. Journal of Real Estate Research, v. 8 n.4, p. 475-494, 1993.

OLIVEIRA, Fernando N.; OLIVEIRA, Pedro G.M. *Uma Análise Empírica das Políticas de Financiamento Adotadas pelas Companhias Abertas Brasileiras*. Revista Brasileira de Finanças, v.7, n.4, p.459-484, 2009.

OOI, Joseph T.L.; NEWELL, Graeme; SING, Tien-Foo. *The Growth of REIT Market in Asia*. Journal of Real Estate Literature. v. 14, n.2, p. 203-222, 2006.

O'MARA, Martha A. *Strategy and Place: Managing Corporate Real Estate and Facilities for Competitive Advantage*. New York: Simon and Schuster, 1999.

PORTER, Michael E. *What is strategy?*. Harvard Business Review, v. 74, n. 6, p. 61-78, November/December, 1996.

ROULAC, Stephen E. *Corporate Property Strategy is Integral to Corporate Business Strategy*. *Journal of Real Estate Research*, v.22 n. 1/2, p. 129-152, 2001.

SCAVONE JUNIOR, Luiz A. *Direito Imobiliário: Teoria e Prática*. 8 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

SLOVIN, Myrob B.; SUSHKA, Marie E.; POLONCHEK, John A. *Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth*. *The Journal of Finance*, v. 45, n. 1, p. 289-299, Mar 1990.

_____. *Restructuring transactions by banks holding companies: The valuation effects of sale-and-leasebacks and divestitures*. *Journal of Banking and Finance*, n. 15, p. 237-255, 1991.

VEALE, Peter R. *Managing Corporate Real Estate Assets*. *Journal of Real Estate Research*, v. 4, n. 3, p. 1-22, 1989.

VENOSA, Silvio de S. *Lei do Inquilinato comentada: doutrina e prática: Lei nº 8.245 de 18-10-1991*. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. *Direito Civil: Contratos em espécie*. v. 3. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

WELLS, Kyle; WHITBY, Ryan. *Evidence of Motives and Market Reactions to Sale and Leasebacks*. *Journal of Applied Finance*. n. 1, p.57-70, 2012.

YIN, Robert K. *Estudo de caso – planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZECKHAUSER, Sally; SILVERMAN, Robert. *Rediscover your company's real estate*. *Harvard Business Review*, v. 6, n. 1, p. 111-7, January/February, 1983.

APÊNDICE A - LISTA DE IMÓVEIS PERTENCENTES AO KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Abaixo segue a lista de imóveis que pertenciam ao Kinea Renda Imobiliária - FII no encerramento do mês de setembro de 2014.

Imóvel	Lavrado
Localização	Rua do Lavradio, 132 – Centro – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Novembro/2010
Área locável	15.833m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Tribunal Regional do Trabalho e Caixa Econômica Federal
Valor de avaliação	R\$ 269.100.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Gomes Freire
Localização	Avenida Gomes Freire, 471 – Centro – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Novembro/2010
Área locável	5.169 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Tribunal Regional do Trabalho e Banco do Brasil
Valor de avaliação	R\$ 56.200.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Athenas
Localização	Rua Doutor Fernandes Coelho, 64 – Pinheiros – São Paulo – SP
Data de aquisição	Fevereiro/2011
Área locável	6.230 m ²
Participação no empreendimento	93%
Inquilinos	American Airlines, Polenghi, Potencial Engenharia e Afferro Lab, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 60.800.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Joaquim Floriano
Localização	Rua Joaquim Floriano, 913 – Itaim – São Paulo – SP
Data de aquisição	Março/2011
Área locável	3.198 m ²
Participação no empreendimento	82%
Inquilinos	GS Inima, Motul, Evocatti e VetorZero, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 38.100.000,00 (base junho/14)

Imóvel	PIB Sumaré
Localização	Rua Fioravante Mancino, 1560 - Chácara Monte Alegre – Sumaré – SP
Data de aquisição	Setembro/2011
Área locável	13.600 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilino	Bravo Armazéns
Valor de avaliação	R\$ 26.730.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Global Jundiaí
Localização	Avenida Caminho de Goiás, 100 – Jardim São Bento – Jundiaí – SP
Data de aquisição	Novembro/2011
Área locável	43.208,32 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilino	Foxconn
Valor de avaliação	R\$ 115.000.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Botafogo Trade Center
Localização	Avenida Prof. Álvaro Rodrigues, 352 – Botafogo – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Julho/2012
Área locável	8.083 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	GVT, Xerox, NET e Ericsson, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 154.100.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Buenos Aires Corporate
Localização	Rua Buenos Aires, 15 – Centro – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Setembro/2012
Área locável	7.046,18 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Braskem, Banco do Brasil e CPM Braxis, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 22.200.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Jundiaí Industrial Park
Localização	Rodovia Hermenegildo Tonolli, km 02 – Jundiaí – SP
Data de aquisição	Janeiro/2013
Área locável	75.975,60 m ²
Participação no empreendimento	90%
Inquilinos	Geodis e Dafiti
Valor de avaliação	R\$ 97.280.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Bela Paulista
Localização	Avenida Paulista, 2.421 – Consolação – São Paulo – SP
Data de aquisição	Fevereiro/2013
Área locável	6.381,00 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Banco do Brasil, Ambitec, Consulado Geral da Nova Zelândia, Euler Hermes e Tozzini Freire, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 92.800.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Edifício Madison
Localização	Rua Gomes de Carvalho, 1.195 – Vila Olímpia – São Paulo – SP
Data de aquisição	Fevereiro/2013
Área locável	8.431,00 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Notre Dame Seguros, Hatch e CM Capital Markets, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 103.500.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Centro de Distribuição Mogi das Cruzes
Localização	Rodovia Pedro Eroles, Km 41,5 – Taboão – Mogi das Cruzes
Data de aquisição	Março/2013
Área locável	69.113,25 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilino	Kimberly Clark
Valor de avaliação	R\$ 173.060.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Centro de Distribuição Pouso Alegre
Localização	Rodovia Fernão Dias, Km 863 – Algodão – Pouso Alegre – MG
Data de aquisição	Maió/2013
Área locável	87.750,00 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilino	Confidencial
Valor de avaliação	R\$ 201.400.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Edifício Lagoa Corporate
Localização	Rua Humaitá, 275 – Humaitá – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Maió/2013
Área locável	11.699,48 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilinos	Pinheiro Neto, 3G Capital, SPX, entre outros
Valor de avaliação	R\$ 299.800.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Centro de Distribuição Bandeirantes
Localização	Rodovia dos Bandeirantes, Km 68 – Louveira – SP
Data de aquisição	Junho/2013
Área locável	99.810,85 m ²
Participação no empreendimento	76,7%
Inquilino	Magazine Luiza
Valor de avaliação	R\$ 198.950.000,00 (base junho/14)

Imóvel	Centro de Distribuição Santa Cruz
Localização	Estrada da Lama Preta, s/n – Santa Cruz – Rio de Janeiro – RJ
Data de aquisição	Outubro/2013
Área locável	47.178,00 m ²
Participação no empreendimento	100%
Inquilino	Renner
Valor de avaliação	R\$ 129.500.000,00 (base junho/14)

APÊNDICE B – GRÁFICOS DE DESEMPENHO DAS COTAS DO KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII E DAS AÇÕES DO MAGAZINE LUIZA

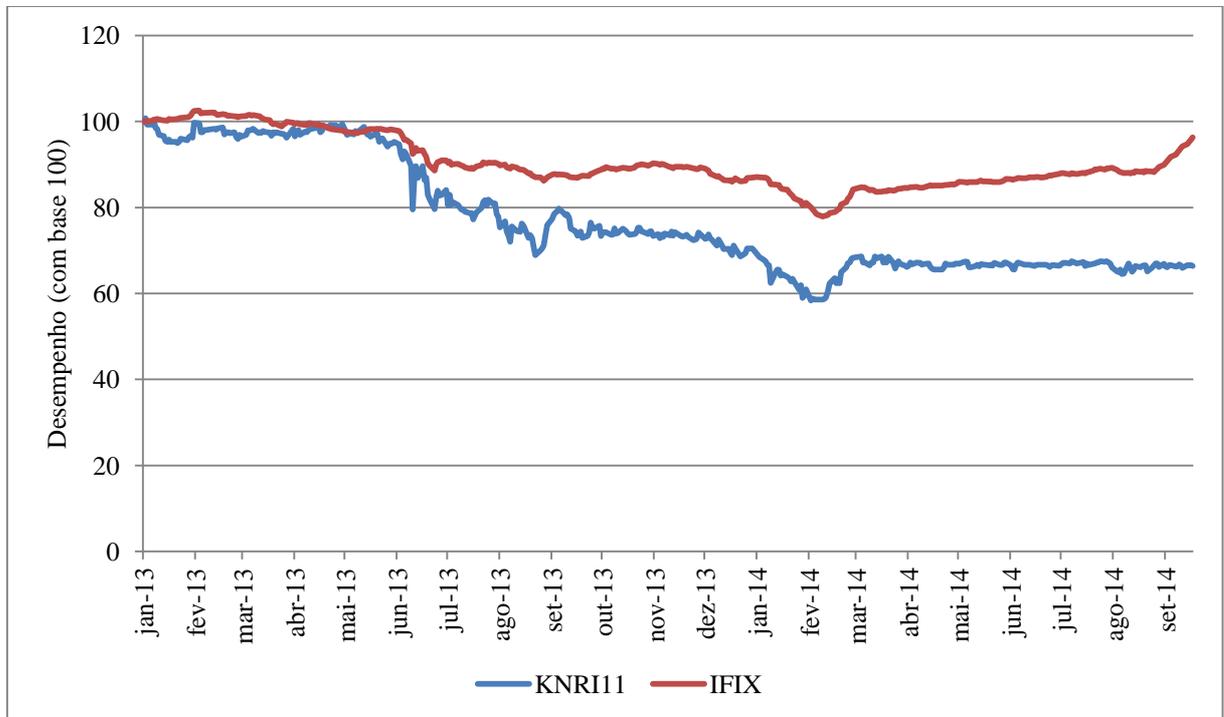


Gráfico 5 – Desempenho do preço das cotas do Kinea Renda Imobiliária FII no mercado secundário comparado ao IFIX.

Fonte: BM&F Bovespa (set/2014).

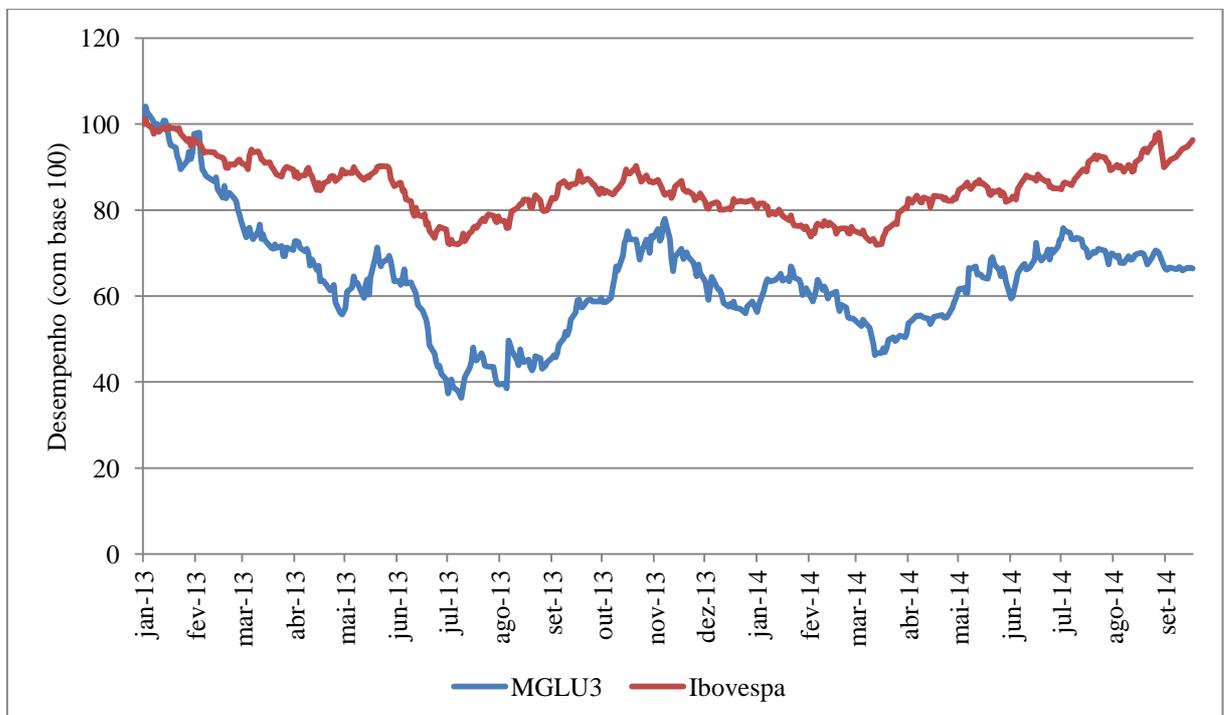


Gráfico 6 – Desempenho das ações do Magazine Luiza no mercado secundário comparado ao Ibovespa.

Fonte: BM&F Bovespa (set/2014).

APÊNDICE C - LISTA DE IMÓVEIS PERTENCENTES AO BB PROGRESSIVO II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Abaixo segue a lista de imóveis que pertenciam ao BB Progressivo II FII no encerramento do mês de setembro de 2014.

Nome do Edifício	Endereço	Cidade	Estado
Agência Manaus	Rua Guilherme Moreira	Manaus	AM
Ag. Aldeota	Av.Santos Dumont	Fortaleza	CE
Ag. Asa Sul	AV W-3, Q.7, Lotes.7,8 e 9	Brasília	DF
Ed. Sede III	QD. 1, BL.G, LT. 32	Brasília	DF
Ag. Asa Norte	SEPN Q. 504 Bl.B Ed. Virgo	Brasília	DF
AG. Conjunto Nacional	SDN Cj. A Loja C-3	Brasília	DF
CSL Brasília	Av. Goiás	Goiânia	GO
Ag. Belo Horizonte	Rua Rio de Janeiro	Belo Horizonte	MG
CSL Belo Horizonte	Rua da Bahia	Belo Horizonte	MG
Ag. Tamoios	Rua Tamoios / Rua Guarani	Belo Horizonte	MG
Ag. Carijós	Rua Espirito Santo	Belo Horizonte	MG
Ag. Juiz de Fora	Rua Halfeld	Juiz Fora	MG
Ag. Uberlândia	Av. Afonso Pena	Uberlândia	MG
Ag. Afonso Pena	Av. Afonso Pena	Campo Grande	MS
Superintendência Varejo MT	Rua Felinto Muller	Cuiabá	MT
Ag. Belém Centro	Av. Pres. Vargas	Belém	PA
CSL Curitiba	Pr. Tiradentes	Curitiba	PR
Ag. Maringá	Av. Duque de Caxias	Maringá	PR
Ag. Ponta Grossa	Rua Augusto Ribas	Ponta Grossa	PR
Ag. Toledo	Rua 7 de Setembro	Toledo	PR
Ag. Campos dos Goytacazes	Praça das 4 Jornadas	Campos dos Goytacazes	RJ
Ag. Duque de Caxias	Av. Pres. Kennedy	Duque de Caxias	RJ
Ag. Niterói	Av. Ernani Amaral Peixoto	Niterói	RJ
Ag. Zona Sul	Av.N.Sra.Copacabana	Rio de Janeiro	RJ
Ag. Leblon	Av. Bartolomeu Mitre	Rio de Janeiro	RJ
Ag. Cinelândia	Av. 13 de Maio	Rio de Janeiro	RJ
Ag. Tijuca	Rua Conde Bonfim	Rio de Janeiro	RJ
Ag. Jacarepaguá	Av. Geremário Dantas	Rio de Janeiro	RJ
Ag. Caxias do Sul	Rua Marques de Herval (Edifício Satélite)	Caxias do Sul	RS
Ag. Passo Fundo	Rua Bento Gonçalves	Passo Fundo	RS

Nome do Edifício	Endereço	Cidade	Estado
Superintendência Varejo RS	Rua Honório Silveira Dias	Porto Alegre	RS
Ag. Florianópolis	Praça XV de Novembro	Florianópolis	SC
Ag. Praça XV	Praça XV de Novembro	Florianópolis	SC
Ag. General Valadão	Praça General Valadão	Aracajú	SE
Ag. Araçatuba	Praça Rui Barbosa	Araçatuba	SP
Ag. Praça Rui Barbosa	Praça Rui Barbosa	Bauru	SP
Ag. Bonfim	Av. Gov. Pedro de Toledo	Campinas	SP
Ag. Campinas	Rua Dr. Costa Aguiar	Campinas	SP
PSO Piracicaba	Praça José Bonifácio	Piracicaba	SP
Ag. Ribeirão Preto	Rua Duque de Caxias	Ribeirão Preto	SP
Ag. São Caetano do Sul	Praça Cardeal Arcoverde	São Caetano do Sul	SP
Ag. São José do Rio Preto	Rua Voluntários de São Paulo	São José do Rio Preto	SP
Ag. São José dos Campos	Rua Dr. Nelson D'Ávila	São José dos Campos	SP
CSL São Paulo	Av. São João	São Paulo	SP
CSL São Paulo - S. Bento	Rua S. Bento, 483	São Paulo	SP
Ag. Santo Amaro - Paulista	Rua Paulo Eiro	São Paulo	SP
Ag. Moema	Alameda dos Jurupis	São Paulo	SP
Ag. Ipiranga	Rua Bom Pastor	São Paulo	SP
Ag. Nossa Senhora da Lapa	Rua Nossa Senhora da Lapa	São Paulo	SP
Ag. Campos Elíseos	Av. Rio Branco	São Paulo	SP
Ag. Pinheiros	Rua Pinheiros	São Paulo	SP
Ag. Paraíso	Av. Bernardino de Campos	São Paulo	SP
Ag. Brás	Av. Rangel Pestana	São Paulo	SP
Ag. Bom Retiro	Rua Julio Conceição	São Paulo	SP
Ag. Praça da Árvore	Av. Jabaquara	São Paulo	SP
Ag. Brooklin Paulista	Rua Joaquim Nabuco	São Paulo	SP
Ag. Santana	Rua Voluntários da Pátria	São Paulo	SP
Ag. Ana Rosa	Rua Domingos de Moraes	São Paulo	SP
Ag. Vila Carrão	Av. Conselheiro Carrão	São Paulo	SP
Ag. Penha de França	Av. Penha de Franca	São Paulo	SP
Ag. Freguesia do Ó	Av. Santa Marina	São Paulo	SP
Ag. Casa Verde	Rua Barore	São Paulo	SP
Ag. Centro - Sorocaba	Rua XV de Novembro	Sorocaba	SP
Ag. Catedral – Sorocaba	Rua XV de Novembro	Sorocaba	SP

APÊNDICE D – GRÁFICOS DE DESEMPENHO DAS COTAS DO BB PROGRESSIVO II FII E DAS AÇÕES DO BANCO DO BRASIL

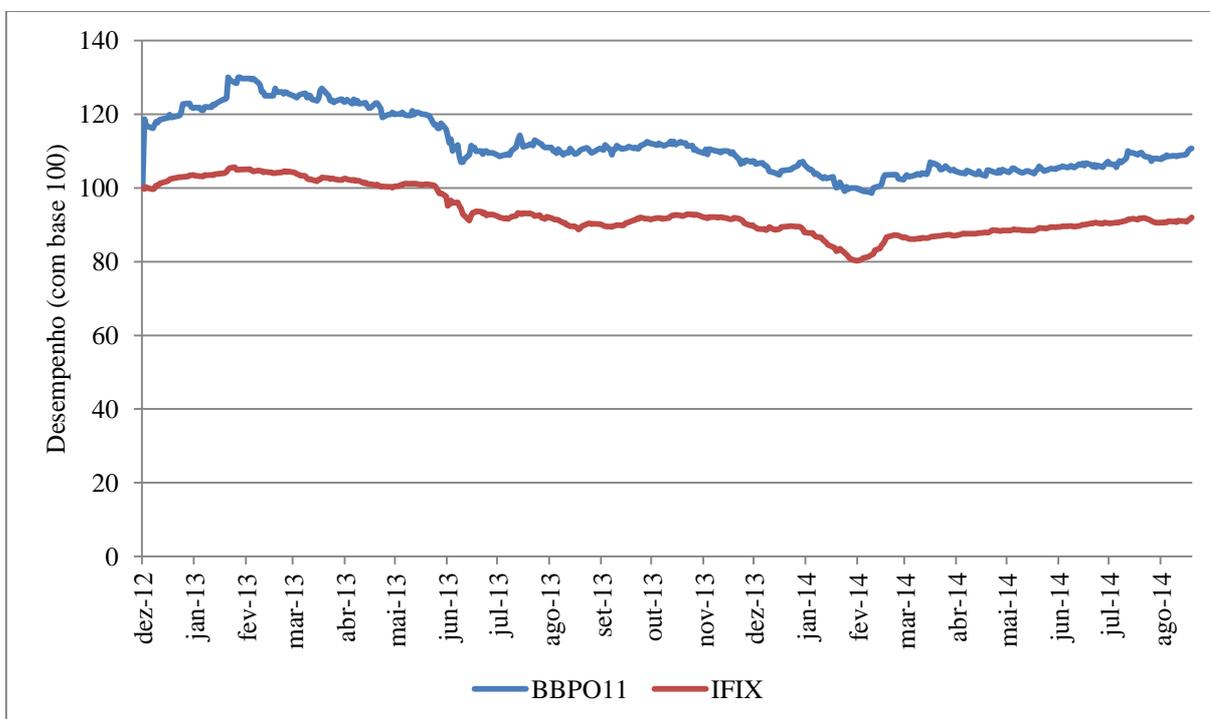


Gráfico 7 – Desempenho do preço das cotas do BB Progressivo II FII no mercado secundário comparado ao IFIX.

Fonte: BM&F Bovespa (set/2014).

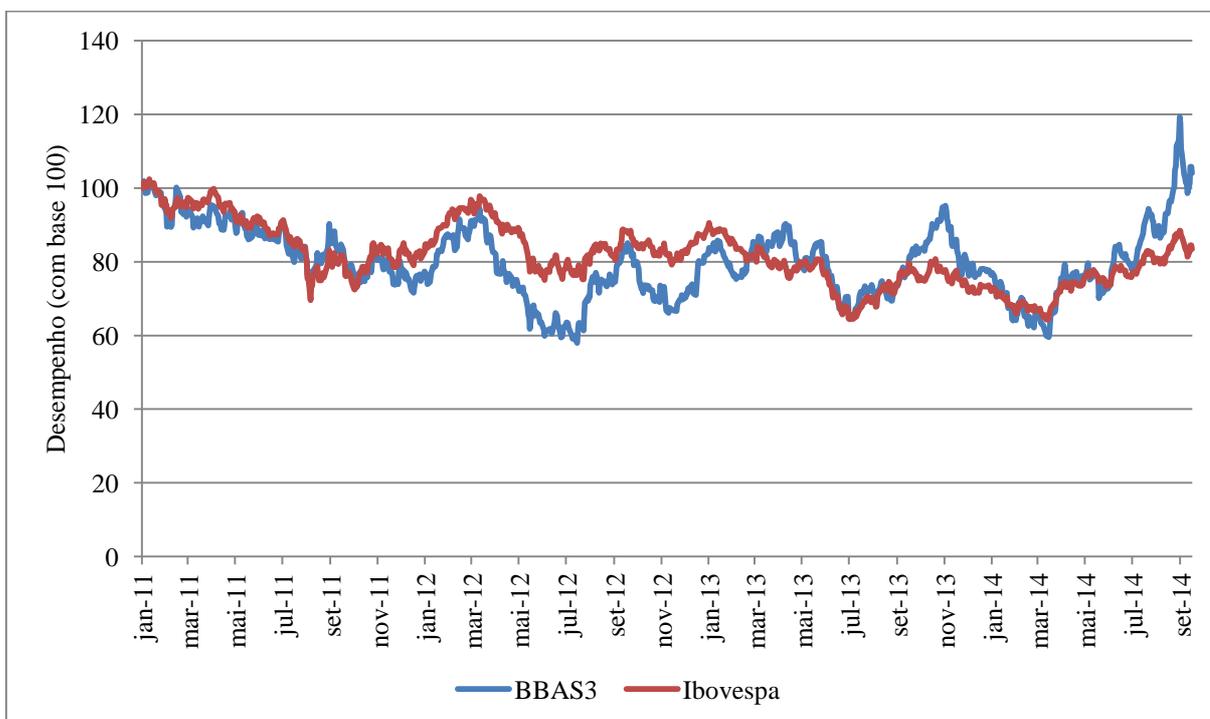


Gráfico 8 – Desempenho das ações do Banco do Brasil no mercado secundário comparado ao Ibovespa.

Fonte: BM&F Bovespa (set/2014)

APÊNDICE E - DADOS DAS 10 MAIORES INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO BRASIL EM 2012

Tabela 3 – Informações das maiores instituições financeiras em 2012

Instituições	Ativo Total (R\$)	Passivo Exigível (R\$)	Patrimônio Líquido (R\$)	Lucro Líquido (R\$)	Funcionários	Agências	Índice de Basileia
Banco do Brasil	1.087.268.923	1.020.917.996	66.350.927	6.835.222	130.638	5.363	15,1
Itaú	951.222.533	868.397.312	82.825.221	6.948.886	121.812	3.878	18,1
Bradesco	755.467.474	685.230.950	70.236.524	5.763.247	98.652	4.695	16,2
Caixa Econômica Federal	702.939.666	677.882.722	25.056.944	3.219.706	117.184	2.868	13
Santander	458.329.044	391.858.689	66.470.355	1.347.324	53.465	2.591	20,8
HSBC	127.044.415	117.071.219	9.973.196	622.052	29.684	870	13,2
Votorantim	123.408.819	115.198.382	8.210.437	-855.612	1.557	39	14,3
Safra	111.752.867	104.506.106	7.246.761	684.223	5.881	107	13,7
BTG Pactual	87.878.773	77.810.277	10.068.496	1.100.552	1.250	8	17,9
Citibank	61.185.316	53.534.879	7.650.437	266.663	6.183	128	15,6

Fonte: Banco Central do Brasil (2012)