

15ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
23 a 25 de Setembro de 2015



Venda de participação societária em projetos imobiliários: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital

Naiara Moraes Gatto¹, Paola Torneri Porto²

¹ Poli Integra – MBA Real Estate Economia Setorial e Mercados, naiaramgatto@gmail.com

² Profa. Dra. do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP, paolatrn@usp.br

RESUMO

No Brasil, o ano de 2014 foi marcado por um baixo ritmo de crescimento econômico, apresentando um pequeno aumento do PIB de cerca de 0,1%¹; um ambiente inflacionário elevado, com o IPCA alcançado o valor acumulado de 6,41%²; e um ascendente patamar de juros, levando a SELIC ao fim do ano a 11,65%³. O mercado imobiliário, como resultado de um cenário macroeconômico fraco, também apresentou sinais de desaquecimento, com a desaceleração dos preços dos ativos imobiliários, diminuição dos lançamentos, aumento dos estoques e potencial período de exaustão da fonte de financiamento pelo SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). A perspectiva para 2015, não se mostrando melhor que o cenário observado em 2014, tem levado a maioria das incorporadoras a duas situações principais: (1) maior necessidade de fontes alternativas de *funding* para cumprimento de suas obrigações e (2) crescente interesse em mitigar o risco percebido de seus portfólios através da diversificação de seus investimentos. Dado este cenário, o objetivo deste trabalho é referenciar, a partir de um estudo de caso, como a venda de participação societária pode representar uma complementação da fonte de recursos para as incorporadoras e sustentar seu crescimento. Esta prática se mostra de muita relevância, pois no momento que aumenta a disposição do originador em mudar sua posição de investimento, há um momento propício para que os investidores aloquem seus recursos. Concluiu-se, a partir do estudo de caso, que se trata de uma opção atrativa para o originador, uma vez que há diminuição relevante na necessidade de recursos próprios a curto prazo, embora tenha como certo a partilha de resultado futuro do empreendimento. Assim, esta entrada de recursos adicionais pode servir como *funding* para uma possível necessidade de caixa do próprio projeto como até mesmo para o investimento em projetos adicionais.

Palavras-chave: Venda de participação societária, *Equity* de parceiros, Diversificação de investimentos, fonte de recursos no real estate.

¹ IBGE, 2014

² IBGE, 2015

³ BCB, 2014

15ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
23 a 25 de Setembro de 2015



Share Sales of real estate companies: using partners resources as an additional source of capital

ABSTRACT

In Brazil, 2014 was marked by a low economic growth, with only 0.1% GDP increase; a high inflationary environment, with an inflation rate of 6.41%; and a rising level of interest rates, taking the Brazilian prime rate to end the year at 11.65%. The real estate market, as a result of a weak macroeconomic environment, also showed signs of slowdown, with the fall in real estate assets prices, releases decrease, inventories increase and a potential period of exhaustion of the source of funding by the Brazilian Savings System and Loan. The outlook for 2015 is not better than the scenario witnessed in 2014; when the majority of developers were led to two main circumstances: (1) greater need for alternative sources of funding to meet its obligations and (2) increasing interest in mitigating the perceived risk of their portfolios by diversifying investments. Given this scenario, the purpose of this paper is to demonstrate how a share sale of a real estate project can be a source of funds for developers and sustain its growth. The great relevance in this comes from the increase will of originator to change its investment position, what turns to be a good time for investors to allocate their resources. It was concluded, from the study case, that the share sale is a smart option for the originator, since it decreases the need for own resources in the short term, although it leads to sharing the project future results. Therefore, this cash inflow can be a source of funding to the project itself, as also can be a source of funding for additional projects.

Key-words: Share sales, equity funds, investment diversification, real estate funding.

1. INTRODUÇÃO

Dado um cenário macroeconômico com baixo ritmo de crescimento econômico e um consequente mercado imobiliário marcado pela diminuição dos preços dos ativos, diminuição das vendas, aumento dos estoques, diminuição de lançamentos, entre outros, os incorporadores começam a procurar mais intensamente por métodos alternativos de captação de recursos para seus empreendimentos e para a empresa. Isso ocorre principalmente porque o financiamento à produção tem se tornado cada vez mais caro e escasso, além disso as vendas não são suficientes para cobrir a exposição de caixa dos projetos.

Um dos métodos alternativos de captação de recursos que tem se destacado no mercado imobiliário desde 2014 é a venda de participação societária. Trata-se de uma estratégia de diminuição de exposição de caixa e possibilidade de diversificação da posição de investimentos por parte do originador.

Este método de *fundraising* se mostra de muita relevância em momentos de desaquecimento do mercado imobiliário, pois dependendo do nível de necessidade de caixa, da escassez de financiamento bancário e necessidade de diversificação da carteira de investimentos do originador, sua disposição em compartilhar uma fatia maior dos retornos para um possível investidor também aumenta. Sendo assim, também se torna um momento propício para os investidores capitalizados alocarem seus recursos.

O objetivo deste artigo é avaliar, sob a ótica da empresa originadora, o impacto da venda de participação societária em um empreendimento imobiliário.

2. METODOLOGIA

Primeiramente, foram analisadas as fontes de recursos disponíveis no mercado imobiliário. Procurou-se separá-las segundo duas principais classificações: os investimentos diretos, ou *equity*, que englobam principalmente uma discussão sobre capital próprio, Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e parcerias com pessoas físicas ou jurídicas; e os financiamentos, ou dívida, que seriam o financiamento bancário, a securitização de recebíveis imobiliários e as debêntures.

Assim, após tais análises o foco se deu nas parcerias com pessoas físicas e jurídicas, tratando da venda de participação societária por parte do originador de um empreendimento imobiliário. Foram apresentadas de forma geral as possíveis estruturas societárias que se tem visto no mercado, ressaltando-se as consequências para o originador ao captar recursos por meio da venda de participação societária.

Por fim, como forma de referenciar na prática como uma venda de participação societária pode sustentar o crescimento de uma empresa de *real estate*, em um cenário em que as expectativas de retorno econômico e financeiro começam a diminuir, foi elaborado um empreendimento protótipo a partir de premissas de um projeto prospectado na cidade de São Paulo. A partir do desenvolvimento deste estudo de caso, utilizou-se a análise da qualidade do investimento como uma ferramenta para embasar a tomada de decisão de venda de participação por parte do originador.

A partir de tais análises foi possível observar como se comportariam os possíveis resultados do originador neste projeto, a partir da captação de recursos pela venda de participação.

3. FONTES DE RECURSOS DISPONÍVEIS NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

O formato do *funding* para os investimentos em *real estate* é um dos fatores mais determinantes para a qualidade do investimento, sobretudo quando se diz respeito ao investimento no segmento habitacional. Segundo Rocha Lima Jr., Alencar e Monetti (2011), isso ocorre principalmente pela limitação da capacidade do comprador em pagar o preço total do produto durante a produção do mesmo. Esta situação é verificada na maior parte dos segmentos de demanda habitacional, em que o comprador paga, em média, de 20 a 40% do preço total do ativo até a entrega e, como consequência, as empresas tem a necessidade de serem altamente capitalizadas em prol de manterem um portfólio eficiente de empreendimentos.

Seguem abaixo alguns exemplos de investimentos diretos (*equity*) e financiamento (dívida) para o setor de *real estate*.

3.1. Investimentos Diretos

Capital Próprio

O capital próprio ou *equity* próprio se trata do capital ou ativo integralizado pelo próprio originador como fonte de recurso para desenvolvimento do empreendimento imobiliário.

Fundos de Investimentos Imobiliários (FII)

Os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) são veículos de investimento em ativos imobiliários – sejam eles edifícios corporativos, residenciais, hotéis, universidades, etc – que podem ser constituídos na fase de desenvolvimento e construção ou na fase de operação de um empreendimento, ou até mesmo serem da natureza de títulos lastreados em ativos imobiliários. Estes fundos são regidos pela Lei nº 8.669 de 30 de junho de 1993 e regulamentados pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro 2008.

O FII pode ser utilizado por parte do originador como forma de captação de recursos, pois é possível que se estruture um FII que tenha como objetivo a compra de determinado ativo imobiliário para posterior locação ou especulação imobiliária.

Em momentos de desaceleração do mercado imobiliário, aumento da taxa de juros e aumento da inflação, cenário verificado em 2014 e esperado para 2015, em geral, se torna mais difícil a inserção de um produto financeiro deste tipo no mercado, tendo em vista a comparação da taxa de atratividade deste investimento com as taxas de juros vigentes. Além disso, o cenário de incerteza prejudica os indicadores da qualidade deste investimento.

Fundos de Investimento em Participações

Segundo a Instrução nº 391 de 16 de julho de 2003 da CVM:

O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Este tipo de investimento possui como características gerais, prazos longos, liquidez mais baixa e menor disponibilidade de informação pública e, portanto, é restrito para investidores qualificados (UQBAR, 2015).

Os FIPs podem operar como parceiros do originador dentro dos projetos e as regras que regeriam esta parceria não possuem muitas restrições, exceto aquelas que se sobrepuserem a regras

do próprio FIP ou da constituição da empresa. Vale ressaltar, que os FIPs não são exclusivamente objetos de investimento em *real estate*.

Segundo a Uqbar (2015), os FIPs já representam um montante expressivo de recursos investidos no setor imobiliário, chegando a um Patrimônio Líquido (PL) de R\$ 19,4 bilhões em 2014, o que o configura como uma substancial fonte de financiamento imobiliário no Brasil.

Parcerias com Pessoas Físicas ou Jurídicas

As parcerias de investimento são também alternativas de captação de recursos. Para Rocha Lima Jr. (2004), as parcerias de investimento podem ser estruturadas de diversas maneiras no que diz respeito a suas obrigações e riscos e por se tratar de um formato de estruturação completamente aberta, não há como listar suas hipóteses de variações possíveis.

Entretanto, vale exemplificar que as parcerias podem ocorrer no âmbito da Sociedade de Propósito Específico (SPE), em uma Sociedade em Conta de Participação (SCP) ou até mesmo em um Fundo de Investimento Imobiliário (FII). A forma de governança, administração e remuneração pode ser estruturada de diversas formas de acordo com o risco que o investidor deseja correr e considerando-se o quanto o originador aceita dividir de retorno.

3.2. Financiamentos

Financiamento Bancário

O financiamento bancário é uma das formas mais comuns de se realizar a captação de recursos para financiamento à produção de empreendimentos imobiliários. O agente financeiro fornece recursos para o custeio da produção conforme um contrato pré-estabelecido, que geralmente define metas de andamento de obra e vendas para início da liberação. A quitação deste tipo de financiamento ocorre após o fim da produção, pois é o momento que ocorre o encaixe das parcelas mais expressivas do preço das unidades (parcela de chaves e repasse bancário).

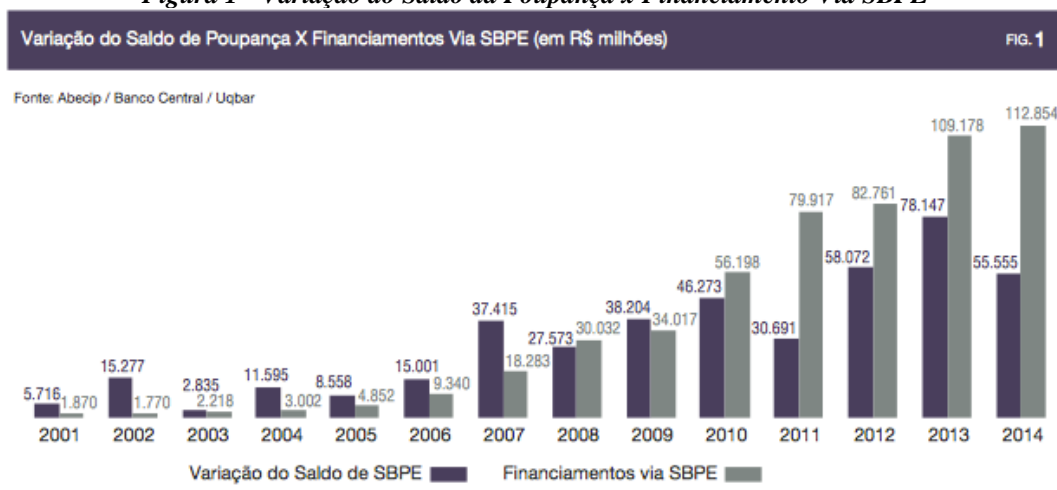
Na maioria das vezes ainda é necessário outro tipo de *fundraising* juntamente ao financiamento bancário, pois usualmente não são liberados os recursos totais necessários para a produção.

No Brasil, os recursos para financiamento do setor imobiliário são realizados por meio do Sistema Financeiro Habitacional (SFH). O SFH é “O sistema financeiro da habitação, destinado a facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria, especialmente pelas classes de menor renda da população” Lei 4.380/64, Capítulo 3, Artigo 8º.

Os recursos utilizados para financiamento são, em geral, provenientes do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e da Caderneta de Poupança. Entretanto, segundo Uqbar (2015), a principal fonte de financiamento no mercado brasileiro, a caderneta de poupança, está passando em 2015 por um potencial período de exaustão. Este período de exaustão seria causado principalmente pelo fato de a rentabilidade da poupança ter como teto a Taxa Referencial (TR) acrescida de 6% ao ano, em contraposição a um cenário atual de taxas crescentes de juro real, que faz com que haja diminuição da captação de recursos via caderneta de poupança devido à sua menor atratividade.

Conforme a Figura 1, verifica-se uma tendência de descasamento entre o saldo de captação da poupança versus o saldo de financiamento via recursos da poupança. Em 2014, verificou-se um *gap* de mais de R\$ 60 bilhões de reais e para 2015 já se espera que esta tendência de descasamento continue a aumentar.

Figura 1 - Variação do Saldo da Poupança x Financiamento Via SBPE



Securitização de Recebíveis Imobiliários

Segundo a Lei no. 9.514/97 Seção V Artigo 8º “A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora (...)”. Ou seja, A securitização de recebíveis imobiliários é um processo no qual é possível se descontar créditos provenientes de operações de venda, compra, locação, arrendamento, entre outros, de ativos imobiliários por meio da emissão de um título que pode ser negociado no mercado financeiro e de capitais. Alguns dos principais títulos provenientes deste tipo de securitização são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).

É possível, por exemplo, securitizar os recebíveis da venda de unidades de um imóvel, o fluxo de aluguéis ou até mesmo uma promessa de recompra de Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC), com a finalidade de se adiantar o fluxo de caixa esperado destes contratos sob uma taxa de desconto. Portanto, pode se tratar de uma solução de curto prazo para empresas/empreendimentos que estejam com uma posição difícil de caixa. Porém, é válido ressaltar que a depender do momento de mercado a empresa pode acabar realizando uma operação com taxas pouco atrativas, que se feita em excesso pode prejudicar a saúde financeira da empresa a longo prazo.

Debêntures

A debênture é um modo pelo qual as empresas privadas tomam empréstimos do público em geral emitindo títulos de dívida (BODIE; KANE e MARCUS, 2010). É uma forma de se obter recursos de longo prazo para compor o *funding* da empresa que aumenta diretamente seu passivo e seu índice de alavancagem, ou seja, não se trata de um meio de *funding* no nível do projeto. É válido ressaltar que não se trata de um produto exclusivo de empresas do setor imobiliário.

Este produto financeiro é pertencente aos títulos de renda fixa, pois dá direito ao detentor a um fluxo de renda pré-determinado.

De acordo com Uqbar (2015), o ano de 2014, ano marcado por baixo crescimento econômico e tendência de elevação da taxa básica de juros, não foi um período propício para a emissão de títulos desta categoria.

4. VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

A partir do momento em que as formas frequentemente utilizadas de captação de recursos para compor o funding do empreendimento e da empresa – como o financiamento à produção, por exemplo – se tornam mais difíceis de serem obtidas, uma das alternativas que se mostra de grande importância no mercado para o originador é a parceria societária. Trata-se, genericamente, de parcerias com pessoas físicas ou jurídicas por meio de SPEs, SPCs ou FIIs para desenvolvimento de um empreendimento imobiliário.

O que ocorre, portanto, é que uma sociedade (denominada investidora) aplica recursos para aquisição de ações ou cotas do capital de uma outra sociedade (denominada investida, neste trabalho denominada originadora), podendo ter caráter temporário ou permanente (NEVES e VISCONTI, 2001), com a expectativa de colher benefícios futuros.

4.1. Estruturas Jurídicas

Para cada relação entre originador e investidor existe uma forma de se estruturar a parceria societária que mais se adequa às necessidades de ambos. Em geral, é possível dizer que a parceria societária é amplamente atendida pela estruturação por Sociedade de Propósito Específico (SPE) e pela Sociedade de Conta de Participação (SCP). Entretanto, não se excluem demais tipos de estruturação.

A SPE é uma forma de organização de sociedades que possuam suas atividades restritas a uma finalidade. Sua natureza pode ser de ordem limitada, anônima, por ações, entre outras. Amplamente utilizada na construção civil, as SPEs têm sido utilizadas principalmente para que possam ser segregados os riscos de empreendimentos distintos de uma mesma personalidade jurídica. Na hipótese da utilização da estrutura da SPE para uma parceria societária, os sócios aportam os recursos necessários para desenvolvimento do empreendimento, retiram os retornos disponíveis e assumem os riscos do empreendimento conjuntamente, sejam eles jurídicos, contábeis ou financeiros.

Já as SCPs, segundo a Lei no 10.406 de 10 de janeiro de 2002, Art. 991, é uma forma de organização de sociedade em que o sócio ostensivo é o único responsável pela atividade empresarial, assumindo todos os riscos e relações existentes no negócio. No que diz ao sócio participante, suas obrigações se limitam àquelas determinadas no contrato social. Neste tipo de estrutura, fica claro que os riscos de um investidor em uma parceria societária ficam restritos às obrigações firmadas em contrato. Diferentemente da parceria diretamente na SPE em que o investidor é responsável por todas as atividades da sociedade. O principal objetivo e benefício para o investidor neste tipo de organização de parceria é deixá-lo oculto e protegido, sendo que, a limitação de seu risco se estende ao valor integral investido.

4.2. Visão do Originador

Por definição, entende-se que o originador não desenvolve um empreendimento imaginando que obterá prejuízo. Partindo deste princípio, alguns podem ser os motivos pelos quais pode decidir vender participação de determinados empreendimentos, entre eles: a impossibilidade de obter a totalidade dos recursos necessários para desenvolver o empreendimento e a necessidade de diversificação da carteira sem necessidade de aumentar os recursos investidos.

Sendo assim, o motivo, a urgência e o momento que origina a necessidade de venda do originador pode determinar o quanto ele está disposto a partilhar de seu retorno. Seria possível dizer, portanto, que assumindo uma posição de diminuição de seus riscos, o originador deve abrir mão de parte de seu retorno. Em contraponto, o quão maior o risco que o investidor assumir, mais retorno se obterá.

No caso de uma venda de participação originada de uma impossibilidade de aporte de recursos pelo originador, a probabilidade de vender parte de sua participação tende a ocorrer por um valor menor do que uma venda motivada por interesse em diversificar seus investimentos.

Pois, no primeiro caso há o risco de atrasar a obra, não conseguir pagar seus fornecedores, etc., o que pode gerar problemas jurídicos, financeiros e de imagem, já no segundo trata-se de uma mudança estratégica de investimento, que teoricamente não é urgentemente mandatório para continuidade do negócio.

Na hipótese da venda de participação, independente do motivo, o originador está sujeito a algumas vantagens e desvantagens, conforme listadas abaixo:

Vantagens:

- Possibilidade de utilização de capital próprio que seria utilizado no empreendimento para aporte em outros negócios;
- Obtenção de capital adicional referente à venda de participação;
- Possibilidade de melhorar o resultado do ano, no caso do reconhecimento de um prêmio na venda;
- Perda reduzida no caso de insucesso do empreendimento.

Desvantagens:

- Retorno reduzido, no caso de sucesso do empreendimento, devido à partilha com um sócio;
- Possibilidade de piora no resultado do ano, no caso do reconhecimento de um deságio na venda;
- Perda de autonomia na tomada de decisões, a depender da estrutura societária adotada;
- Possíveis divergências na determinação de valor.

Ainda, é necessário ressaltar que a amplitude das vantagens e desvantagens varia de acordo com o tipo de estrutura que for elaborada e podem ser específicas de cada contrato firmado entre o originador e o parceiro, sendo os pontos citados acima apenas a generalização delas.

5. MODELO E RESULTADOS

Como forma de referenciar como a venda de participação societária por parte do originador pode ser uma estratégia de adiantamento da geração de caixa e resultado, o estudo de caso será baseado na análise de um empreendimento protótipo e a venda de uma parcela da participação do originador neste projeto para um investidor. O objetivo é constatar que a venda de participação pode ser uma forma de captação de recursos plausível, uma vez que também pode ser uma operação vantajosa para o investidor, e deste modo uma aliada na perspectiva de crescimento e diversificação do portfólio de investimentos do originador

Para tanto, o estudo de caso será dividido em duas partes principais: a análise da qualidade do projeto e a análise da venda de participação.

Para o projeto, as principais premissas a serem utilizadas são: (i) trata-se de um empreendimento residencial, (ii) com o terreno comprado sem permuta física, (iii) em uma região de alta renda na cidade de São Paulo e (iv) contará com financiamento à produção.

Para a venda de participação, as premissas a serem utilizadas são: (i) o originador obterá um prêmio pela venda de participação; (ii) a venda de participação ocorrerá em data próxima ao lançamento; (iii) o projeto executivo estará próximo de ser aprovado; e (iv) as remunerações poderão ser proporcionais ou preferenciais até atingir determinado limite.

A venda de participação será feita em uma empresa considerada saudável, que possui os recursos necessários para entregar o empreendimento sem atrasos, porém como premissa de investimento opta por vender parcela de sua participação do projeto. Além disso, o fato de vender um projeto já em fase de implantação – e não na fase de compra do terreno, por exemplo – provem da ideia de que seja possível adquirir uma remuneração adicional pelos riscos corridos

anteriormente e de uma maior facilidade em encontrar um investidor, já que parte dos riscos de terreno, projeto e aprovações já foram parcialmente mitigados.

5.1. Premissas Gerais do Empreendimento

Seguem abaixo as premissas gerais utilizadas para a análise da qualidade do empreendimento modelo. Vale ressaltar que os valores estão em R\$ mil da moeda da base (base janeiro 2015) e o índice geral do mercado utilizado será o IGP-M.

Tabela 1 - Produto

| Produto | Unidades | Área Privativa [m ²] | AP Total [m ²] | R\$/m ² Médio | VGTV Total [R\$ mil] |
|-----------------------|------------|-------------------------------------|-------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Tipo 50m ² | 120 | 52 | 6.240 | 12.500 | 78.000 |
| Tipo 70m ² | 76 | 72 | 5.470 | 12.500 | 68.400 |
| Total | 196 | 60 | 11.712 | 12.500 | 146.400 |

Tabela 2 - Cronograma

| Cronograma | no. meses | data |
|-------------------|-----------|--------|
| Compra do Terreno | | jan 15 |
| Lançamento | 12 | jan 16 |
| Início Obra | 6 | jul 16 |
| Término Obra | 23 | jun 18 |
| Habite-se | 1 | jul 18 |

Tabela 3 - Dados Gerais do Terreno

| Dados Gerais Terreno | % | Valor [R\$ mil] |
|----------------------|--------|--------------------|
| Área Terreno | | 2.417 |
| R\$/m ² | | 11.250 |
| Valor Terreno | | 27.191 |
| Permuta | 0,0% | - |
| Pagamento em R\$ | 100,0% | 27.191 |

Tabela 4 - Gastos Gerais com Terreno

| Gastos com Terreno | Reajuste | Valor [R\$ mil] | Parcelas | Início | Fim |
|-------------------------|----------|--------------------|----------|--------|--------|
| Pagamento Terreno | INCC | 27.191 | 6 | jan 15 | jun 15 |
| Corretagem Terreno | INCC | 1.088 | 6 | jan 15 | jun 15 |
| ITBI | INCC | 816 | 1 | jan 15 | jan 15 |
| Honorários Advocatícios | INCC | 200 | 2 | jan 15 | fev 15 |
| Outorga Onerosa/CEPAC | INCC | 4.109 | 1 | jan 15 | jan 15 |
| IPTU | INCC | 350 | 54 | jan 15 | jun 19 |
| Vigilância | INCC | 50 | 18 | jan 15 | jun 16 |
| Descontaminação | INCC | 100 | 9 | fev 15 | out 15 |
| Demolição | INCC | 200 | 6 | mai 15 | out 15 |

Tabela 5 - Gastos com Incorporação

| Incorporação | Reajuste | Valor [R\$ mil] | Parcelas | Início | Fim |
|-------------------------------|----------|--------------------|----------|--------|--------|
| Pesquisa de Mercado | INCC | 180 | 4 | fev 15 | mai 15 |
| Levantamento Planialtimétrico | INCC | 60 | 2 | fev 15 | mar 15 |
| Projeto Arquitetura | INCC | 350 | 6 | fev 15 | jul 15 |
| Projeto Paisagismo | INCC | 150 | 6 | mar 15 | ago 15 |
| Projeto Arquitetura Interno | INCC | 70 | 6 | abr 15 | set 15 |
| Mobiliário | INCC | 350 | 6 | abr 18 | set 18 |
| Projetos Complementares | INCC | 100 | 6 | abr 15 | set 15 |

Tabela 6 - Gastos com Construção

| Construção | Reajuste | Valor [R\$ mil] | Parcelas | Início | Fim |
|---------------------|----------|--------------------|------------|--------|--------|
| Área Construída | | 18.348 | | | |
| R\$/m ² | | 2.300 | | | |
| Pré-Produção | INCC | 4.220 | 6 | jan 16 | jun 16 |
| Edificações | INCC | 37.980 | Curva Obra | jul 16 | jun 18 |
| Pós Obra e Garantia | INCC | 1,5% | 6 | jul 18 | dez 18 |

Tabela 7 - Curva de Obra

| Curva de Obra | % | [mês] | % |
|---------------|-------|--------|-------|
| jul/16 | 3,00% | jul/17 | 6,30% |
| ago/16 | 3,00% | ago/17 | 6,30% |
| set/16 | 3,00% | set/17 | 5,00% |
| out/16 | 3,00% | out/17 | 5,00% |
| nov/16 | 3,80% | nov/17 | 5,00% |
| dez/16 | 3,80% | dez/17 | 5,00% |
| jan/17 | 3,80% | jan/18 | 5,00% |
| fev/17 | 3,80% | fev/18 | 5,00% |
| mar/17 | 3,80% | mar/18 | 2,50% |
| abr/17 | 3,80% | abr/18 | 2,50% |
| mai/17 | 6,30% | mai/18 | 2,50% |
| jun/17 | 6,30% | jun/18 | 2,50% |

Tabela 8 - Contas da Administração

| Contas Administração | Valor | |
|------------------------|-------|---------------|
| Gerenciamento de Obra | 6,0% | Sobre Obra |
| Margem de Contribuição | 4,0% | Sobre Receita |

Tabela 9 - Velocidade de Vendas

| Velocidade de Vendas | % | Parcelas | Início | Fim |
|----------------------|-------|----------|--------|--------|
| Lançamento | 50,0% | 6 | jan 16 | jun 16 |
| Sustentação | 40,0% | 24 | jul 16 | jun 18 |
| Estoque | 10,0% | 12 | jul 18 | jun 19 |

Tabela 10 - Tabela de Vendas

| Tabela de Vendas | % | Parcelas | Início | Fim |
|-------------------------|---------------|-----------------|---------------|------------|
| INCC | Durante Obra | | | |
| Entrada | 6,0% | 4 | 0 | 3 |
| Mensais | 19,0% | 26 | 4 | 29 |
| Chaves | 5,0% | 1 | 30 | 30 |
| Repasse | 70,0% | 8 | 31 | 38 |
| | Pós Habite-se | | | |
| Parcela Única | 100,0% | 1 | 30 | |

Tabela 11 - Despesas com Vendas

| Despesas com Vendas | Reajuste | Valor [R\$ mil] | Parcelas | Início | Fim |
|----------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|---------------|------------|
| Construção Stand | INCC | 1.318 | 4 | out 15 | dez 15 |
| Operação Stand | INCC | 146 | 30 | jan 16 | jun 18 |
| Publicidade e Marketing | INCC | 4.392 | 42 | jan 16 | jun 19 |
| Corretagem de Vendas | INCC | 4,2% | | | |

Tabela 12 - Impostos

| Impostos | % |
|-------------------|--------------|
| RET 4 | 4,00% |
| <i>PIS/COFINS</i> | <i>2,08%</i> |
| <i>IR/CSLL</i> | <i>1,92%</i> |

Tabela 13 – Índices

| Índices | a.m. | a.a. |
|----------------|-------------|-------------|
| IGP-M | 0,5% | 6,0% |
| INCC | 0,5% | 6,5% |
| CDI | 1,0% | 12,5% |
| TR | 0,1% | 1,5% |

Tabela 14 - Taxas Referenciais

| Taxas Referenciais | a.m. | a.a. |
|---------------------------|-------------|-------------|
| COP | 0,8% | 10,0% |
| TAT | 1,5% | 20,0% |

Tabela 15 - Financiamento à Produção

| Financiamento à Produção | | |
|---------------------------------|------------------|----|
| % Obra Financiada | 90,0% | |
| Trigger de Venda (% Vendas) | 40,0% | |
| Trigger de Obra (% Obra) | 5,0% | |
| Reembolso | Sim | |
| Taxa de Juros | 10,2% | TR |
| Pagamento Juros + CM Mensal | Sim | |
| Pagamento Principal | Conforme Repasse | |
| Carência (q) | 0 | |

A partir da elaboração do fluxo de caixa, utilizando as premissas estabelecidas anteriormente, foi possível chegar ao seguinte balanço do empreendimento.

Tabela 16 - Demonstrativo do Resultado do Projeto

| Demonstrativo do Resultado do Projeto | com financiamento |
|--|--------------------------|
| Receita de Vendas | 148.876 |
| PIS/COFINS | (3.097) |
| Receita Líquida | 145.779 |
| Custos Operacionais | (81.550) |
| Terreno | (34.136) |
| Incorporação | (1.267) |
| Construção | (46.147) |
| Resultado Bruto | 64.229 |
| Margem Bruta | 44,1% |
| Despesas Operacionais | (20.135) |
| Despesas com Vendas | (11.874) |
| Despesas Administrativas | (8.261) |
| EBITDA | 44.095 |
| Margem EBITDA | 30,2% |
| Custos do Financiamento | (1.917) |
| IR/CSLL | (2.858) |
| Resultado Líquido | 39.320 |
| Margem Líquida | 27,0% |

Tabela 17 - Estrutura de Funding do Empreendimento

| Funding | com financiamento [R\$ mil] | |
|-----------------|------------------------------------|--------|
| Recursos Totais | 109.557 | 100,0% |
| Equity Próprio | 38.449 | 35,1% |
| Dívida | 26.318 | 24,0% |
| Receita Vendas | 44.790 | 40,9% |

Finalmente, após considerar todas as premissas e análises a respeito do fluxo do empreendimento e resultado futuro que se esperar ter, é importante analisar os indicadores que irão fundamentar a decisão de investimento.

Tabela 18 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento

| Indicadores da Qualidade do Empreendimento | |
|--|--------|
| Investimento [R\$ mil] | 38.449 |
| IP (Investimento Pronto) [R\$ mil] | 37.493 |
| TIR (Taxa Interna de Retorno) [% eq. anual efetiva acima do IGP-M] | 22,1% |
| TRR (Taxa Restrita de Retorno) [% eq. anual efetiva acima do IGP-M] | 21,2% |
| <i>Payback</i> Primário [meses] | 47 |
| <i>Payback</i> Alavancado [meses] | 49 |

Ainda, levando em conta que ao se investir em um empreendimento se está imobilizando seus recursos, ou seja, perdendo liquidez, quanto mais rápido, maior for o retorno e menor o aporte, melhor será a situação de liquidez de quem investe. Sendo assim, a qualidade do investimento no empreendimento depende em grande parte da Taxa de Retorno, *payback*, entre outros.

Portanto, conforme é possível verificar com a Tabela 18, trata-se de um investimento consideravelmente atrativo (levando em consideração uma taxa de atratividade de 20%). Além disso, trata-se de um investimento com longo prazo para acontecimento do *payback*, sendo necessário aproximadamente 4 anos para que ocorra o retorno dos recursos investidos.

5.2. Venda de Participação Societária

Inicialmente a originadora é detentora de 100% das ações da SPE, ou seja, todo o capital aportado e dividendos distribuídos são de sua obrigação e direito. No momento da venda de participação a Investidora paga à originadora o valor negociado pela SPE, isto inclui o Valor Patrimonial da SPE equivalente à participação acrescido de um ágio. A partir deste momento a investidora é responsável pelos aportes e detentora do direito dos dividendos de acordo com as regras estabelecidas no acordo de acionistas juntamente com a originadora.

Esta parceria contará com a venda de participação de 50% do empreendimento para o investidor em novembro de 2015 por R\$ 21 mil da base. Sendo assim, o investidor ficará responsável por 50% dos aportes desta data (inclusive) em adiante. Vale ressaltar, que a partir das premissas acima, o valor patrimonial de 50% das cotas da SPE corresponde a R\$ 18.254 mil da base, o que indica o pagamento de um ágio pelo investidor de R\$ 2.746 mil da base.

A respeito da distribuição de resultados, serão estudadas duas formas de distribuição. Na primeira, considerada “Proporcional”, os retornos ocorrerão proporcionalmente à participação do originador e investidor conforme fluxo de caixa. Já na segunda forma, chamada de “Preferencial” o investidor receberá todos os retornos do projeto até atingir uma TIR equivalente arbitrada como 200% de CDI e a partir deste momento todos os retornos ocorrerão para o originador. Arbitrando-se para o modelo protótipo o valor do CDI em 12,5%, 200% de CDI descontando-se impostos corresponde a uma taxa de 21,3% equivalente anual.

5.3. Resultados Esperados

Considerando as premissas descritas nos itens acima, entende-se que em um cenário referencial – isto é, um cenário que não considere premissas estressadas e considere a contratação do financiamento à produção –, os resultados esperados para o originador seriam conforme a tabela abaixo.

Tabela 19- Indicadores da Qualidade do Originador

| Indicadores da Qualidade do Originador⁴ | Sem Sócio | Proporcional | | Preferencial | |
|---|------------------|---------------------|--------|---------------------|--------|
| Investimento [R\$ mil] | 38.449 | 35.177 | -8,5% | 35.177 | -8,5% |
| Retorno [R\$ mil] | 77.769 | 58.248 | -25,1% | 59.121 | -24,0% |
| Resultado [R\$ mil] | 39.320 | 23.071 | -41,3% | 23.944 | -39,1% |
| TIR efetiva eq. acima IGP-M | 22,1% | 23,3% | 5,7% | 22,5% | 1,9% |
| Payback Primário [meses] | 47 | 46 | -1 | 49 | 2 |

Fica evidente que ao se analisar a TIR do projeto para a situação “Proporcional” e “Preferencial”, percebe-se acréscimo na TIR para o Originador. Este aumento pode ser explicado no caso Proporcional pelo pagamento do ágio na operação. Entretanto, vale observar a variação do investimento versus retorno. É possível verificar uma queda de cerca de 8,5% em ambos os cenários de distribuição de dividendos na necessidade de investimento, entretanto a queda no seu retorno supera 25% no cenário proporcional e 24% no cenário preferencial. Além disso, no cenário preferencial percebe-se um aumento de 2 meses no *payback* primário.

Tabela 20 - Geração Líquida de Caixa - Visão Originador

| Geração Líquida de Caixa | 2015 [R\$ mil] | 2016 [R\$ mil] | 2017 [R\$ mil] | 2018 [R\$ mil] | 2019 [R\$ mil] |
|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Sem sócio | (36.077) | (1.705) | 439 | 48.896 | 27.768 |
| Proporcional | (15.813) | 333 | 219 | 24.448 | 13.884 |
| Preferencial | (15.813) | - | - | 11.989 | 27.768 |

Embora não seja possível verificar aumentos muito relevantes nos indicadores da qualidade do investimento, nem nos retornos esperados, em termos de geração de caixa anual é possível perceber uma grande redução de necessidade de caixa. Em ambos cenários com venda de participação é possível perceber melhorias na geração líquida de caixa anual dos anos de 2015 a 2017. Sendo, uma melhora de R\$ 20.264 mil da base no ano de 2015. Além disso, no cenário proporcional já é possível obter retornos a partir de 2016 e no cenário preferencial não é necessário mais aporte de recursos próprios. Por outro lado, também ocorre diminuição dos retornos esperados nos anos subsequentes, pois com um sócio há a partilha de resultado.

Ainda, em prol de se entender os principais impactos na qualidade do investimento na visão do originador, foram testadas variações discretas no preço de entrada do investidor. Para tanto, testou-se desde um aumento de 14,3% a uma diminuição de 14,3% no preço de entrada do investidor.

⁴ Percentuais indicam desvios em relação ao cenário sem sócio.

Tabela 21 - Variação Discreta Preço Entrada Investidor - Visão Originador

| | Δ Valor Entrada [R\$ mil] | TIR Proporcional [%] | TIR Preferencial [%] | Payback Proporcional [meses] | Payback Preferencial [meses] |
|--------|--|-------------------------------------|-------------------------------------|---|---|
| | | 23,3% | 22,5% | 46 | 49 |
| -14,3% | 18.000 | 19,3% | 22,4% | 47 | 49 |
| -9,5% | 19.000 | 20,6% | 22,4% | 47 | 49 |
| -4,8% | 20.000 | 22,0% | 22,5% | 46 | 49 |
| 0,0% | 21.000 | 23,3% | 22,5% | 46 | 49 |
| 4,8% | 22.000 | 24,8% | 22,5% | 46 | 49 |
| 9,5% | 23.000 | 26,2% | 22,6% | 46 | 49 |
| 14,3% | 24.000 | 27,8% | 22,6% | 45 | 49 |

Conforme é possível verificar com o auxílio da tabela acima, seria necessária uma diminuição de mais de 9,5% no preço de entrada do investidor, para que no caso de distribuição proporcional a TIR chegasse a um patamar menor do que a taxa de atratividade do negócio. Além disso, em termos de *payback* esperado, não há grande variação do número de meses para retorno do investimento, ocorrendo o atraso de apenas 1 mês para variações maiores que 9,5% no preço de entrada do investidor.

No caso do cenário de distribuição preferencial para o investidor, percebe-se que a TIR esperada e o *payback* não sofrem muitas variações. Isso ocorre pelo fato de o retorno do investidor estar fixado em uma TIR equivalente a 200% do CDI. Portanto, a cada aumento ou diminuição no valor de entrada, sua distribuição de dividendos é equilibrada, o que faz com que a distribuição de dividendos do originador também fique no mesmo patamar, uma vez que as demais premissas do cenário foram mantidas.

Assim sendo, no caso de variações positivas no preço de entrada do investidor, apenas o cenário de distribuição de dividendos proporcionais traria uma possível melhoria nos indicadores da qualidade do investimento do originador.

Ainda, para que se entenda os impactos que as variações das principais premissas do empreendimento teriam nos resultados esperados para o originador, foi avaliada a alteração nos resultados esperados para o empreendimento, a partir de flutuações das variáveis custo de obra, preço de vendas e velocidade de vendas nos 6 primeiros meses após o lançamento, utilizando-se o Método de Monte Carlos. As variações utilizadas foram as seguintes:

Tabela 22 - Patamares de Flutuação das variáveis indicadas

| Análise de Risco | Mínimo | Máximo |
|-----------------------------------|---------------|---------------|
| Preço de Venda [Δ %] | -10,0 | 2,5 |
| Custo de Obra - Edificações [Δ %] | -2,0 | 8,0 |
| Vendas no Lançamento [%] | 30,0 | 50,0 |

Apesar de serem alteradas as vendas no lançamento, manteve-se o percentual de 40% de vendas durante as obras e considerou-se o excedente conforme velocidade de vendas do estoque no cenário referencial. A partir de tais variações foram obtidas as faixas de flutuação da TIR conforme Figuras 3 e 4.

Figura 2 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Originador)

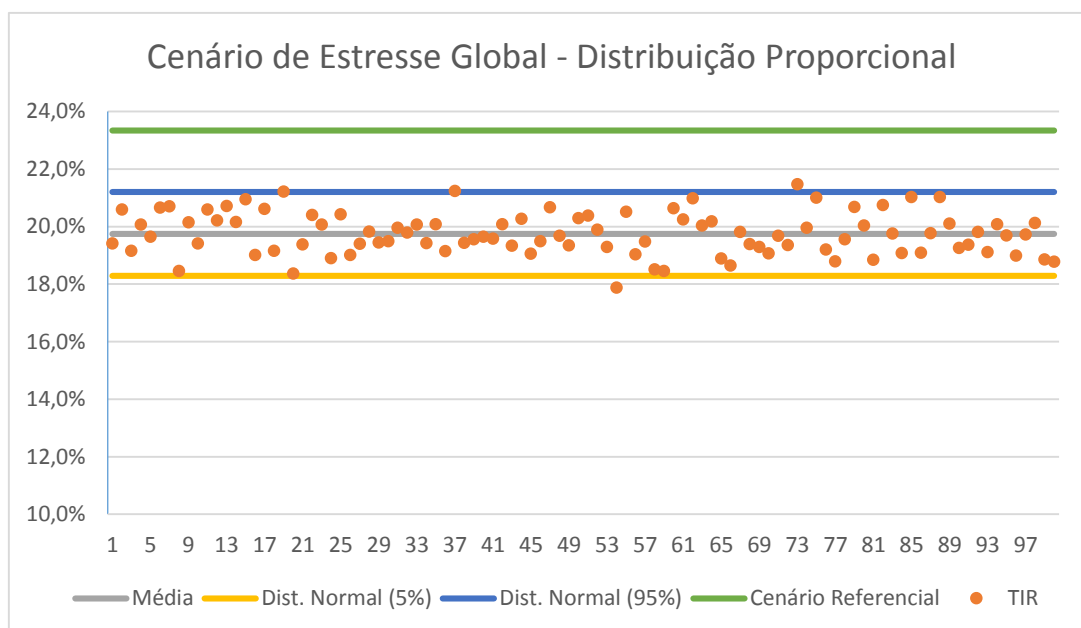
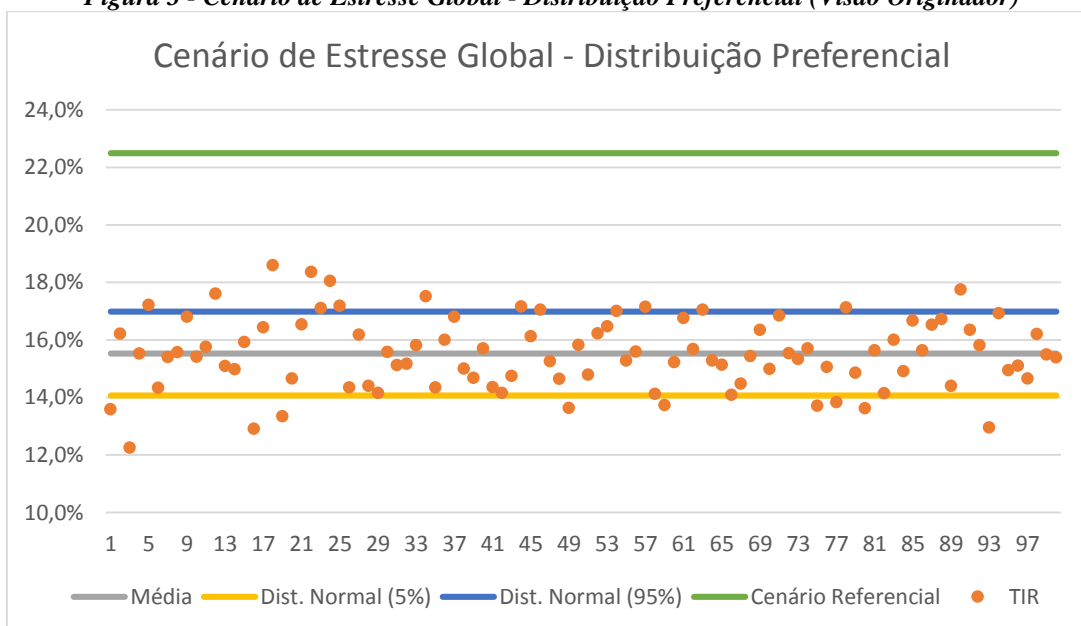


Figura 3 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Originador)



Conforme é possível observar nas Figuras 3 e 4, as variações nas premissas têm impacto no resultado esperado do originador. No caso da distribuição proporcional, com 90% de confiança, pode-se esperar que a TIR do originador flutue entre 18,3% a 21,2%, eq. anual efetiva acima do IGP-M com uma média de 19,7%. Ou seja, é possível esperar que a mínima TIR esperada fique cerca 1,7 pontos percentuais abaixo da taxa de atratividade e 5 pontos percentuais abaixo da TIR no cenário referencial.

Entretanto pode-se verificar maior dispersão no caso da distribuição preferencial. Isso ocorre pelo fato de no cenário com distribuição preferencial, a TIR do investidor ter sido negociada em 21,3% efetiva acima da inflação, ou seja, independentemente do cenário do projeto o Investidor tem este retorno alvo e as perdas são repassadas apenas para o originador. Assim sendo, com 90% de confiança pode-se esperar que a TIR varie de 14,1% a 17,0% eq. anual efetiva acima do IGP-

M, com uma média de 15,5%. Neste caso, tratam-se de taxas muito inferiores à taxa de atratividade arbitrada. Além disso, há uma grande distância em relação a TIR referencial de 22,5% chegando a 8,4 pontos percentuais de diferença para o limite inferior do cenário estressado.

Ainda, vale ressaltar que neste caso de distribuição preferencial o resultado é mais negativo para o originador para cenários estressados. Entretanto, se o cenário real superasse as expectativas das premissas arbitradas, o originador obteria um retorno maior, enquanto o investidor teria sua TIR estabilizada.

6. DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Dado um cenário macroeconômico fraco e um mercado imobiliário que sofre consequências severas deste cenário, se faz de extrema importância uma equalização bem fundamentada de *funding*. A possibilidade de captações alternativas de recursos possibilita uma diminuição da vulnerabilidade da empresa, pois pode amenizar possíveis descasamentos entre a necessidade de capital próprio, capital proveniente das receitas de vendas ou capital proveniente do endividamento, que se espera e o que se obtém na realidade.

O que se observa com o estudo de caso, a partir da venda de participação do projeto protótipo, é que se trata de uma opção interessante para o originador. Embora a venda de participação pressuponha uma partilha de resultado futuro do projeto para um sócio, o que faz com que o resultado esperado diminua, há a possibilidade de adiantamento de caixa, o que é extremamente necessário para momentos em que a imprevisibilidade do mercado reflete diretamente nas vendas, na obtenção de financiamento à produção, entre outros, que por sua vez, têm um importante papel para o financiamento das operações do empreendimento.

Conforme foi possível verificar com a estrutura de capital do empreendimento protótipo houve uma redução do investimento necessário a partir da venda de participação. Observou-se também que embora a diminuição do investimento não ocorra de forma acentuada, dado que em vários casos a maior parte do desembolso ocorre para a compra do terreno (fato anterior à entrada do investidor), o que se percebe é uma diminuição da necessidade de caixa já no primeiro ano de desenvolvimento do projeto, e a antecipação do acontecimento de retornos (a depender da estrutura de distribuição de dividendos considerada).

Assim, são dois os principais fatores que podem influenciar diretamente o resultado do originador na venda de participação e, portanto, podem levar ao sucesso ou insucesso da operação: (1) o valor de entrada pelo originador e (2) a estrutura de distribuição de dividendos.

No estudo de caso, a partir da análise da variação discreta do valor de entrada do investidor, percebe-se que mais de 14% de desconto no preço considerado já pode levar a uma TIR do originador abaixo do percentual considerado atrativo no caso da distribuição proporcional dos dividendos. Já para uma distribuição preferencial dos dividendos para o investidor, considerando um retorno base de 200% do CDI, apenas esta variação do preço de entrada não faria com que a TIR do originador atingisse valores inferiores a TAT, mantendo-se as demais premissas do modelo.

É possível perceber a volatilidade da TIR do originador de forma mais clara, com a análise de estresse global dos fatores mais influentes para a qualidade do empreendimento – que são: preço de vendas, velocidade de vendas no lançamento e custo de obras. Com o estresse desses fatores de forma moderada em uma análise de Monte Carlo, foi possível verificar que a média da TIR do originador, com 90% de confiança fica próxima de 20% efetiva eq. anual, porém quando se considera a distribuição preferencial de dividendos, a TIR média do originador fica abaixo de 16% efetiva eq. anual, com 90% de confiança.

Por fim, concluiu-se a partir do estudo de caso, que a venda de participação societária se trata de uma opção que deve ser avaliada pelo originador, uma vez que os recursos desta forma obtidos podem ser utilizados para o investimento em outros projetos, como estratégia para

diversificação dos riscos do portfólio, ou até mesmo como provisão para a necessidade futura de caixa que o empreendimento possa vir a gerar.

7. REFERÊNCIAS

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. Investimentos. – 8. Ed. – Porto Alegre: AMGH, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Histórico das Taxas de Juros 03/12/2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em 31 de julho de 2015.

BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências.

BRASIL. 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.

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.

IBGE. Contas Nacionais Trimestrais: Indicadores de Volume e Valores Correntes. 2014.

Disponível em:

<ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201404caderno.pdf>. Acesso em: 31 de julho de 2015.

IBGE. Índices de Preços ao Consumidor – IPCA e INPC, 2015. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc/ipca-inpc_201506_1.shtm> Acesso em: 31 de julho de 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM no 391 de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/inst/300/inst391consolid.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2015.

NEVES, S., VISCONTI, P. E. V. Contabilidade Básica. 9. ed. São Paulo: Frase, 2001.

ROCHA LIMA JR. J., MONETTI, E., ALENCAR, C. T. Real Estate Fundamentos para análise de investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

UQBAR. Securitização e Financiamento imobiliário 2015. Rio de Janeiro, 2015.