

13ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

11, 12 e 13 de Setembro de 2013



Investimento em Fundo Imobiliário com foco em desenvolvimento urbano e terrenos para empreendedor imobiliário: Estudo de Caso Fundo de Investimento Imobiliário Panamby

Camila Miguel Costa Monteiro¹

¹ Escola Politécnica da USP, Rio de Janeiro, Brasil, camila_miguel@hotmail.com

RESUMO

A população das grandes metrópoles sofre com a falta de espaço e o caos ocasionado pela aglomeração, o que prejudica a qualidade de vida nestes centros. Desta forma, é notável a demanda por novos bairros, geralmente desenvolvidos no entorno destas cidades, que de modo mais planejado, buscam oferecer uma melhor qualidade de vida para seus moradores. A criação de um bairro planejado, que usualmente acontece num longo ciclo de maturação, é um negócio de risco tanto sob o aspecto mercadológico quanto financeiro, em face da possibilidade de descasamento temporal entre os pagamentos dos custos de desenvolvimento e o encaixe das receitas de vendas. O objetivo deste artigo é analisar a qualidade do investimento do cotista de um fundo de investimento imobiliário (FII) voltado para o desenvolvimento urbano de novos bairros e reconhecer os riscos da aplicação em cotas de FII com este objeto.

O FII responsável pelo desenvolvimento do bairro Panamby, região de alto padrão, situada no sudoeste da cidade de São Paulo é o estudo de caso deste trabalho. Sua implantação possibilitou a migração de famílias insatisfeitas com o caos e o alto preço dos imóveis em bairros mais centrais.

Como metodologia para a análise da rentabilidade dos cotistas deste fundo foi construído um fluxo estático do ocorrido, aporte inicial em março de 1995 e todos os resultados distribuídos até fevereiro de 2013, e um fluxo a receber de terrenos em estoque, comercializados, mas que estão suportados por escrituras de promessa de compra e venda e algumas parcelas de “a receber” de um dos Setores já totalmente comercializado (Setor Villaggio). Podem acontecer algumas variações nestas receitas por questões legais e mercadológicas, e o objetivo é verificar a sensibilidade da taxa de retorno (TRR) dos cotistas a estes possíveis riscos ao qual eles ainda estão expostos.

Palavras-chave: Fundo de Investimento Imobiliário; Bairro Panamby; Risco x Retorno do Cotista.

13ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

11, 12 e 13 de Setembro de 2013



Investment in Real Estate Investment Trusts with focus on urban development and land to real estate developer: Case Study Real Estate Investment Trusts Panamby

ABSTRACT

The population of large cities suffers from lack of space and the chaos caused by the agglomeration, which impairs the quality of life in these centers. Thus, it is remarkable demand for new neighborhoods usually developed around these cities, but, more planned, seek to provide a better quality of life for its residents. The creation of a planned neighborhood, which usually happens in a long maturation cycle, is a business risk both from the aspect of merchandising and financially, given the possibility of a temporal mismatch between the payment of the costs of developing and fitting sales revenue. The purpose of this article is to analyze the quality of a unit holder's investment real estate investment trusts (REITs) focused on the development of new urban neighborhoods and recognize the risks of investments in quotas of REITs with this object.

The REITs responsible for developing the neighborhood Panamby region of high standard, situated in the southwest of the city of São Paulo is a case study of this work. Its implementation has enabled the migration of families dissatisfied with the chaos and the high price of real estate in the most central districts.

As a methodology for analyzing the profitability of the shareholders of this fund has built a static flow occurred, initial funding in March 1995 and all results distributed by February 2013, and a flow receivable land bank marketed but are supported by deeds of purchase and sale and some portions of "receiving" an already fully commercialized Sector (Sector Villaggio). Some variations may occur in these recipes for legal and marketing, and the goal is to check the sensitivity of the internal rate of return (IRR) of the shareholders of these possible risks to which they are still exposed.

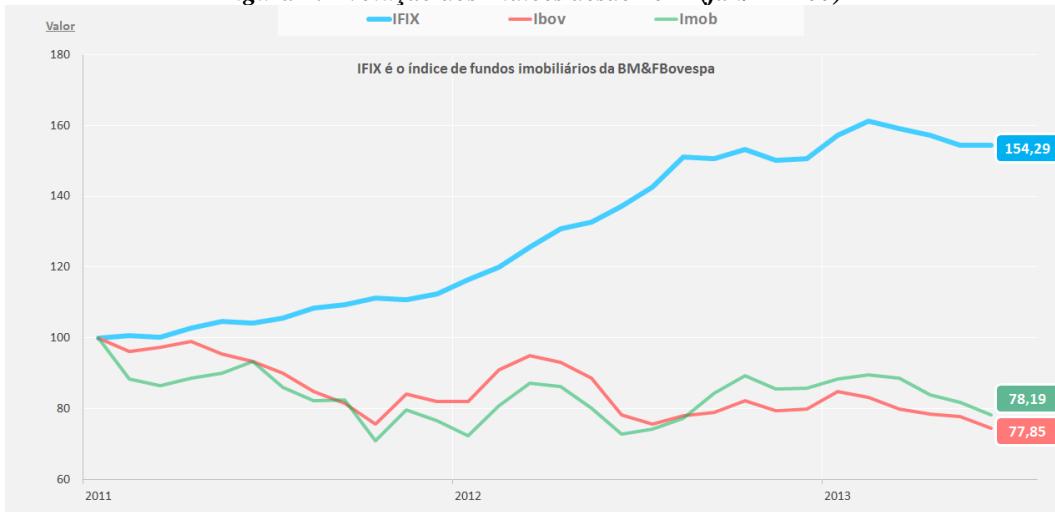
Key-words: Real Estate Investment Trusts; Neighborhood Panamby; Risk vs. Return of the Shareholder.

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro, no contexto macroeconômico, apresentou nos últimos quatro anos um forte crescimento de vendas, de preços e da capacidade de investimentos por parte dos investidores pessoas físicas, ocasionados por fatores como: aumento da renda média da população, maior disponibilidade de crédito imobiliário e redução da taxa básica de juro nacional (SELIC¹). A rentabilidade de investidores com foco especulativo em operações de baixo risco (renda fixa) está atrelada a essa taxa, que em Outubro de 2012 atingiu seu menor valor histórico (7,25%). Durante quatro meses essa taxa se manteve igual, e segundo Relatório de Inflação do Banco Central de Março de 2013, a expectativa para a taxa SELIC média para 2013, 2014 e 2015 não ultrapassará os 10%. Com estas condições muitos investidores serão induzidos a buscar novas alternativas de investimentos mais rentáveis e com maior risco.

Na Fig.1 observa-se a evolução dos principais índices do mercado imobiliário e do mercado de ações desde Janeiro de 2011, apresentado no site Fundo Imobiliário, por um expoente consultor de FII do país, Sergio Belezza. Este compara a rentabilidades dos FIIs x Ibov² (Índice BOVESPA) x Imob³ (Índice BM&FBOVESPA Imobiliário).

Figura 1: Evolução dos Índices desde 2011 (jan/11=100)



Fonte: FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO [2013]

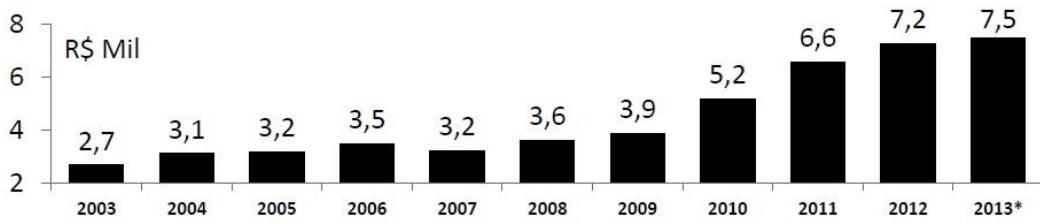
Neste gráfico, é notável a valorização dos FIIs se comparados com a valorização das ações das empresas do mercado imobiliário ou até mesmos do mercado de ações. Esta informação demonstra exatamente a atratividade desta opção de investimento diante das demais alternativas. Os FIIs têm sua rentabilidade diretamente vinculada à valorização do preço do m². No caso do FII, vinculado a empreendimento de base imobiliária, esta valorização acaba pressionando o valor do aluguel, que aumenta a rentabilidade do cotista. Igualmente, ocorre no FII, voltado ao desenvolvimento imobiliário, por exemplo, o FII Panamby que negocia os terrenos em permuta. Na Fig. 2 é possível verificar a evolução do Preço Médio Anual por Área Útil dos imóveis residenciais verticais novos do Município de São Paulo, apresentado no Balanço do Mercado Imobiliário 1º Trimestre de 2013 do SECOVI-SP. Observa-se que a partir de 2010 houve uma forte valorização no preço comercializado.

¹ SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

² IBOV: é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Tem por objetivo retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA.

³ IMOB: tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores da atividade imobiliária, como, construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis.

Figura 2: Imóveis Residenciais Verticais Novos – Município de São Paulo



Fonte: SECOVI-SP [2013]

Mas, no mercado imobiliário não adianta uma valorização alta sem ter compradores com renda capaz de adquirir o imóvel. Seguem as principais informações do mercado imobiliário da cidade de São Paulo, que demonstram a capacidade de absorção do produto residencial, segundo SECOVI-SP:

O mercado de imóveis novos residenciais em São Paulo apresentou resultados surpreendentes no mês de Março de 2013, tanto em vendas quanto em lançamento. No terceiro mês do ano, foram comercializadas 4.087 unidades, um crescimento de 83,9% em relação aos 2.223 imóveis vendidos em Março de 2012.

Os lançamentos, conforme dados da Embraesp (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio), atingiram 2.845 unidades, com aumento equivalente a 80,35% em relação às 1.578 unidades de igual mês do ano passado.

O indicador Vendas sobre Oferta (VSO) de 12 meses encerrou março em 59,9%, próximo ao índice do terceiro mês de 2012, de 60,1%. De acordo com a Embraesp, o volume lançado entre Janeiro a Março, de 5.321 imóveis, foi 43,9% superior ao mesmo intervalo de meses de 2012 (3.697 unidades).

Procura-se com este artigo analisar o FII: como veículo para captar recursos financeiros para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, sua atratividade e riscos aos possíveis investidores. Esta análise terá como foco os empreendimentos imobiliários, direcionados ao desenvolvimento urbano.

O trabalho usa como estudo de caso o Fundo de Investimento Imobiliário, criado para o desenvolvimento do bairro Panamby na cidade de São Paulo. O foco é a rentabilidade do cotista do FII Panamby e a sensibilidade do seu retorno diante dos riscos que este está exposto.

Esse estudo de caso, possibilitou verificar diversos patamares de rentabilidade que poderão ser alcançados de acordo com a situação de mercado e diferentes momentos de investimento no FII. Diante destes resultados, o investidor poderá ter maior apreensão do ciclo de investimento do FII, dos riscos que este ainda está exposto, enfim tomar a decisão de investir, vender as cotas do FII ou continuar com estas cotas até o final do ciclo do FII.

2. METODOLOGIA

Para análise da qualidade de investimento do cotista deste FII, construiu-se um fluxo estático, investimento inicial (março de 1995 – data de constituição do FII Panamby), todos os rendimentos distribuídos até fevereiro de 2013, já divulgados pelo administrador do respectivo FII e projetada uma receita a incorrer. Ou seja, toda variação ocorrerá na receita dos terrenos em estoque, terrenos comercializados, mas que estão suportados por escrituras de promessa de compra e venda e algumas parcelas “a receber” de um dos Setores já totalmente comercializado (Setor Villaggio). Para ser possível esta análise foram utilizadas as premissas que o Administrador do FII pratica e algumas informações que os incorporadores repassam ao Banco Brascan como expectativa do mercado imobiliário para aquela Região e produto. Foram

selecionados alguns riscos que o cotista está ainda exposto, como, atraso no lançamento, variação na velocidade de vendas, perda de potencial construtivo, perda no % de permuta e variação do preço do m², para assim verificar a sensibilidade da sua taxa de retorno diante destas variações.

Para a elaboração do modelo matemático utilizou-se como ferramenta o software Microsoft Excel. A moeda é o R\$ (Real), a data de referência da análise é o mês de fevereiro de 2013 [0] e o indexador do cenário referencial será o IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado).

O Cenário Referencial - Prospecto foi feito usando premissas do prospecto, e a partir deste será apresentado outro Cenário (Mercado) que leva em consideração o número de lançamentos por ano na região e o preço comercializado hoje nesta, já que as premissas do prospecto são expectativas de 1995. Além deste Cenário de Mercado, outras análises serão apresentadas a fim de verificar diferentes ciclos de investimento. O primeiro cenário considera que o investidor de Março de 1995 vendeu suas cotas pelo valor de mercado, em Fevereiro de 2013 (data base do estudo) e o segundo cenário é do investidor que comprou em Fevereiro de 2013 estas cotas e ficará no FII até o fim deste. Ao auferir os resultados de todos estes cenários, o atual investidor ou possível investidor terá uma visão mais clara do ciclo do FII, a capacidade de produzir receita em diferentes momentos e os riscos que este ainda está exposto.

3. FATORES DE RISCOS

Praticamente todo investimento tem risco. Investir no FII Panamby significa Risco de Mercado (Mercado Financeiro e Fatores Macroeconômicos Relevantes), Risco Relativo ao Mercado Imobiliário (Desvalorização dos imóveis/terrenos, Regulamento do Setor Imobiliário) e Riscos Relativos ao Investimento no Fundo (Liquidez Reduzida e Prejuízos e Perdas da Aplicação Financeira), entre outros. ROCHA LIMA [1998] define análise de risco:

“[...] consiste na avaliação, no âmbito exclusivo do investimento num determinado empreendimento, impacto de distúrbios sistêmicos e conturbações de ambiente sobre a qualidade de investimento [...].”

Segue abaixo os riscos citados no Demonstrativo Financeiro de Dezembro de 2012 do FII Panamby:

“Os riscos aos quais o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PANAMBY está sujeito e dos quais os cotistas e potenciais investidores devem estar cientes, são eles:

- a) Iminência ou ocorrência de alterações na conjuntura econômica, política, financeira, fiscal e regulatória que afete de forma adversa o preço dos imóveis;
- b) A obtenção de crédito para financiamento imobiliário;
- c) O desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários; e
- d) A inadimplência por parte dos adquirentes das unidades.”

Além dos riscos de se investir em um FII, segue abaixo outros, por se tratar de um desmembramento em lotes com objetivo de incorporação para fins residenciais e comerciais:

Mercado: Elevou-se o número de empreendimentos nestes últimos anos, resultando no aumento de concorrência e maior exigência dos clientes. O produto certo, para a região ideal, com o preço que o cliente é capaz de suportar. Cada dia mais o desenvolvimento imobiliário é um negócio com maior risco, que requer elevado índice de informações e acertos.

Produto: A definição do produto certo para a região é um dos principais fatores para o sucesso do empreendimento. Caso contrário, este poderá ser um erro que o empreendedor carregará até o final do empreendimento, irá refletir na velocidade de venda e até mesmo na dificuldade em comercializar pelo preço esperado.

Região: A região do entorno, muitas vezes, não está no controle dos empreendedores, que correm o risco de uma valorização ou desvalorização. No segundo caso, o empreendedor pode sofrer uma grande perda ao ter inviabilizado o futuro empreendimento. Ao estabelecer um paralelo com o estudo de caso, um dos riscos que o Panamby enfrentou com o crescimento de duas favelas ao seu entorno, ocasionando um choque socioeconômico muito próximo.

Crédito para Financiamento: Este é um dos gargalos do mercado imobiliário. Há uma dificuldade burocrática e relativa à quantidade de operações que cresceu significativamente nestes últimos anos no país. Sem esse recurso, muitos clientes perdem a capacidade de compra da unidade, reduzindo assim o público potencial.

Atraso no Repasse: A maior parte da receita está atrelada ao repasse aos bancos e existe uma burocracia e demora desses em acelerar o processo, pela grande quantidade de unidades financiadas.

Aprovação de Projetos: Com a lentidão na aprovação dos projetos, atrasa a expectativa de lançamento dos incorporadores, que no caso de áreas mais valorizadas e, que frequentemente, o pagamento é feito em *cash*, acaba por verificar uma redução na sua TIR, quase mensalmente. Ainda, mudanças na legislação podem tornar algumas regras mais rígidas, ao reduzirem a área comercializável ou rentável e aumentando o prazo para aprovação. Este é, hoje, o principal problema enfrentado pelo FII Panamby. Devido algumas mudanças na legislação, não está sendo aprovado nos órgãos ambientais o projeto de dois grandes Setores do FII. Para estes processos, em andamento há mais de um ano, como forma de viabilizar, está sendo proposto a doação de parte destes Setores ao Parque Burle Marx. Mas em contrapartida, o FII solicita o aumento de potencial construtivo em dois outros Setores que ainda não foram comercializados. Vale destacar que as Escrituras definitivas dos terrenos estão vinculadas a aprovação dos projetos.

Risco do Desenvolvimento: Após a aprovação do projeto o incorporador/empreendedor é o responsável pela entrega do empreendimento. Comumente, segundo o Banco Brascan, é negociada uma parcela de pagamento à vista, no momento da Escritura de Promessa de Compra e Venda, caso o incorporador/empreendedor não cumpra com o calendário de obra, este perde a parcela paga ao FII e, ainda há um seguro garantia, no qual o FII e o Incorporador/Empreendedor assinam.

4. O CASO DO FUNDO IMOBILIÁRIO PANAMBY

4.1. Estruturação

Conforme o Regulamento do FII Panamby este foi constituído em março de 1995, sob a forma de condomínio fechado, de acordo com o disposto na Lei nº 8.668/93 e com a Instrução n° 205/94 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, revogada pela Instrução CVM nº 472/08. E foi registrado na BOVESPA com o código PABY.

O Fundo teve por objetivo a aquisição de uma área de 715.339m², situada na altura do nº 17.000 da Marginal Pinheiro na cidade de São Paulo, para desenvolvimento imobiliário. Este desenvolvimento ocorrerá pelo desmembramento da área em lotes, que serão objetos de incorporação para fins residenciais e comerciais, sob responsabilidade de empreendedores imobiliários.

No início do Fundo, o patrimônio inicial era de R\$ 67.118.400,00, dividido em 758.400 cotas que valiam R\$ 88,50/cota. No caso do Fundo Panamby, 90% das cotas ficaram na mão de grandes instituições: Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ, Fundação Petrobras - Petros, Fundação Vale do Rio Doce - Valia, Bradesco Capitalizações e Instituto Infraero - Infraprev.

4.2. Desenvolvimento Urbano

No projeto de desenvolvimento urbano do Panamby foram previstos três elementos básicos: [i] o sistema viário, composto por avenidas e ruas públicas, aprovadas pela Prefeitura de São Paulo, que atuam como limites e divisões entre os diversos setores; [ii] os espaços públicos: parques e áreas institucionais, doados a municípios; e [iii] - os setores de ocupação, com seus usos específicos.

Após este planejamento urbanístico foram criados oito setores comercializáveis, um setor institucional e outros dois destinados a parques no Panamby. Constituem o Fundo os Setores 1, 2, 3, 6A, 6B, 7, 8, Villaggio e áreas institucionais, que foram doadas no início do Fundo ao município. Os Setores 1, 2, 3, 6B e Villaggio são destinados para uso residencial, enquanto o 7 e 8 para uso comercial e o 6A para uso hoteleiro.

Adiante, apresenta-se um breve resumo sobre cada Setor, seu status de negociação, compradores, detalhes da negociação e quais riscos o cotista ainda está exposto, em seguida analisa-se a sensibilidade da taxa de retorno e demais indicadores.

4.2.1. Setores Comercializados Com Toda Receita Reconhecida pelo FII

Os Setores 2 e 3 já foram comercializados e suas receitas referentes ao FII, totalmente reconhecidas. Portanto, esses não rateiam mais as despesas do Administrador e nenhuma outra despesa do FII. Como critério para análise, estas receitas incorridas antes de fevereiro de 2013, ou seja, já distribuídas para os cotistas do FII não sofreram variações, são consideradas fato, então para o cotista estes Setores não oferecem mais nenhum risco.

4.2.2. Setores Comercializados com Receita a Reconhecer

O Condomínio Villaggio Panamby foi adquirido pela Gafisa em setembro de 1995. Nesta área foram projetadas 15 torres e todas se encontram lançadas. Em dezembro de 2006, foi aprovada a antecipação de parte dos créditos, oriundos da venda das unidades imobiliárias do Empreendimento Villaggio Panamby, por meio da operação de securitização de recebíveis com emissão de CRI's, no valor aproximado de R\$ 4 milhões (valor histórico). Ainda, está previsto o recebimento, pouco mais, de R\$11,6 milhões (R\$ da base) até 2019. Esta receita projetada não sofre nenhum tipo de variação.

4.2.3. Setores Comercializados Suportados por Escrituras de Promessa de Compra e Venda

Setor 7

A área referente ao Setor 7 foi adquirida pela Cyrela por R\$15 milhões (valor histórico) mais 20% em permuta no local. O FII já recebeu o pagamento em dinheiro, que ocorreu em três parcelas iguais, a primeira em outubro de 1995 e as duas restantes no mesmo mês dos anos subsequentes.

De acordo com o Administrador⁴, esta venda é suportada por escritura de promessa de venda e compra, em virtude dos processos de aprovação de projetos ainda tramitarem nas secretarias estaduais e municipais, em São Paulo. À medida que os projetos são aprovados, as escrituras de promessa são substituídas por escrituras de compra e venda, concomitantemente à assinatura de escrituras de confissão de dívida.

⁴ Notas Explicativas do Administrador às demonstrações financeiro de 31 de dezembro de 2011 e 2010.

Segundo a gestora do Fundo, os empreendimentos deste Setor estão com entraves para aprovação devido a questões ambientais. Desde o início do loteamento sua maior dificuldade para aprovação foi por causa de questionamento quanto à questão ambiental e toda legislação de proteção permanente da Chácara Tangará (local aonde foi desenvolvido o bairro Panamby). Por isso, que grande parte das contrapartidas exigidas para a criação do loteamento, foi sobre a ótica ambiental, como criação de parques e áreas de preservação permanente, reflorestamento, entre outros.

Contudo, como forma de remediar todos estes questionamentos que vieram à tona e agilizar o processo de aprovação, foi sugerido pelo FII que seja doada parte da área do Setor 7, área de 29.732,89m², para o Parque Burle Marx, mas que em troca aumente o potencial construtivo dos terrenos que atualmente são estoques, ou seja, o Setor 6A e 8. Segue abaixo a informação publicada pelo BANCO BRASCAN [2013]:

“O Fundo de Investimento Imobiliário Panamby pleiteou junto à Câmara Técnica de Legislação Urbanística, em documento protocolado no dia 26 de abril de 2012, a intenção de doar áreas à Municipalidade, equivalente aos lotes de 06 a 09 do Setor 7, em um total de 29.723,89m², área essa que viria somar aos 138mil m² do Parque Burle Marx, e em contrapartida, obter a redistribuição do potencial construtivo internamente ao perímetro do Panamby para a Gleba A, correspondente a 59.466m² de área construída computável, considerando que todas as tratativas no sentido de se obter as aprovações para o Projeto Urbanístico Panamby junto aos órgãos públicos, notadamente os de Meio Ambiente, do Município e do Estado, desde 2005, e a legalidade de todo o processo de licenciamento desse projeto [...]. Neste momento, o processo encontra-se em análise na Procuradoria Geral do Município.”

Já se considerou no cenário referencial um potencial construtivo menor no Setor 7 em virtude dessa redução de área. Sobre a negociação já fechada com o incorporador, a gestora do Fundo afirmou que não terá devolução dos valores pagos em *cash*, e diante disso será analisado a possibilidade de um pedido de renegociação quanto ao percentual de permuta que o FII receberá destes empreendimentos. Desta forma, será feito uma análise de sensibilidade da rentabilidade do cotista caso ocorra redução no percentual de permuta correspondente a este Setor.

Setor 1 e 6B

As áreas dos Setores 1 e 6B foram adquiridas pela Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário pelo valor de R\$ 21 milhões (valor histórico), mais 24% correspondente à receita das vendas das unidades, com projeto de se construir 12 torres.

Assim como no Setor 7, a negociação deste Setor está sendo suportada por escritura de promessa de compra e venda, em virtude dos processos de aprovação de projetos, ainda em trâmite nas secretarias estaduais e municipais, em São Paulo. A Administração do Fundo avalia, no momento, como remotos os riscos de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas. Segue abaixo a informação publicada pelo BANCO BRASCAN [2012]:

A administração do Fundo avalia como remotos os riscos no momento de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas. A Administração do Fundo vem mantendo entendimentos com as autoridades municipais, em especial com a Secretaria Municipal de Desenvolvimento Urbano da cidade de São Paulo, no sentido de que as questões levantadas pelas autoridades, quanto à aprovação dos projetos imobiliários, sejam sanadas no decorrer deste

ano, inclusive com a aprovação da Câmara Técnica de Legislação Urbana – CTLU, conforme correspondência à redistribuição do potencial construtivo equivalente, para as duas áreas ainda mantidas em estoque pelo Fundo, quais sejam, os Setores 6A e 8.

O Administrador esclarece, ainda, que a proposta feita à Secretaria Municipal de Desenvolvimento Urbano foi elaborada com a participação de consultores técnicos, de reconhecido saber sobre a matéria, além de contar com Parecer Jurídico favorável, seja em relação à competência da CTLU para apreciar a matéria, seja em relação ao direito adquirido pelo Fundo, na condição de promitente vendedor dos terrenos, e que gerou o Termo de Assunção de Obrigações firmado em 1993, totalmente cumprido pelo Fundo Panamby.⁵

Como já registrado, o FII considera remotos os riscos de que os projetos não sejam aprovados e de que as contas a receber não sejam realizadas. Segundo a gestora do Fundo, a expectativa do FII é que cessando essa situação tudo voltará “ao normal”, ocorrendo os lançamentos do Setor 7, 1 e 6B e novas propostas surgiram para os terrenos em estoque.

4.2.4. Setores Ainda Não Comercializados (Estoque)

Restam em estoque duas áreas à venda, correspondente a 46.451m² de terreno, com um potencial de 119.852m² de área computável.

Setor 6A

Este Setor, assim como o Setor 8 poderão, ter aumento de potencial construtivo caso os órgãos competentes aceitem a proposta de doação de parte do Setor 7 para o Parque Burle Marx. A área computável desse Setor é de 34.321m², conforme detalhado na Tab.1. Mas no cenário referencial, construído a partir das informações repassadas pelo Banco Brascan, está sendo considerada na análise uma área computável de 68.604m², ou seja, um aumento de quase 100% do potencial construtivo deste Setor.

Tabela 1: Área Setores em Estoque

	Em metros quadrados	
	Área de terreno	Área computável
Panamby		
Setor 6A – comercial	26.401	34.321
Setor 8 – comercial	20.050	26.065
Total do Fundo	46.451	60.386

Fonte: Banco Brascan - Demonstrativo Financeiro [2012].

Setor 8

A área computável deste Setor é de 26.065m². Mas no cenário referencial, construído a partir das informações repassadas pelo Banco Brascan, está sendo considerada na análise uma área computável de 51.248m², ou seja, um aumento de quase 97% do potencial construtivo deste Setor.

Como essa situação encontra-se sem nenhuma definição por parte dos órgãos competentes, outra análise de sensibilidade que será apresentada neste trabalho irá focar o risco de perda de potencial construtivo, já que no cenário referencial considera-se à expectativa do Administrador do FII.

⁵ Segundo Ata das Assembléias Gerais Ordinárias e Extraordinária, realizadas no dia 12 de novembro de 2012.

4.3. Análise da Qualidade dos Investimentos do Cotista do FII Panamby

Antes da construção do Fluxo do Cotista do FII Panamby, foi necessário montar o Fluxo de cada Setor e, com a consolidação destes obteve-se o Fluxo do FII. Consideram-se as despesas e receitas dos Setores 6A, 8, 7, 1, 6B e Villaggio (Setores com receita a incorrer) a partir da data base (Fevereiro de 2013). Sabe-se que a última distribuição de resultados ocorreu em Janeiro de 2013, ou seja, segundo esta análise o FII será capaz de distribuir resultados apenas quando um empreendimento for lançado. Isto porque a receita do Villaggio não é capaz de suportar toda despesa operacional do FII. Resta um saldo devedor de R\$12.387 da base, por mês, suportado pelo Reserva Especial do FII. Na constituição, foram destinados R\$200 mil (valor histórico) para a criação desta Reserva Especial a fim de garantir o cumprimento dos compromissos do FII. Este valor é corrigido, mensalmente, pelo IGP-M, e em Fevereiro de 2013 este valor é de R\$923 mil da base.

Então, enquanto não houver lançamento, o Fundo de Reserva terá que arcar com R\$12.387 da base por mês. Como metodologia desta análise, considerou-se que esse saldo devedor acumulado deve ser descontado da primeira receita do lançamento, antes de ser distribuído ao cotista. Ou seja, como o investimento do cotista ocorreu em um único momento (aquisição das cotas), não há aumento de investimento para esse, apenas uma redução da receita futura.

Com este critério, foi possível montar o fluxo de receita do cotista que está previsto para incorrer e unir o fluxo de incorridos (valores repassados pelo Banco Brascan), que foi o investimento inicial (aquisição das cotas em Março de 1995) e todas as distribuições de resultados registrados até a data base (Fevereiro de 2013). Todos os incorridos foram corrigidos por IGP-M até a base. Segue abaixo os Indicadores da Qualidade dos Investimentos do Cotista do FII no cenário referencial prospecto:

Tabela 2: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Referencial Prospecto)

Indicador da Qualidade do Investimento	
IP 0	(309.981.143) R\$ de 0
Retorno	680.833.775 R\$ de 0
TRR	7,92% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169
PB a COP	176
PB a TAT	265

A Taxa de Retorno Restrita (TRR) do cotista ficou bem abaixo da expectativa apresentada no prospecto (14% a.a.). O ciclo de desenvolvimento está sendo bem maior, ou seja, a expectativa do pay-back no prospecto era de ocorrer no mês 80 e no cenário referencial este ocorreu no mês 169 (Março de 2009), levou mais do dobro do tempo. Com certeza, este é um dos principais fatores para a expressiva redução da TRR.

Esta redução não foi maior porque a expectativa do preço do m² para a região está acima do projetado no prospecto do FII. Ou seja, foi previsto o valor médio de m² de R\$1.273 (valor histórico) para os empreendimentos residenciais do Panamby, que seria equivalente em Fevereiro de 2013, corrigido por IGP-M a R\$5.878. No Setor 1 e 6B, o valor projetado para lançamento é de R\$7.500/m² em moeda da base, 28% maior do que o corrigido. Da mesma forma acontece para os Setores comerciais (7, 8 e 6A), no prospecto o valor arbitrado era de R\$1.580/m² (valor histórico), que seria equivalente na moeda da base a R\$7.296. O valor médio projetado para estes lançamentos é de R\$8.600/m² em moeda da base, um aumento de 18% acima do valor corrigido.

Outro fator importante de se analisar é que o % previsto de permuta, no prospecto para os empreendimentos residenciais, era de 19% e no 1 e 6B foi comercializado por 24% de permuta mais R\$30.400 mil da base. Já nos Setores comerciais, eram previstos permuta de 20%, e no

Setor 7, já comercializado, foi feito uma negociação com 20% de permuta mais R\$46.500 mil de 0 (este Setor poderá sofrer redução no % de permuta, mas é importante ressaltar que não ocorrendo esta perda esta negociação foi melhor que a projetada). Já nos terrenos em estoque, considerados comerciais no prospecto, prevê-se uma permuta de 22%, de acordo com o Banco Brascan. Desta forma, é possível considerar que em todos estes Setores analisados, as negociações foram ou está sendo previsto um % maior do que o apresentado no prospecto como expectativa.

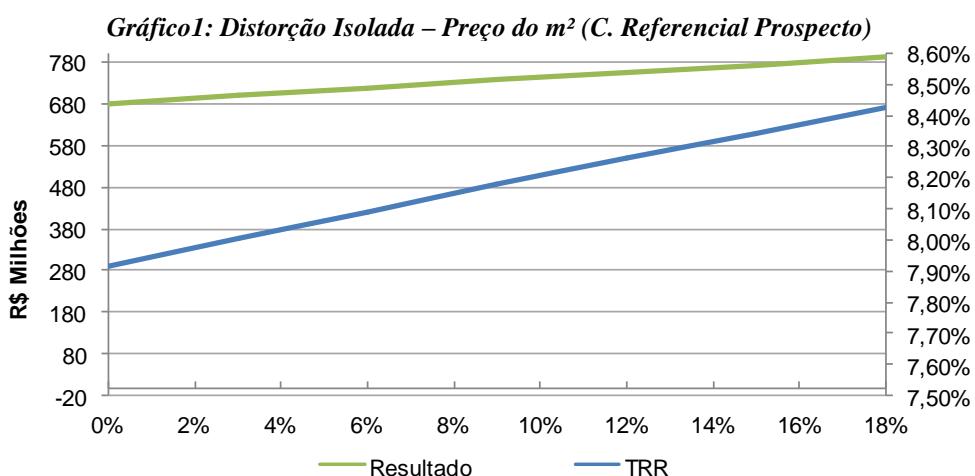
Diante destas análises é difícil acreditar que o longo período para o desenvolvimento foi suficiente para reduzir tanto a TRR do FII. Mas realmente, este sozinho não seria capaz de tamanha redução. Outro fator que prejudicou este indicador foi a redução significativa de área computável em alguns dos Setores analisados. Segue abaixo Tab.3 que mostra a área computável prevista para cada Setor e a área que está sendo considerada hoje pelo Banco Brascan na análise da qualidade de investimento do FII.

No total ocorreu uma perda de 36.091m² de área computável em relação ao que era esperado no prospecto. Esta redução pode ter acontecido não apenas pela doação de parte da área do Setor 7 para o Parque, mas no caso do Setor 1 e 6B, uma maior rigidez na legislação que dificulta o total aproveitamento da área. Este valor é muito significativo e com certeza um dos responsáveis pela redução na TRR.

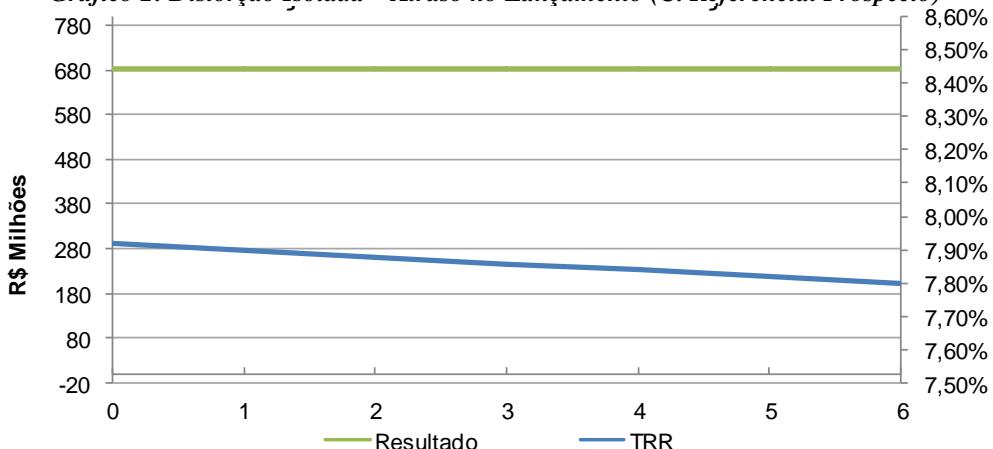
Tabela 3: Quadro Comparativo de Área Computável

Área Computável			
Setores	Prospecto	Cenário Referencial	Diferença
1 e 6B	221.871	175.000	-46.871
7	135.209	71.719	-63.490
8	26.075	51.248	25.173
6A	19.507	68.604	49.097
Total	402.662	366.571	-36.091

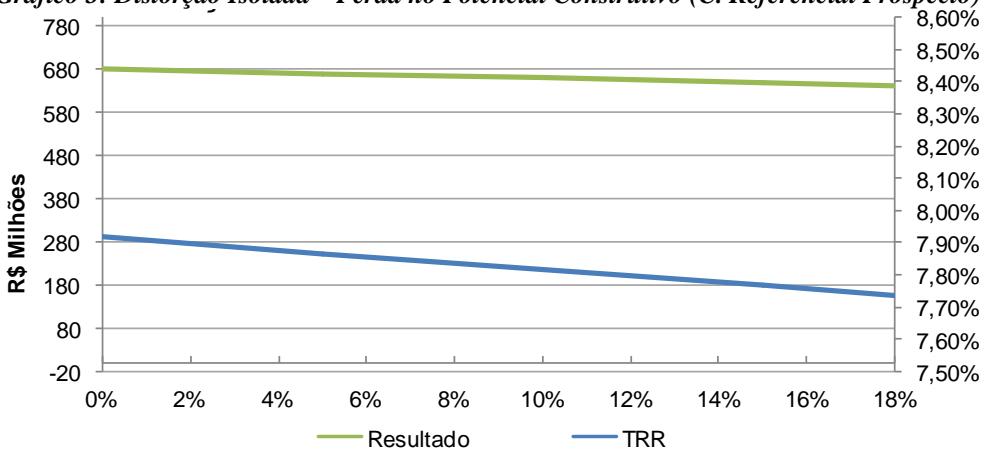
Diante deste entendimento, apresenta-se abaixo a sensibilidade desta TRR diante dos riscos que os Setores analisados ainda estão expostos.



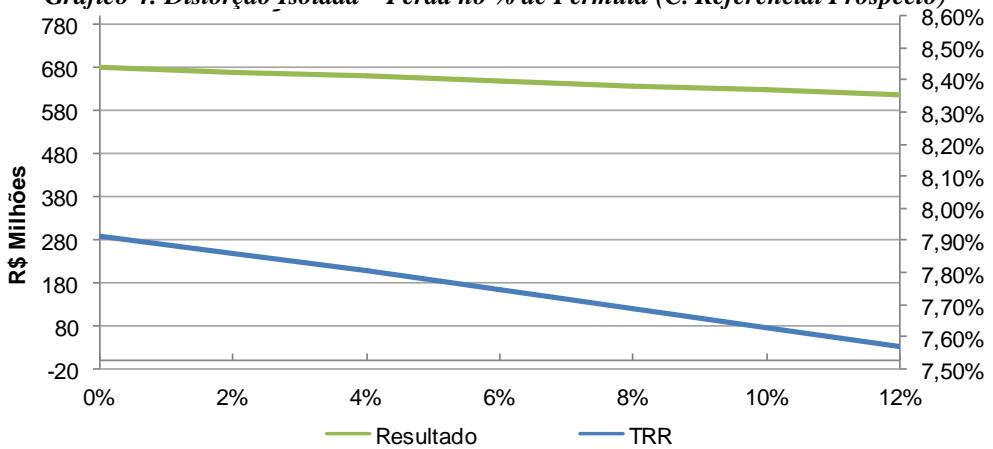
Mesmo com um aumento de 18% no preço projetado para todos estes Setores, a TRR, ainda se mantém abaixo do retorno projetado no Prospecto. E, pensar em um aumento superior a 18% acima do IGP-M, é pensar em um cenário um tanto quanto otimista.

Gráfico 2: Distorção Isolada – Atraso no Lançamento (C. Referencial Prospecto)

A TRR do cotista reduz 0,12% a.a., caso ocorra um atraso de seis meses no lançamento. O impacto não é tão significativo porque não há aumento do investimento para os cotistas, já que as despesas operacionais são suportadas pela receita do Villaggio e o restante pela Reserva Especial. Mas, vale destacar que há Setores, ainda não comercializados e o tempo que se leva para elaborar os projetos e aprová-los pode prorrogar estes lançamentos, além do esperado.

Gráfico 3: Distorção Isolada – Perda no Potencial Construtivo (C. Referencial Prospecto)

A perda do potencial construtivo pode ocorrer, apenas, nos Setores 6A e 8. Esta redução no potencial construtivo afeta, significativamente, a TRR do cotista. Vale rememorar, este potencial construtivo sofreu um aumento de quase 100%, ou seja, não se pode eliminar este risco da análise.

Gráfico 4: Distorção Isolada – Perda no % de Permuta (C. Referencial Prospecto)

A perda no % de permuta apenas do Setor 7 é equiparável à perda de 30% do potencial construtivo dos Setores 8 e 6A. Este é outro fator que afeta, consideravelmente, a TRR do cotista.

4.3.1. Cenário Prospecto IGP-M x IPCA

O Banco Brascan utiliza, desde o início do FII, o IGP-M como indexador. Desta forma, até mesmo para ser possível a comparação da taxa de retorno, analisada no Cenário Prospecto, com a expectativa inicial do FII, adotou-se o mesmo índice. Mas é fato que neste longo período de investimento (18 anos) o IGP-M passou por grandes oscilações, podendo assim distorcer a análise da qualidade do investimento. A fim de reduzir esta “interferência” do índice nos resultados da taxa de retorno, foi feito um Cenário Prospecto Alternativo usando como índice o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo). Este como mostra o gráfico abaixo foi mais estável que o IGPM e que o CDI durante todo este período do investimento.

Gráfico 5: Série Histórica – Indicadores Econômicos

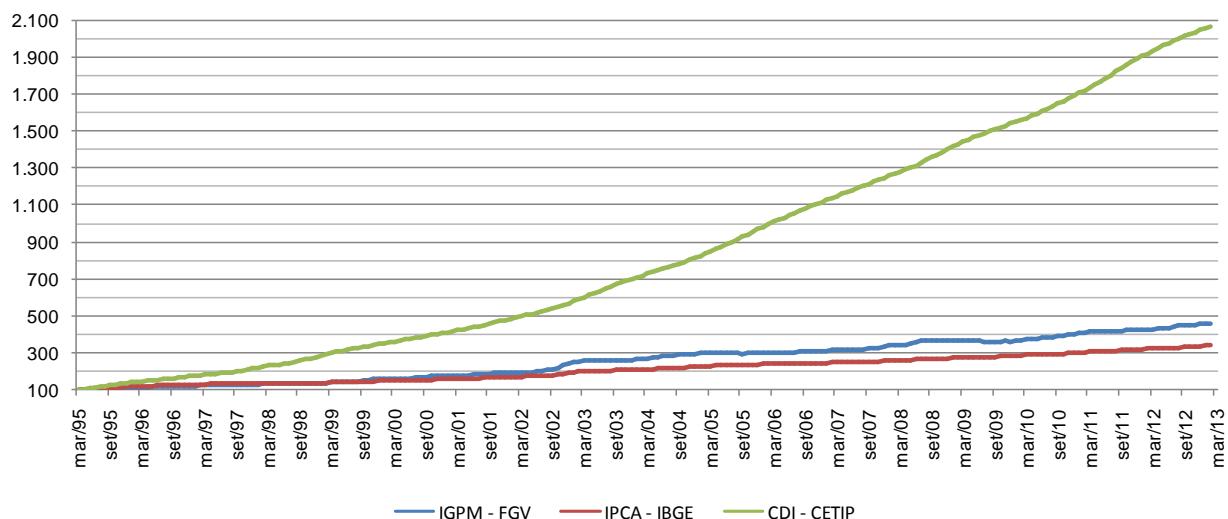


Tabela 4: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(309.981.143)	R\$ de 0
Retorno	680.833.775	R\$ de 0
TRR	7,92%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169	
PB a COP	176	
PB a TAT	265	

Tabela 5: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto IPCA)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(231.344.461)	R\$ de 0
Retorno	555.544.900	R\$ de 0
TRR	8,71%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	149	
PB a COP	154	
PB a TAT	253	

E como previsto, apenas com a alteração do IGP-M para o IPCA, a TRR do cotista do FII teve uma aumento de 0,79%. Ou seja, com o indexador mais estável, os investimentos incorridos sofrem um reajuste menor, reduzindo assim o impacto do longo período de investimento.

4.3.2. Cenário Referencial Prospecto x Cenário Referencial Mercado

O Cenário Referencial de Mercado usa como base o Cenário Referencial Prospecto, revendo o número de lançamento por ano e o preço por m² proposto, de acordo os últimos lançamentos da região do Panamby e entorno.

Tabela 6:Comparativo Cenário Prospecto x Cenário Mercado

Nº de Lanç./Ano	Cenários	
	Prospecto	Mercado
	O mesmo adotado no Prospecto	De acordo com os últimos lançamentos da região
Preço/m ²	Expectativa do Incorporador repassada ao B. Brascan	Média do preço comercializado na região

O Cenário de Mercado leva em consideração o histórico dos últimos lançamentos na região, que abrange o bairro do Panamby e entorno. Para a pesquisa dos empreendimentos comerciais, foi necessário um raio de pesquisa maior para se ter no mínimo quatro empreendimentos analisados. Segue abaixo as tabelas de lançamentos separadas por segmento.

Residencial

Os lançamentos apresentados abaixo foram os últimos da região desde Novembro de 2009. Foram criadas quatro colunas em “Valor do m²”, a primeira apresenta o valor comercializado na época do lançamento, a segunda é o valor corrigido por INCC até Maio de 2013, a terceira o mesmo corrigido por IGP-M até Maio de 2013 e a última o valor que está realmente sendo comercializado em Maio de 2013 (tabela de venda). Nesta pequena amostra, já é possível observar que tanto no empreendimento Tasty Panamby quanto no Anaua Panamby, lançados em 2011, o valor lançado sofreu forte valorização até Maio de 2013. É possível afirmar isto, verificando que o valor comercializado hoje está bem acima dos valores corrigidos por INCC e por IGP-M. Já no On Panamby ocorreu a valorização acima dos índices, mas de forma menos expressiva que os exemplos anteriores. No Vista Verde, apenas nas unidades maiores ocorreu uma valorização acima dos índices. E no último lançamento da região, em 2012, apesar de uma boa absorção, o valor comercializado hoje não está conseguindo acompanhar a correção dos índices.

Tabela 7: Pesquisa de Mercado (Residencial)

Data Lanç.	Nome Empreend.	Incorp.	Pesquisa de Mercado					Valor do m ²				Valor da Unid. em Maio/13 (R\$ mil)	Absorção (%)
			Área Privat.(m ²)	Total de Unidades	Área Privat. Total (m ²)	VGV Lanç. (R\$ mm)	Lanç. (R\$/m ²)	Maio/13 INCC (R\$/m ²)	Maio/13 IGP-M (R\$/m ²)	Maio/13 Tabela (R\$/m ²)			
jul/12	PANAMBY PENTHOUSES	BROOKFIELD	148	46	6.808	46	6.827	7.129	7.294	7.092	1.050	71,74%	
			178	46	8.188	56	6.818	7.120	7.284	7.094	1.263	80,43%	
mai/12	VISTA VERDE PANAMBY	STUHLBERGER	72	40	2.880	18	6.435	6.896	6.904	6.811	489	97,50%	
			93	40	3.720	26	6.934	7.430	7.440	7.825	731	92,50%	
out/11	ON PANAMBY	KALLAS	76	100	7.600	55	7.168	7.966	7.927	8.087	617	71,00%	
mai/11	TASTY PANAMBY	STUHLBERGER	213	46	9.798	61	6.243	7.003	6.913	7.698	1.642	69,57%	
nov/09	ANAUA PANAMBY	BKO	441	23	10.143	53	5.196	6.616	6.601	8.023	3.537	100,00%	

Fonte: Geoimovel

Comercial

Já no mercado comercial apenas o último empreendimento lançado em Dez/11 (Mobile 310) está com o valor de comercialização abaixo dos valores corrigidos pelos índices. Mas é importante destacar que sua absorção foi de 100%, desta forma, não se pode afirmar que ele não conseguiu corrigir os valores acima dos índices, já que poderá ter sido uma estratégia para conseguir alcançar os 100% de absorção. Os demais empreendimentos além de comercializar por um valor acima dos índices estão com uma absorção alta.

Tabela 8: Pesquisa de Mercado (Comercial)

Data Lançto	Nome Empreend.	Incorp.	Pesquisa de Mercado				Valor do m ²			Valor da Unid. em Maio/13 (R\$ mil)	Absorção (%)	
			Área Privat.(m ²)	Total de Unidades	Área Privat.Total (m ²)	VGV Lanç. (R\$ mm)	Lanç. (R\$/m ²)	Maio/13 INCC (R\$/m ²)	Maio/13 IGPM (R\$/m ²)	Maio/13 Tabela (R\$/m ²)		
dez/11	MOBILE 310	SOUZA LIMA	44	49	2.156	18	8.500	9.344	9.244	9.000	399	100,00%
			43	38	1.634	21	12.844	14.274	14.203	15.215	647	89,47%
			46	38	1.748	23	13.115	14.574	14.502	15.535	715	86,84%
			48	18	864	11	13.250	14.724	14.652	15.695	753	83,33%
			58	38	2.204	29	13.250	14.724	14.652	15.695	910	84,21%
			60	38	2.280	31	13.791	15.325	15.250	16.336	980	86,84%
			56	18	1.008	14	14.264	15.851	15.773	14.848	832	100,00%
set/11	ESCRITORIOS MORUMBI PRIME	CYRELA	42	38	1.596	22	13.993	15.551	15.474	16.576	688	100,00%
			40	271	10.840	74	6.806	8.286	8.273	11.143	448	93,73%
mai/10	TERRACO EMPRESARIAL JARDIM SUL	CAMARGO CORREA	44	494	21.736	109	5.002	6.614	6.254	9.598	423	94,33%
nov/08	BONNAIRE BUSINESS	ODEBRECHT	44	494	21.736	109	5.002	6.614	6.254	9.598	423	94,33%

Fonte: Geoimovel

Observa-se que, tanto no segmento comercial quanto no residencial não houve mais de dois lançamentos por ano, e todos estes empreendimentos tem área privativa total semelhante ou inferior ao arbitrado para a torre padrão da análise (13.500m² de área privativa), exceto o Panamby Penthouses que tem quase 15mil m² de área privativa total.

Mas não se pode afirmar que este número de lançamentos é o limite de absorção do mercado. Historicamente foi a quantidade de lançamentos que ocorreu por ano e que o mercado absorveu dentro da expectativa de velocidade de vendas satisfatória com o preço por m² arbitrado.

Com esta pequena amostra não é possível afirmar se a região está valorizando acima dos índices, isto se deve porque cada empreendimento tem particularidades que podem interferir nessa valorização, por exemplo, unidades maiores às vezes não conseguem comercializar pelo mesmo valor do m² de unidades menores, outro exemplo, é que a localização, planta, fachada, insolação podem ser características que interferem diretamente no preço.

O que se pode afirmar é que a absorção encontra-se dentro da expectativa que usamos nas análises, e que o preço muitas vezes não acompanha os índices, mas não está havendo uma redução nos preços comercializados.

Cenário Referencial Mercado

Este Cenário tem o objetivo de auferir a TRR do cotista levando em consideração essas informações de mercado (número de lançamentos por ano e preço médio comercializado). Sabe-se que o que ocorre hoje no mercado imobiliário não é garantia para o amanhã, desta forma este Cenário tem o intuito apenas de atualizar a premissa de número de lançamentos por ano do Prospecto e a expectativa do preço/m² do incorporador para comparar com o Cenário Prospecto.

Tabela 9: Cenário Prospecto x Cenário Mercado

Uso	Setores	Nº de Torres	Cenário Prospecto			Cenário Mercado		
			Preço/m ²	Data de Lanç.	Nº de Torres Lanç./ano	Preço/m ²	Data de Lanç.	Nº de Torres Lanç./ano
Comercial	6A	5	R\$ 9.000	mar/16	3	R\$ 11.500	mar/15	2
				mar/17	2		mar/16	2
				-	-		mar/17	1
	8	3	R\$ 9.000	mar/15	3	R\$ 11.500	mar/17	1
				-	-		mar/18	2
	7	6	R\$ 8.000	set/13	3	R\$ 11.500	set/13	2
				set/14	3		set/14	2
				-	-		set/15	2
Residencial	1 e 6B	12	R\$ 7.500	set/13	4	R\$ 7.500	set/13	2
				set/14	4		set/14	2
				set/15	4		set/15	2
				-	-		set/16	2
				-	-		set/17	2
				-	-		set/18	2

Observa-se que no Cenário Mercado os lançamentos foram divididos em mais fases, de forma que não ocorra mais de dois lançamentos por ano no mesmo segmento. No Prospecto o Setor 6A é destinado para o mercado hoteleiro, mas com o aumento do potencial construtivo, este número de torres fica acima do pretendido para este mercado. Desta forma, mantém duas torres de hotel sendo lançadas em Março de 2015 e as demais serão destinadas para o mercado comercial, seguindo o raciocínio de não ultrapassar dois lançamentos por ano.

Isto acabou prorrogando um pouco os lançamentos. Ou seja, no Cenário Prospecto o último lançamento ocorreria em Março de 2017 e no Cenário Mercado será em Setembro de 2018.

Em relação aos preços, no segmento residencial não houve alteração do Cenário Prospecto para o de Mercado. Na Tab.7, que apresenta os últimos lançamentos, foi possível observar que o valor de R\$7.500/m² é realmente a média comercializada na região. Já no segmento comercial o valor de R\$8.000 e R\$9.000/m² está abaixo dos valores comercializados. O único empreendimento comercializado a R\$9.000/m² é o mais distante da região do Panamby, e que se encontra em uma região inferior a esta. A média de preço/m² da análise, ponderada pelo VGV do empreendimento, é de R\$12.546/m². Mas como o empreendimento Morumbi Prime (preço médio de R\$15.785/m²) encontra-se em uma região com melhor localização, adota-se R\$11.500/m² para os empreendimentos comerciais nesta análise.

Tabela 10: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(309.981.143)	R\$ de 0
Retorno	680.833.775	R\$ de 0
TRR	7,92%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169	
PB a COP	176	
PB a TAT	265	

Tabela 11: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Mercado IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(309.981.143)	R\$ de 0
Retorno	789.161.651	R\$ de 0
TRR	8,17%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169	
PB a COP	176	
PB a TAT	270	

Nesta análise é possível verificar que apesar de “diluir” os lançamentos durante um período maior, para que não haja mais de dois lançamentos do mesmo segmento por ano, o aumento no preço/m² do segmento comercial de quase 28% foi mais significativo, conseguindo assim elevar a TRR do cotista do FII.

4.3.3. Análise de Diferentes Ciclos de Investimento

Em todas as análises apresentadas neste trabalho o ciclo do investimento foi, de Março de 1995 (início do FII) até o recebimento da última receita proveniente dos empreendimentos. Agora serão apresentados mais dois Cenários:

Cenário Referencial Prospecto 1: Cotista que comprou as cotas no início do FII e pretende vende-las em Fevereiro de 2013 (data base das análises) pelo valor de R\$105,01, que foi o valor real da cota comercializada nesta data no mercado financeiro.

Cenário Referencial Prospecto 2: Cotista que comprou estas cotas em Fevereiro de 2013 e pretende permanecer no FII até o final deste.

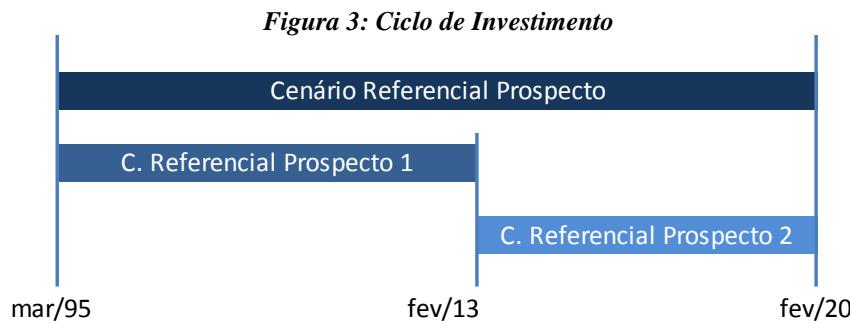


Tabela 12: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto IGP-M)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(309.981.143)	R\$ de 0
Retorno	680.833.775	R\$ de 0
TRR	7,92%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169	
PB a COP	176	
PB a TAT	265	

Tabela 13: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto 1)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(309.981.143)	R\$ de 0
Retorno	141.361.378	R\$ de 0
TRR	3,77%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169	
PB a COP	176	
PB a TAT	-	

Tabela 14: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto 2)

Indicador da Qualidade do Investimento		
IP 0	(79.639.584)	R\$ de 0
Retorno	517.846.578	R\$ de 0
TRR	71,68%	equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	37	
PB a COP	37	
PB a TAT	38	

Há uma expressiva diferença entre a TRR do Cenário Prospecto 1 para o 2. Isto se deve por dois motivos. No Cenário 1 o período do investimento foi de 18 anos e o valor comercializado da cota (R\$105,01) está muito baixo do valor da cota patrimonial, que em Dezembro de 2012 era de R\$410,56 e do valor da cota do início do FII (R\$88,50) corrigida por IPCA até Fevereiro de 2013 (R\$305,04). Ou seja, no Cenário 2 o investidor está pagando um preço baixo pela cota e a projeção para receber a última receita é até Fevereiro de 2020, menos de 7 anos de investimento. Além disso, no Cenário Referencial Prospecto é possível observar que a TRR deste está bem acima do Cenário 1, pois o valor da cota está baixo, e se os lançamentos ocorrer da forma projetada, haverá uma entrada de receita mais rápida aumentando a TRR do cotista.

5. CONCLUSÃO

As operações de baixo risco (renda fixa) são atreladas a SELIC, que alcançou em Outubro de 2012 a menor taxa histórica (7,25%) e continua sendo projetada pelo Banco Central até 2015 de forma que não ultrapasse o patamar dos 10%. Com estas condições muitos investidores serão induzidos a buscar novas alternativas de investimentos mais rentáveis e com maior risco.

Hoje o Fundo de Investimento Imobiliário pode ser considerado uma boa opções de investimento do mercado, pois oferece benefícios fiscais diferenciados (isenção de Imposto de Renda para os valores recebidos mensalmente a título de rendimento), além de possibilitar a entrada de vários investidores, que sozinhos seriam incapazes de investir nestes produtos.

No caso do FII Panamby as cotas são comercializadas em lotes de 1.000, ou seja, se a cota hoje é comercializada por R\$100,00, o investimento mínimo será de R\$100.000,00. Isto acaba reduzindo o número de investidores qualificados e consequentemente à liquidez das cotas no mercado. Mas isso não foi por acaso, desde o começo este investimento foi voltado para as entidades de previdência privada do país, as primeiras a adquirir e mantém-se até hoje com 90% das cotas do FII.

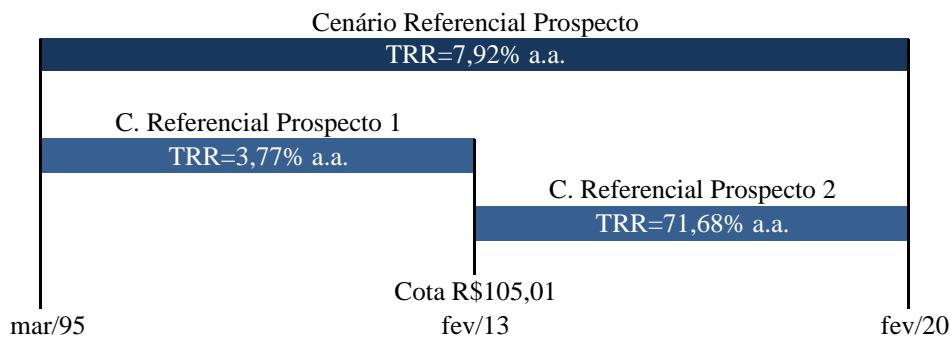
Este FII foi criado para desenvolver um bairro de alto padrão na cidade de São Paulo, ou seja, com características que atendessem esse público e que justificasse a sua opção por uma região um pouco mais afastada do centro da cidade. Para isso, de fato foi projetado e implantado algo diferencial, tanto no sentido de infraestrutura, paisagístico e urbanístico. Não se tem dúvida que esta, em certo modo, é uma região privilegiada e valorizada da cidade de São Paulo, fato este que permite neste aspecto reconhecer o “sucesso” do desenvolvimento do FII.

Já no aspecto econômico do FII Panamby, percebe-se após estas análises que este não foi e dificilmente será capaz de alcançar o patamar de rentabilidade projetado e divulgado no Prospecto datado de 1995 (Taxa de Retorno de 14% a.a.). Ou seja, mesmo com uma valorização no preço/m² de 18% acima do IGP-M, a rentabilidade (TRR) mantém-se no patamar de 8,43% a.a. efetiva acima do IGP-M.

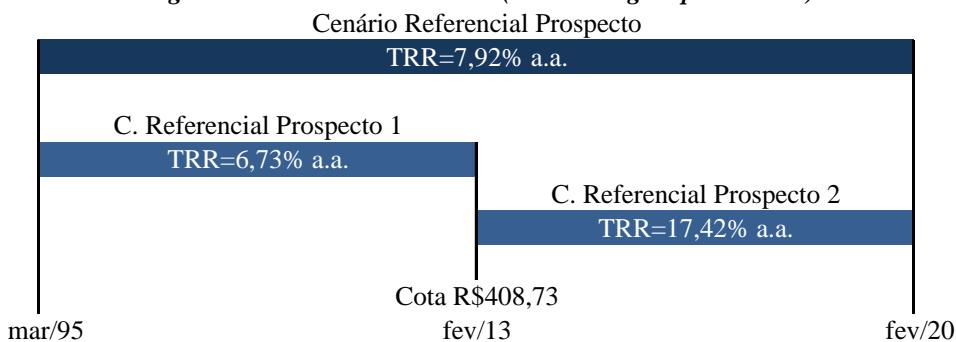
E a fim de avaliar a qualidade do investimento do FII sem o “impacto” das variações que ocorreu ao longo de todo esse período (1995-2013) no índice IGP-M, adotou-se o IPCA como o índice para correção, e de fato, a TRR do cotista subiu de 7,92% a.a. para 8,71% a.a..

No Cenário Mercado foi revisto o número de lançamentos que ocorreu por ano na região e o valor do m² comercializado, e observou-se que apesar de prorrogar alguns lançamentos para que não ultrapassem o número de duas torres lançadas por ano, o aumento do preço do m² para o segmento comercial de R\$9.000/m² (expectativa das incorporadoras repassadas ao Banco Brascan) para R\$11.500/m² (valor médio da região levando em consideração a proximidade com os empreendimentos do mesmo segmento) e a quantidade de torres comerciais ainda a serem lançadas, acabou elevando a TRR do cotista que no Cenário Prospecto era de 7,92% a.a. para 8,17% a.a. efetiva acima do IGP-M.

Além deste novo Cenário, foi feito outros dois buscando verificar a rentabilidade do cotista caso venda suas cotas pelo valor comercializado no mercado na data base da análise (Fevereiro de 2013), Cenário Prospecto 1, e qual a rentabilidade deste cotista que compra essas cotas e permanece até a extinção do FII, Cenário Prospecto 2. Primeiramente, é importante destacar que estas taxas de retorno serão alcançadas se os lançamentos ocorrerem da forma como estão sendo planejados no Cenário Prospecto. Mas de qualquer forma, o valor comercializado da cota (Fevereiro de 2013 - R\$105,01) está muito baixo do valor da cota patrimonial, em Dezembro de 2012 era de R\$410,56, e do valor da cota do início do FII (R\$88,50) corrigida até Fevereiro de 2013 por IPCA (R\$305,04) e por IGP-M (R\$408,73). Ou seja, se o cotista que comprou as cotas no início do FII permanece neste até o fim, terá uma TRR de 7,92% a.a., caso venda suas cotas pelo valor de mercado em Fevereiro de 2013 sua TRR cai para 3,77% a.a. e o novo investidor que acabou de comprar as suas cotas por um valor baixo terá até o fim do FII uma TRR de 71,68% a.a..

Figura 4: Ciclo de Investimento (Cota Valor de Mercado)

Mas se o valor da cota de Fevereiro de 2013 tivesse ao menos sendo comercializada pelo valor da cota corrigido por IGP-M (R\$408,73) a TRR do cotista que comprou as cotas no início do FII aumentaria de 3,77% a.a. para 6,73% a.a., e a TRR do cotista que estaria entrando agora no FII e ficará até o final deste, cai de 71,68% a.a. para 17,42% a.a..

Figura 5: Ciclo de Investimento (Cota Corrigida por IGP-M)

Este cenário deixa claro que a alta TRR do cotista que decide comprar a cota do FII em 2013, está diretamente relacionada com o baixo valor da cota. Após a correção desta, o investimento continua com uma TRR atrativa, mas teve uma redução significativa.

Desta forma, parece fácil para o investidor tomar a decisão de não vender as cotas, mas a questão é que o valor da cota continua caindo. No dia 1 de Julho de 2013 esta cota foi comercializada a R\$88,00, ou seja, abaixo do valor inicial do FII em 1995. E a grande questão é que se não for aprovado o desenvolvimento de nenhum dos empreendimentos propostos para a região a cota não terá mais valor no mercado, já que se perdeu a capacidade de produzir receita.

Segue assim os resultados do FII caso não seja mais aprovado projeto para aquela região e a cota não tenha mais liquidez de mercado:

Tabela 15: Indicadores da Qualidade dos Investimentos (C. Prospecto –Cota Sem Liquidez)

Indicador da Qualidade do Investimento	
IP 0	(309.981.143) R\$ de 0
Retorno	61.721.794 R\$ de 0
TRR	2,06% equivalente ano, efetiva acima IGP-M
PB Primário	169
PB a COP	176
PB a TAT	-

O objetivo deste artigo não foi de ter a postura do investidor e dizer qual atitude tomar, mas sim, de apresentar todos os possíveis cenários e análises para que o investidor que está no FII ou que queira investir neste, esteja ciente dos riscos e o retorno que este é possível de oferecer. Existe

uma tendência de quanto maior o risco de um investimento maior o retorno. De fato, isto acontece neste FII, porque se observa que o valor da cota continua caindo (falta de confiança do mercado quanto à capacidade do FII de distribuir recebíveis), mas caso consigam aprovar os projetos e lançá-los conforme projetado a TRR deste cotista com certeza será uma das maiores do mercado.

É importante ressaltar, que a região do Panamby é hoje uma região valorizada, que já foi incorporada pelo crescimento da cidade e que oferece uma infraestrutura diferenciada. Isto de certo modo, poderá pressionar os órgãos a aprovar estes futuros lançamentos, mas ressalvo, este é um dos maiores riscos do FII e que de fato está vivenciando está dificuldade a mais de ano.

6. REFERÊNCIAS

ROCHA LIMA JR., J. *Decidir sobre Investimentos no Setor da Construção Civil*. Boletim Técnico/PCC/200. EPUSP, São Paulo, 1998. Disponível em: <<http://www.realestate.br/homesite/site.asp?pag=23&nivel=1>>. Acesso em: 7 jul. 2012.

Documentos Relacionados ao FII Panamby:

Bolsa de Valores de São Paulo – *Prospecto do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby*. São Paulo, 72p. 1995. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/download/FII-Panamby-Prospecto.pdf>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby*. São Paulo, 28p. 2009. Disponível em: <http://www.bancobrascan.com.br/fundos_detalhes.aspx?codigo=11> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – *Demonstrativo Financeiro do FII Panamby* – Dezembro de 2011. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – *Demonstrativo Financeiro do FII Panamby* – Dezembro de 2012. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Banco Brascan – *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby*. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<http://www.bancobrascan.com.br>> Acesso: 7 jul. 2012.

Sites

Banco Central do Brasil – *Relatório de Inflação (Junho de 2013)*. Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso: 2 jul.2013.

Fundo de Investimento Imobiliário – *Gráfico: Evolução dos Índices desde 2011 (jan/11=100)*. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/institucional.htm>>. Acesso: 2 jul.2013.

Secovi-SP – *Balanço do Mercado Imobiliário (1º Trimestre/2013)*. São Paulo. Disponível em: <<http://www.secovi.com.br/pesquisas-e-indices/balanco-do-mercado-imobiliario>>. Acesso: 2 jul.2013.