NAIARA MORAES GATTO

Venda de participação societária em projetos residenciais em desenvolvimento: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital.

SÃO PAULO
2016

NAIARA MORAES GATTO

Venda de participação societária em projetos residenciais em desenvolvimento: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital.

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Especialização em Real Estate – Economia Setorial e Mercados (MBA USP)

Orientadora: Profª. Drª. Paola Torneri Porto

SÃO PAULO
2016

Catalogação na publicação

Gatto, Naiara Moraes
Venda de participação societária em projetos residenciais em desenvolvimento: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital. / N. M. Gatto -- São Paulo, 2016.
98 p.

Monografia (MBA em Real Estate - Economia Setorial e Mercados) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1.Venda de participação societária 2.Equity de parceiros 3.Diversificação de investimentos 4.fontes de recursos no real estate I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli-Integra II.t.

Aos meus pais, Lucimar Fabrão Moraes Gatto e
Silvio Antônio Gatto, pelo amor, incentivo
e apoio incondicional.
Ao Carlos Eduardo Heeger, por estar ao meu lado,
me dando apoio e incentivo nas horas
difíceis.

AGRADECIMENTOS

À orientadora Profª. Drª. Paola Torneri Porto, pelo empenho dedicado e orientação durante o processo de desenvolvimento desta monografia.

À Profª. Drª. Eliane Monetti e ao Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato, pelos ensinamentos no curso. É um prazer tê-los na banca examinadora.

Aos meus colegas do MBA, por todas as discussões, aprendizado e convivência durante esta jornada acadêmica.

RESUMO

No Brasil, os anos de 2014 e 2015 foram marcados por um baixo ritmo de crescimento econômico, apresentando decrescimento PIB; um ambiente inflacionário elevado; e um ascendente patamar de juros. 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 2016, não se mostrando melhor que o cenário observado nos dois anos anteriores, 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 avaliar a possibilidade da utilização de recursos de parceiros, provenientes da venda de participação societária como fonte complementar de capital. Entende-se que 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. A partir de um estudo de caso com um empreendimento protótipo, foram apresentados possíveis resultados esperados tanto pelo originador quanto para o investidor, e a partir da variação das principais premissas do projeto, foram analisadas as principais consequências para tais percepções de risco e retorno. Concluiu-se que, de um modo geral, trata-se 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. Além disso, do ponto de vista do investidor, a depender do modelo de distribuição de dividendos e do risco que aceita tomar, a compra de participação pode ser um investimento interessante, com retornos que atinjam a remuneração esperada.

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

ABSTRACT

In Brazil, 2014 and 2015 were marked by a low economic growth, with a decreasing GDP; a high inflationary environment; and a rising level of interest rates. 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, launches decrease, inventories increase and a potential period of funding source exhaustion by the Brazilian Savings System and Loan. The outlook for 2016 is not better than the scenario witnessed in the past two years, 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 evaluate the possibility of using partner resources from the share sales as an additional source of capital. The great relevance in this comes from the increase will of developer to change its investment position, what turns to be a good time for investors to allocate their resources. From a study case with a model project were introduced some possible results expected for the developer as for the investor, and from the variation of the main premises of the project were analyzed some possible consequences for risk and return perceptions. It was concluded that the share sale is a smart option for the developer, 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. In addition, from the investor's point of view, depending on the dividend distribution model and the risk that he agrees to take, buying shares may be a valuable investment that can lead to a return that reach his expectations.

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

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Indicadores Econômicos Brasil 14

Figura 2 – Quadrantes do Comportamento Cíclico Imobiliário 21

Figura 3 - Variação percentual no preço de venda dos Imóveis Residenciais no Brasil (12 meses / valores nominais) 23

Figura 4 - Ciclos de Investimento e Riscos dos Recursos Investidos 25

Figura 5 - Principais Gargalos na Cadeia Imobiliária 25

Figura 6 - Variação do Saldo da Poupança x Financiamento Via SBPE 30

Figura 7 – Estrutura de Funding do Empreendimento 56

Figura 8 - Destinação dos Recursos do Empreendimento 57

Figura 9 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado 66

Figura 10 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado 69

Figura 11 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto 71

Figura 12 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto 73

Figura 13 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Originador) 75

Figura 14 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Originador) 75

Figura 15 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Investidor) 81

Figura 16 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Investidor) 82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Dados Mercado Imobiliário 15
Tabela 2 - Produto 50
Tabela 3 - Cronograma 50
Tabela 4 - Dados Gerais do Terreno 50
Tabela 5 - Gastos Gerais com Terreno 51
Tabela 6 - Gastos com Incorporação 51
Tabela 7 - Gastos com Construção 51
Tabela 8 - Curva de Obra 52
Tabela 9 - Contas da Administração 52
Tabela 10 - Velocidade de Vendas 52
Tabela 11 - Tabela de Vendas 52
Tabela 12 - Despesas com Vendas 53
Tabela 13 - Impostos 53
Tabela 14 - Taxas Referenciais 53
Tabela 15 - Financiamento à Produção 54
Tabela 16 - Demonstrativo do Resultado 55
Tabela 17 - Estrutura de Funding do Empreendimento 56
Tabela 18 - Destinação dos Recursos do Empreendimento 57
Tabela 19 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento 58
Tabela 21 - Cálculo do Ganho de Capital 59
Tabela 22 - Tributação do Valor de Venda da Participação 61
Tabela 23- Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador 62
Tabela 24 - Geração Líquida de Caixa - Visão Originador 63
Tabela 25 - Variação Discreta Valor de Venda da Participação - Visão Originador .. 64
Tabela 26 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado 67

Tabela 27 – Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado 69

Tabela 28 – Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto 71

Tabela 29 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto 73

Tabela 30 - Variação das Principais Premissas 74

Tabela 31 - Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Originador) 75

Tabela 32 - Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Originador) 76

Tabela 33 - Redução Financiamento à Produção 77

Tabela 34 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador com Redução Financiamento 78

Tabela 35 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor 79

Tabela 36 - Variação Discreta Preço Entrada Investidor - Visão Investidor 80

Tabela 37 - Variação Principais Premissas 81

Tabela 38 - Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Investidor) 81

Tabela 39 - Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Investidor) 82

Tabela 40 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor com Redução Financiamento 83

LISTA DE SIGLAS

CCI	Cédulas de Crédito Imobiliário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEPAC	Certificado de Potencial Adicional de Construção
COP	Custo de Oportunidade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
IP	Investimento Pronto
IR	Imposto de Renda
IRPJ	Imposto de Renda sobre a Pessoa Jurídica
LSA	Lei das Sociedades Anônimas
LTDA	Limitada
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PMG	Preço Máximo Garantido
RET	Regime Especial de Tributação
SA	Sociedade Anônima
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCP	Sociedade em Conta de Participação
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SPE	Sociedade de Propósito Específico
TAT	Taxa de Atratividade
TIR	Taxa Interna de Retorno
TRR	Taxa Restrita de Retorno
VGV	Valor Geral de Vendas
VSO	Vendas Sobre Oferta

SUMÁRIO

1. Introdução 14
1.1. Justificativa 14
1.2. Premissas e Objetivo da Pesquisa 16
1.3. Metodologia 17

2. Decisão de Investimento em *Real Estate* 20
2.1. Risco do Investimento em *Real Estate* 20
2.2. Comportamento Cíclico do *Real Estate* 21
2.3. Ciclo de Desenvolvimento Imobiliário 24

3. Fontes de *Funding* Disponíveis no Mercado Imobiliário 28
3.1. Investimento Direto (*Equity*) 28
3.2. Financiamentos (Dívida) 29

4. Participações Societárias 31
4.1. Estruturas Jurídicas de Parceria 31
4.1.1. Sociedade de Propósito Específico 31
4.1.2. Sociedade em Conta de Participação 33
4.2. Valor 34
4.2.1. Valor Econômico 34
4.2.2. Valor Contábil 35
4.2.3. Diferença Valor Pago x Valor Contábil 35
4.3. Tributação Ganho de Capital 36
4.3.1. Regime de Lucro Real 36
4.3.2. Regime de Lucro Presumido 36
4.4. Acordo de Acionistas 37

5. Visão do Originador 39
5.1. Vantagens e Desvantagens de *Funding* a partir de *Equity* de parceiros 39
5.2. *Timing* para a Venda de Participação e Mitigação de Riscos 40

6. Visão do Investidor 43
6.1. Fundos de Investimento em Participações 43
6.1.1. Características Gerais 43
6.1.2. Investidores Quotistas 44
6.1.3. Tributação do FIP 45
6.2. Diferentes tipos de relação entre parceiros 45
6.3. Risco x Retorno esperado pelo Investidor 47

7. Estudo de Caso 49
7.1. O Empreendimento 50
7.1.1. Premissas Gerais do Empreendimento 50
7.1.2. Financiamento à produção 53
7.1.3. Balanço do Empreendimento 54
7.1.4. Funding 55

7.1.5. Indicadores da Qualidade do Investimento 57
7.2. Venda de Participação Societária 58
7.2.1. Regras de Parceria entre Originador e Investidor 59
7.2.2. Visão Originador 61
7.2.3. Visão Investidor 79
8. Conclusão e Considerações Finais 85
REFERÊNCIAS 88
APÊNDICES 93
APÊNDICE A Fluxo de caixa anual do empreendimento no cenário referencial 93
APÊNDICE B Fluxo de caixa anual do empreendimento no cenário com redução do financiamento à produção 94
APÊNDICE C Fluxo de caixa mensal do originador no cenário referencial com distribuição proporcional de dividendos 95
APÊNDICE D Fluxo de caixa mensal do originador no cenário referencial com distribuição preferencial de dividendos 96
APÊNDICE E Fluxo de caixa mensal do investidor no cenário referencial com distribuição proporcional de dividendos 97
APÊNDICE F . Fluxo de caixa mensal do investidor no cenário referencial com distribuição preferencial de dividendos 98

1. Introdução

1.1. Justificativa

Para um melhor entendimento sobre a necessidade de formas alternativas ou complementares de *funding* no mercado imobiliário, principalmente o que diz respeito à possibilidade de utilização de recursos de parceiros, é importante que o cenário macroeconômico seja contextualizado, assim como o panorama do mercado imobiliário atual.

Os anos de 2014 e 2015 foram marcados por um cenário de desaceleração da economia brasileira. Este baixo ritmo de crescimento econômico pode ser visto a partir do movimento dos principais indicadores econômicos do país. O PIB (Produto Interno Bruto) apresentou crescimento de apenas 0,1% em 2014 e contração de 3,8% em 2015; a inflação, medida pelo IPCA, alcançou um valor acumulado de 6,4% no final de 2014 e 10,7% no final de 2015; além disso, foi verificado um ascendente patamar de juros, que levou a SELIC ao final do ano de 2014 a 11,75% e a 14,25% ao final de 2015 (ITAÚ, 2016). Além disso, de acordo com os dados publicados pelo Itaú (2016) pôde-se verificar uma tendência de aumento da taxa de desemprego e a desvalorização da moeda.

	2013	2014	2015	2016	2017
Atividade econômica					
PIB (%)	3,0	0,1	-3,8	-3,5	1,0
Desemprego (%) – Dezembro (PNAD cont.)	6,8	7,0	10,0	12,5	13,0
Inflação					
IPCA (%)	5,9	6,4	10,7	7,2	4,8
Política monetária					
Taxa SELIC (%)	10,00	11,75	14,25	13,50	10,00
Fiscal					
Superávit primário (% PIB)	1,8	-0,6	-1,9	-2,4	-2,2
Balança de pagamentos					
Câmbio (fim de período)	2,36	2,66	3,96	3,25	3,50
Conta corrente (% PIB)	-3,0	-4,3	-3,3	-1,0	-1,4

Figura 1 - Indicadores Econômicos Brasil[1]

Fonte: Itaú, 2016, p. 9

[1] Anos de 2013, 2014 e 2015 mostram dados reais e 2016 e 2017 mostram projeções.

O mercado imobiliário, como resultado de um cenário macroeconômico fraco, também apresentou sinais de desaquecimento, com a diminuição dos lançamentos, dos preços dos ativos, das vendas e aumento dos estoques.

Uma análise do comportamento de variáveis relacionadas ao mercado imobiliário da cidade de São Paulo permite algumas indicações sobre esta desaceleração. A quantidade de lançamentos residenciais, a comercialização de unidades residenciais novas e as Vendas Sobre Oferta (VSO) no ano de 2015 tiveram os menores registros desde 2004; sendo que, os lançamentos residenciais em 2015 sofreram queda de 37,1% em número de unidades em relação a 2014; o Valor Geral de Vendas (VGV) lançado em 2015 reduziu em termos reais em 51,7% em relação a 2014; o Preço Médio por m^2 teve uma variação nominal negativa de 8,7% de 2015 em relação a 2014 (se for considerada a inflação do período por INCC-DI/FGV, a redução real foi de 14,7%); a comercialização de unidades residenciais novas sofreu redução de 6,9% de 2015 em relação a 2014; e no que diz respeito à VSO, houve uma queda de 1,7 pontos percentuais de 2015 em relação a 2014 (SECOVI-SP, 2015).

Tabela 1 - Dados Mercado Imobiliário

Mercado Imobiliário São Paulo	**2014**	**2015**	**Variação**
Lançamentos (em mil unidades)	34,0	21,4	-37,1%
Lançamentos (em VGV, em R$ bilhão, atualizado pelo INCC-DI de dez/15)	20,7	10,0	-51,7%
Preço Médio por m^2 (em R$ mil histórico)	9,2	8,4	-8,7%
Unidades Vendidas (em mil unidades)	21,6	20,1	-6,9%
VSO (em %)	7,4%	5,7%	-1,7 p.p

Fonte: SECOVI-SP, 2015 (Elaboração Própria)

Ainda, vale comentar o impacto da diminuição do financiamento imobiliário para este mercado. Os recursos captados pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) são, em grande parte, direcionados para o financiamento imobiliário, principalmente no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) (SECOVI-SP, 2015), ou seja, o fato de ocorrer captação líquida negativa de recursos, interferiu diretamente nos financiamentos realizados. Segundo os dados apresentados pelo Secovi-SP (2015), foi possível verificar no ano de 2015 uma captação líquida negativa, sendo que a poupança não registrava valores negativos desde 2005. Assim, os financiamentos imobiliários em 2015 sofreram uma redução

de 33% em relação aos valores de 2014, tanto no que diz respeito à construção quanto à aquisição de imóveis novos e usados (SECOVI-SP, 2015).

Portanto, este cenário tem levado os incorporadores a procurarem mais intensamente por fontes alternativas de *funding* para seus empreendimentos e para a empresa. Isso porque o financiamento à produção se torna mais restrito e caro e as vendas não são suficientes para cobrir a exposição de caixa dos projetos.

Por outro lado, é válido ressaltar que este cenário, embora pessimista, pode ser considerado um ambiente propício para que investidores que possuam recursos ociosos possam comprar participações a preços mais baixos. "'Nos bons tempos, os empresários não queriam levantar capital com venda de participações porque não queriam que seu patrimônio fosse diluído', diz Marcelo Hallack, sócio do Banco BTG Pactual, ao Valor Econômico. 'Entretanto, quando o dinheiro fica escasso, essa questão tende a desaparecer'" (OR, 2015).

Assim, um dos métodos alternativos de *funding* que tem se destacado no mercado imobiliário em épocas de recessão ou super oferta é a venda de participação societária de alguns empreendimentos por parte do originador, como forma de diminuição de exposição de caixa e possibilidade de diversificação da posição de investimentos.

Este método de *funding* 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 da necessidade de diversificação da carteira de investimentos do originador, sua disposição em compartilhar uma fatia maior dos retornos com um possível investidor também aumenta. Sendo assim, também se torna um momento propício para os investidores capitalizados alocarem seus recursos.

1.2. Premissas e Objetivo da Pesquisa

O objetivo desta monografia é discutir a utilização de recursos de parceiros, a partir da venda de participação societária em um empreendimento residencial, como possibilidade para redução da necessidade de capital próprio ou até mesmo como fonte complementar de capital. Para tanto, foram discutidas as questões da necessidade de se ter um *funding* bem fundamentado e da busca pela mitigação de riscos. Além disso, se fez necessário avaliar como este possível investimento se

mostra válido sob a ótica da empresa investidora, como forma de justificar a real possibilidade da obtenção destes recursos.

Como forma de referenciar e fomentar esta discussão, foi desenvolvido no estudo de caso, um empreendimento protótipo a partir de premissas de um projeto residencial prospectado na cidade de São Paulo. Foi considerada uma empresa originadora saudável, que possui os recursos necessários para desenvolver e concluir o empreendimento sem atrasos, porém como premissa de investimento opta por vender parcela de sua participação do projeto. Assim, a partir da análise da venda de participação, procurou-se avaliar a qualidade do investimento, tanto no que diz respeito à visão do originador do projeto, quanto do investidor, como forma de demonstrar principalmente os impactos para ambas as partes.

Ainda, foram tratadas questões de risco e retorno relacionados à venda de acordo com o momento que o mercado se encontra, além da possibilidade de ocorrer em diversas fases do desenvolvimento do projeto.

1.3. Metodologia

A metodologia para discutir os impactos e oportunidades da possibilidade de utilização de recursos de parceiros, através da venda de participação, foi desenvolvida em três etapas: (i) conceituação teórica; (ii) estudo de caso e (iii) conclusões e considerações finais.

(i) Conceituação Teórica: A primeira etapa foi iniciada com a explicação sobre como normalmente são tomadas as decisões de investimento em *real estate*, considerando o comportamento cíclico do *real estate,* as etapas do desenvolvimento do empreendimento e seus riscos associados.

Em seguida, foi discorrido sobre as fontes de *funding* para empreendimentos imobiliários mais utilizadas, mostrando quais suas principais vantagens e desvantagens, além de seus impactos diretos para o empreendimento e para a empresa. Procurou-se separar as fontes de *funding* segundo duas principais classificações: os investimentos diretos, ou *equity*, que englobam principalmente uma discussão sobre capital próprio e parcerias com pessoas físicas ou jurídicas; e os financiamentos, ou dívida, que são utilizados na maior parte dos casos, por meio do financiamento bancário.

Assim, foi analisado especificamente o *funding* por meio de participações societárias, sendo analisados alguns temas principais, como as formas jurídicas de estruturação da venda, sejam elas diretamente na Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou por meio de Sociedade em Conta de Participação (SCP), a avaliação de valor do empreendimento, a tributação na venda e o acordo de acionistas.

Então, houve um aprofundamento sobre a visão do originador na venda de participação societária de um projeto residencial em desenvolvimento, em que foram avaliadas as vantagens e desvantagens do *funding* a partir de um sócio investidor e o *timing* para realizar tal operação societária.

Também, foram avaliadas as características dos sócios investidores. Isto é, quem são eles e especificamente a utilização do veículo do Fundo de Investimento em Participações (FIP) para investimento no *real estate,* além dos diferentes tipos de relação entre parceiros e quais as principais expectativas de risco e retorno no mercado imobiliário.

(ii) Estudo de Caso: Orientado pelos conceitos teóricos, o estudo de caso foi desenvolvido com o propósito de aprofundar a discussão da venda de participação societária como fonte complementar de capital. Para tanto, foi desenvolvido um empreendimento protótipo para a análise de possíveis resultados esperados a partir de cenários de venda de participação por parte do originador, além dos resultados esperados pelo investidor.

No âmbito do projeto foram discutidos, principalmente, os impactos do financiamento à produção, como é o *funding* e o que se pode esperar da qualidade do investimento. Já no que diz respeito à venda de participação de um modo geral, foram abordadas algumas possíveis regras de parcerias, que incluem questões de aporte, valor de venda da participação e distribuição de dividendos. No que tange à visão do originador e do investidor, foram analisados os assuntos ligados à tributação, resultados esperados, risco e retorno, e a análise da qualidade do investimento em diferentes cenários a partir da arbitragem da variação de algumas premissas chaves, como valor de venda/compra da participação, estresse das premissas principais do projeto e possibilidades de distribuição de dividendos.

(iii) Conclusões e Considerações Finais: Por fim, foi possível discutir os pontos positivos e negativos da venda de participação societária; bem como quais os

casos em que esta forma de *funding* se torna atrativa para o originador e também seja interessante para o investidor.

2. Decisão de Investimento em *Real Estate*

O investimento no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, em geral, tem a característica de se estender por longos prazos, o que faz com que a incerteza da qualidade de tal investimento seja grande devido à vasta possibilidade de alterações de fatores ambientais e macroeconômicos neste espaço de tempo (ROCHA LIMA JR., MONETTI, ALENCAR, 2011).

Portanto, para que esta decisão seja bem fundamentada é necessário entender os possíveis riscos de tal investimento, além das possíveis influências do comportamento cíclico do *real estate* e do ciclo de desenvolvimento imobiliário.

2.1. Risco do Investimento em *Real Estate*

"Decidir sobre investimento significa tomar risco de imobilizar recursos líquidos esperando atingir determinado resultado" (ROCHA LIMA JR., 2015, p. 2).

Ainda, de acordo com Rocha Lima Jr. (2015, p. 2) "A decisão de investir em *real estate* (...) é tomada alguns anos antes de ocorrer o retorno. Assim, a decisão é apoiada em expectativa de resultado, cuja informação é construída por meio de um voo virtual do momento da decisão para o final do ciclo do empreendimento." Estes cenários servem de fundamento para medir as expectativas de resultado do empreendimento, dado por certos indicadores da qualidade.

Porém, ao considerar a natureza dos sistemas e dos processos de construção, a dependência da reação do mercado competitivo, que reflete nos preços e velocidade de absorção das vendas e a passividade quanto às questões conjunturais que afetam o empreendimento como inflação, variação da renda, juros e crédito; sempre haverá o risco de que o desempenho do empreendimento – medido pelos indicadores da qualidade – fuja do que é medido na simulação que sustentou a decisão (ROCHA LIMA JR., 2015).

Além disso, segundo Rocha Lima Jr. (2015) se há o risco de que o desempenho ocorra de forma distinta daquele resultado da simulação traçada, na decisão também correrá certo risco; já que a qualidade verificada ao final do empreendimento poderá ser inferior que a esperada no momento da tomada de decisão.

2.2. Comportamento Cíclico do *Real Estate*

Para Pyhrr, Roulac e Born (1999), o comportamento cíclico imobiliário é determinante para o sucesso ou fracasso de um investimento em *real estate* e, por causa do impacto dinâmico e profundo que ele tem nos retornos, riscos e valores de investimento no tempo, não deveria ser ignorado ou simplificado. Ainda, estes autores defendem que o investidor deve definir sua estratégia de investimento de acordo com as fases deste comportamento cíclico, para que seus planos de aquisição/exploração de um imóvel estejam posicionados de forma que possibilite o máximo aproveitamento de cada momento.

Entretanto, não é fácil identificar e, portanto, posicionar um investimento, pois este comportamento só ocorre devido aos descasamentos entre a oferta e demanda do mercado. Mas, entender basicamente seu funcionamento pode levar a um maior entendimento do nível de risco e retorno que pode ser esperado de um investimento em *real estate*.

Para Mueller (1995), o ciclo imobiliário pode ser dividido em 4 períodos: a Recuperação (*Recovery*), a Expansão (*Expansion*), a Super Oferta (*Hypersupply)* e a Recessão (*Recession).*

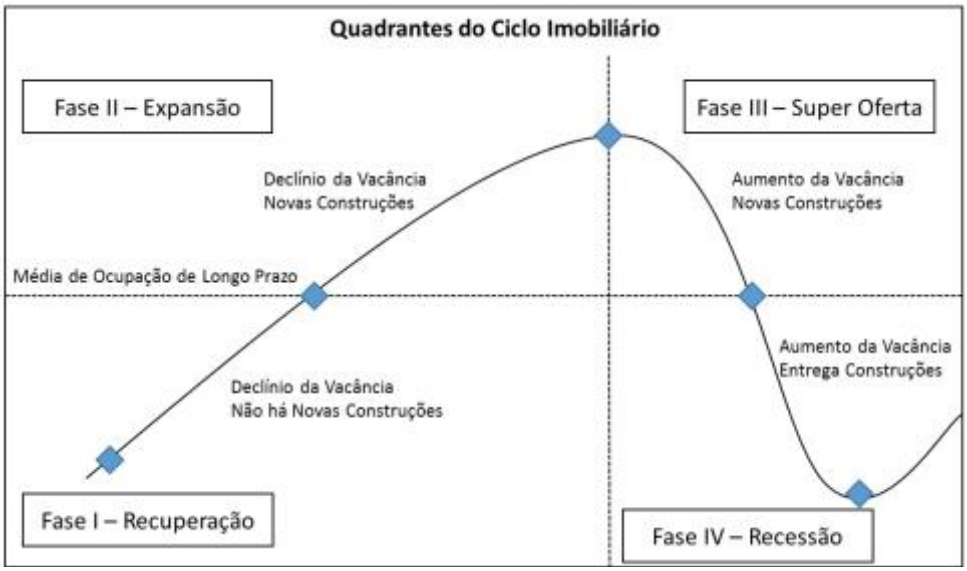


Figura 2 – Quadrantes do Comportamento Cíclico Imobiliário

Fonte: Mueller, Real Estate Finance, 1995 (tradução nossa)

Recuperação: Segundo Mueller e Pevnev (1997), esta fase começa a ocorrer quando o mercado atingiu o ponto inferior de seu ciclo, devido a um excesso de oferta e/ou negativo crescimento da demanda provenientes da fase anterior. Assim, o início da Recuperação ocorre com a demanda crescendo lentamente e o excesso de oferta sendo absorvido, enquanto que o crescimento da oferta é inexistente ou muito baixo. Conforme o excesso de oferta vai sendo absorvido, as taxas de ocupação tendem a alcançar o ponto de equilíbrio de mercado[2], o que faz com que os preços se estabilizem. Conforme esta fase se desenvolve, começa a aumentar a confiança de mercado, fazendo com que finalmente convirja ao equilíbrio.

Expansão: Para Mueller e Pevnev (1997), nesta fase, o aumento da demanda tende a pressionar a ofertar existente, criando uma necessidade de ofertas adicionais. As taxas de vacância vão além dos níveis de equilíbrio, sinalizando que há espaço para maior oferta de ativos imobiliários e fazendo com que os preços cresçam rapidamente (além do crescimento da inflação), até que atinjam um nível que propicie a construção de novas edificações. É possível até mesmo verificar o início da construção especulativa, pois projeta-se aumentos futuros dos preços dos ativos.

Super Oferta: Quando se chega ao pico superior do ciclo, trata-se do mais alto nível de demanda alcançado, com pouca oferta disponível, o que pressiona os preços para cima. Conforme a taxa de crescimento da oferta se torna superior à taxa de crescimento da demanda, é possível verificar o início da fase de Super Oferta (MUELLER, PEVNEV, 1997). Conforme as novas construções ficam prontas, os participantes de mercado começam a verificar que o mercado mudou e novas construções devem desacelerar ou parar.

Recessão: Se as novas ofertas continuarem crescendo muito além do ponto de equilíbrio, o mercado converge para uma fase recessiva. Para Mueller e Pevnev (1997), a fase de recessão começa quando o equilíbrio da oferta e demanda é ultrapassado, com uma oferta alta e uma crescimento da demanda baixo ou negativo. Em geral, este ciclo chega a seu vale quando as construções em andamento são entregues e não existem novas construções em vista, o que leva à uma diminuição da oferta; ou quando o crescimento da demanda começa a crescer além da oferta.

---

2 "O equilíbrio de mercado é definido como o ponto do ciclo em que a oferta e a demanda estão balanceadas (com vacância o suficiente para acomodar que um inquilino saia ou que um inquilino entre no mercado)" (MUELLER; PEVNEV, 1997, p. 3, tradução nossa)

O objetivo em identificar a fase do mercado imobiliário é relevante para a análise da qualidade do investimento, pois traz embasamento para a expectativa de risco e retorno.

Assim, levando em conta as definições acima e dados de mercado, seria possível entender o momento de mercado atual em prol de uma análise de venda de participação mais embasada.

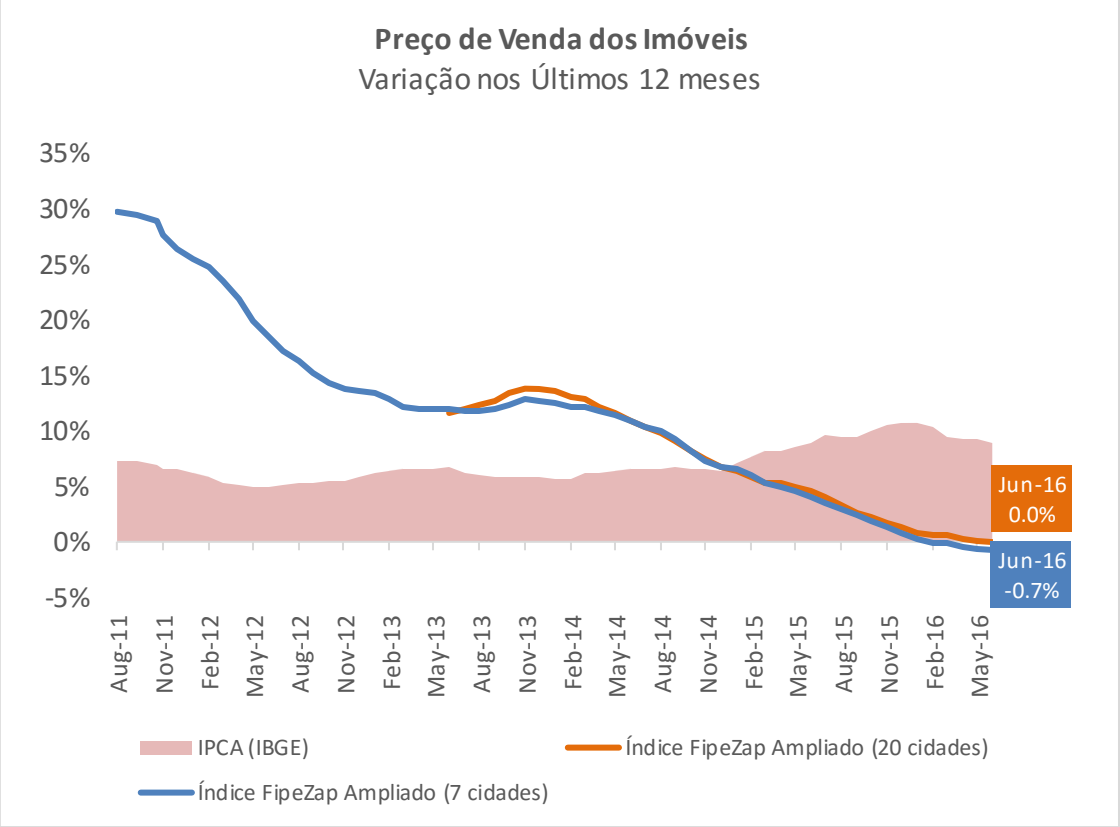


Figura 3 - Variação percentual no preço de venda dos Imóveis Residenciais no Brasil (12 meses / valores nominais)

Fonte: FIPEZAP (2016)

Conforme pode ser observado na Figura 3, a queda constante no Índice FipeZap[3] é um dos indicadores de que o mercado encontra-se em uma tendência de desaquecimento. A partir do final de 2014, é possível observar uma variação percentual dos preços de venda dos imóveis abaixo da variação da inflação (medida pelo IPCA). Assim, considerando esta tendência de queda dos preços de venda dos

[3] Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados é um indicador de abrangência nacional que acompanha a evolução do preço de bens imobiliários residenciais, de todas as tipologias e faixas de renda, de acordo com os preços anunciados no portal eletrônico Zap Imóveis (www.zapimoveis.com.br) (FIPE, 2011).

imóveis residenciais, seria possível dizer que se trata de um momento de baixa do mercado, possivelmente a fase de Super Oferta ou Recessão.

Portanto, se for levado em conta a estratégica básica de Pyhrr, Roulac e Born (1999), de que se deve comprar na parte inferior do ciclo e vender na parte superior, seria possível dizer que se está em um período adequado para se fazer investimentos desta natureza, isto é, considerando também que o período de retomada não seja muito distante. Porém, vale comentar que, de acordo com PricewaterCoopers (1999), em momentos de Recessão é difícil que haja transações com investidores, pois a taxa de atratividade considerada está em altos patamares, o que faz com que os ativos sejam precificados a valores muito baixos; e em momentos de Super Oferta podem haver investidores interessados, pois a taxa de atratividade normalmente aceita não é tão alta, o que faz com que haja uma precificação baixa, entretanto mais alta que em momentos de recessão.

Assim, trata-se de um momento delicado para transações no mercado imobiliário, mas a depender do entendimento do investidor do momento em que o mercado se encontra e da perspectiva de retomada, é possível que ocorram transações. Também, é importante destacar que não há um investimento ideal, mas combinações de vantagens e desvantagens a depender do risco aceito e retorno esperado por cada um.

2.3. Ciclo de Desenvolvimento Imobiliário

O ciclo de desenvolvimento imobiliário se trata da busca e aquisição do terreno, até a venda e desligamento do imóvel, neste caso, não envolvendo a operação, reciclagem ou revenda. Pode ser dividido de forma genérica em 4 etapas: (1) Formatação, (2) Lançamento, (3) Construção e (4) Pós Implantação (ROCHA LIMA JR., 2004).

Figura 4 - Ciclos de Investimento e Riscos dos Recursos Investidos

Fonte: ROCHA LIMA JR. (2004)

Cada etapa deste ciclo é influenciada por uma série de processos que devem ser cumpridos para o desenvolvimento do projeto. Esses processos necessitam de recursos de investimento diversos a cada etapa, além de possuírem diversos fatores de risco.

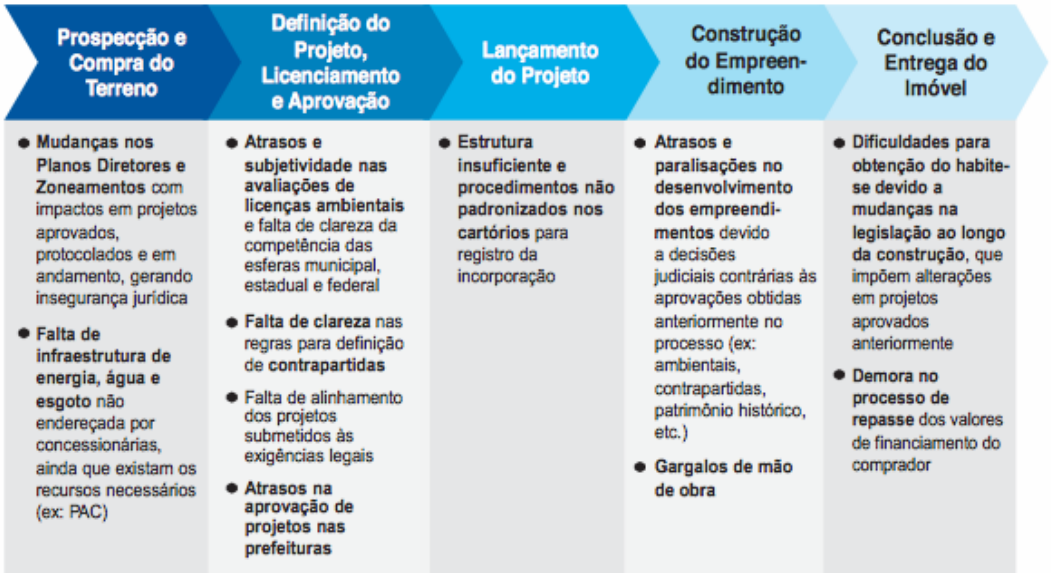


Figura 5 - Principais Gargalos na Cadeia Imobiliária

Fonte: ABRAINC e SECOVI

A primeira etapa do ciclo, etapa de Formatação, trata-se da busca do terreno e do desenvolvimento do produto, que envolve os memoriais, projetos legais, preço e tabela de vendas a serem praticados, marketing, prazo de entrega, entre outros. Geralmente, esta etapa está relacionada a alguns fatores de risco operacional pertinentes a mudanças no plano diretor e zoneamentos; falta de infraestrutura de energia, água e esgoto; atrasos e subjetividade nas avaliações de licenças ambientais; falta de clareza nas contrapartidas; atraso nas aprovações; entre outros (ABRAINC, SECOVI). Há a necessidade de recursos para o investimento no terreno e nas contas pré-operacionais, segundo Rocha Lima Jr. (2004) esse investimento é de risco moderado, pois os recursos aplicados na compra do terreno têm alto grau de proteção e os gastos pré-operacionais não agregam tanto valor ao projeto no mesmo patamar de desembolso.

A segunda etapa do ciclo compreende o Lançamento, ou seja, início das vendas. No que tange possíveis fatores de risco operacional, é possível citar a estrutura insuficiente e procedimentos não padronizados nos cartórios para registro de incorporação (ABRAINC, SECOVI). Os recursos investidos são apenas para as contas de promoção e marketing, como estes gastos não possuem lastro, trata-se de um recurso de investimento de alto risco (ROCHA LIMA JR, 2004).

A terceira etapa, etapa de Construção, é quando ocorre a construção, gerenciamento de suprimentos e qualidade do empreendimento. Esta etapa pode ser comprometida por atrasos e paralisações no desenvolvimento dos empreendimentos, além de gargalos de mão de obra (ABRAINC, SECOVI). O nível de investimento nesta etapa vai depender altamente dos recursos encaixados com a venda das unidades, quanto menor os recursos provenientes de renda, maior o investimento na construção. Porém, desde que haja grande percentual de vendas, os recursos têm alto grau de proteção, podendo ser considerados de baixo risco (ROCHA LIMA JR., 2004).

A quarta etapa é a Pós Implantação, com o término da obra, para o desligamento por completo do empreendimento é necessário que se façam as vistorias necessárias, entrega, obtenção do habite-se, “repasse” do financiamento (se for o caso), entre outros. Entretanto, podem contar com dificuldades para obtenção do habite-se devido a mudanças na legislação ou demora no processo de “repasse”. Como esta fase teoricamente não tem necessidade de investimento – isto é, se não houverem altos custos de carregamento dos estoques ou elevado nível de distrato –

o risco associado ao recurso de investimento é mais baixo, mesmo que conte com o risco associado ao prazo para retorno do capital investido.

Em suma, desenvolver um empreendimento imobiliário compreende percorrer por todas as etapas, além de assumir todos os riscos relacionados. Entretanto, a cada etapa os riscos são mitigados ou superados e, portanto, tendem a se tornarem menores. Levando em consideração a pré-disposição de cada investidor em assumir determinados tipos de riscos, é possível que haja uma melhor forma ou melhor período para que se invista neste mercado. Em geral, há uma tendência de que quanto antes ocorra o investimento, maior o nível de risco percebido e maior a remuneração esperada; quanto mais tarde, menor o nível de risco e menor a remuneração.

3. Fontes de *Funding* Disponíveis no Mercado Imobiliário

O formato do *funding* para os investimentos em *real estate* é um dos fatores mais determinantes para a qualidade do investimento. Pois, a depender da proveniência dos recursos, a equação de recursos pode induzir a indicadores da qualidade do investimento mais altos ou mais baixos (mesmo não sendo o único fator de influência na variação da qualidade observada).

Sobretudo quando se diz respeito ao investimento no segmento habitacional, entende-se uma relevância ainda maior de um *funding* sustentado por outras fontes além da receita de vendas. 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 teriam a necessidade de serem altamente capitalizadas em prol de manterem um portfólio eficiente de empreendimentos.

Portanto, de forma complementar à receita de vendas, vale ressaltar outras opções. De acordo com Gabriel (2013), podem ser consideradas duas categorias para o *funding* dos empreendimentos: o *equity* e a dívida. Ainda, segundo o mesmo autor, embora existam outras fontes e estruturas disponíveis no mercado, são as seguintes que aparecem com mais frequência em negócios imobiliários no Brasil:

- *Equity*: capital próprio do investidor, parcerias diretamente com pessoas físicas, ou empresas, por meio de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Participação (FIP), ou com aportes na forma de recursos financeiros ou imóveis, entre outros.
- Dívida: financiamento bancário.

Assim, seguem abaixo detalhamento de investimentos diretos (*equity)* e de financiamento (dívida) para o setor de *real estate.*

3.1. Investimento Direto (*Equity*)

Como investimento direto é possível citar o capital próprio e as parcerias.

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.

Já as parcerias de investimento são alternativas de captação de recursos, tratando-se do capital ou ativo integralizado por parceiros, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas, aportando por meio de veículos como FIIs e FIPs, investimento diretamente na SPE do empreendimento ou por meio de SCPs. 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 aberto, não há como listar suas hipóteses de variações possíveis. Portanto, a forma de governança, a administração e a remuneração podem ser estruturadas 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 (Dívida)

No que diz respeito aos financiamentos de terceiros, ou dívida, a fonte mais comumente utilizada é o financiamento bancário, embora existam outras.

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 libera recursos para o custeio da produção conforme um contrato pré-estabelecido, que geralmente estabelece metas de andamento de obra e vendas para as liberações. A quitação deste tipo de financiamento ocorre após o fim da produção, pois é o momento em que ocorre o encaixe das parcelas mais expressivas do preço das unidades (parcela de chaves e repasse bancário).

Na maioria das vezes ainda é necessária outra fonte de *funding* 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 nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, 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.

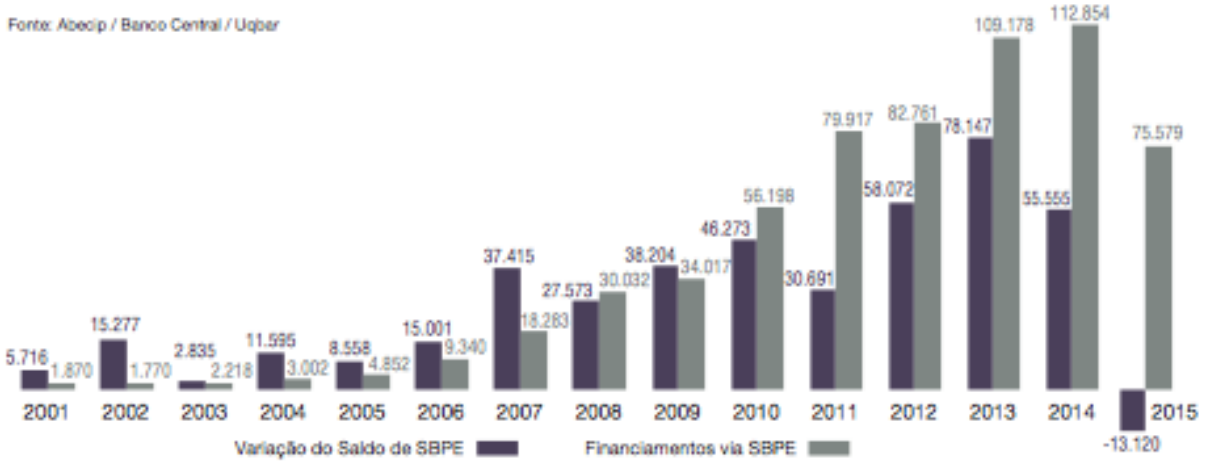


Figura 6 - Variação do Saldo da Poupança x Financiamento Via SBPE
Fonte: UQBAR, 2016.

Conforme a Figura 6, 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 uma diferença de aproximadamente R$ 60 bilhões, em 2015 uma diferença de mais de R$ 80 bilhões e para 2016 já se espera que esta tendência de descasamento continue a aumentar.

Tal descasamento tem levado os bancos a adotarem medidas cada vez mais restritivas à oferta como, por exemplo, aumento dos custos financeiros e maiores restrições ao enquadramento dos mutuários.

4. Participações Societárias

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, SCPs ou outros para desenvolvimento de um empreendimento imobiliário.

No que diz respeito aos investimentos em participações societárias, segundo Neves e Visconti (2001) entende-se que são os recursos aplicados por uma sociedade (denominada investidora) para aquisição de ações ou cotas do capital de uma outra sociedade (denominada investida, neste trabalho denominada originadora).

Em prol de um melhor entendimento de como é realizada a parceria societária, é necessário que se compreenda em quais estruturas podem ser realizadas e quais as diferenças para os sócios; qual é o entendimento de valor da empresa; como é tributada uma possível venda de participação; e, por fim, como são regidas as parcerias e quais as principais matérias a serem discutidas entre os sócios.

4.1. Estruturas Jurídicas de Parceria

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

4.1.1. Sociedade de Propósito Específico

A SPE é uma forma de organização de sociedades que possuam suas atividades restritas a uma finalidade.

Amplamente utilizada no mercado imobiliário, as SPEs têm sido empregadas principalmente para que possam ser segregados os riscos de empreendimentos distintos de uma mesma personalidade jurídica. De acordo com Amato (2007, p. 34), é possível citar as seguintes motivações para as constituições das SPEs neste mercado: “[i] maior facilidade para obtenção de financiamentos bancários; [ii] maior

eficiência e transparência para partes relacionadas; [iii] flexibilidade para realização de parcerias na incorporação imobiliária; e [iv] limitação dos riscos inerentes a cada empreendimento àquela SPE".

Pelo fato da SPE ser enquadrada como uma sociedade autônoma, ela pode adotar o mesmo regime tributário de uma Pessoa Jurídica (PJ), no caso específico daquelas dedicadas à exploração de atividades de compra, venda, incorporação e construção de imóveis, é possível que optem entre a apuração de impostos tanto pelo regime de Lucro Real quanto pelo de Lucro Presumido (SATO, 2008).

Ainda, vale ressaltar a recorrente utilização do patrimônio de afetação nas SPEs. O patrimônio de afetação, foi regulamentado pela Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, com o principal objetivo de levar maior segurança na aquisição de imóveis ainda no período de construção, pois seus dispositivos visam proteger os recursos financeiros que são antecipados ao incorporador contra uma falência ou mesmo uma má gestão; e, por mais que tenha caráter opcional, por meio de um Regime Especial de Tributação (RET) buscou incentivar a adoção desta sistemática (AMATO, 2007). Até 2016, de acordo com a Instrução Normativa nº 1.435, de 30 de dezembro de 2013 em vigência, no caso da opção pelo RET, a incorporadora fica sujeita ao pagamento mensal de 4% sobre as receitas mensais, correspondentes à soma do Imposto de Renda sobre a Pessoa Jurídica (IRPJ), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), contribuição para o PIS/Pasep e Cofins.

Vale notar que na hipótese da utilização da estrutura da SPE para uma parceria societária, os sócios assumem os riscos do empreendimento conjuntamente, sejam eles jurídicos, contábeis ou financeiros.

Além disso, é válido frisar que o que vai ditar a forma de administração, normas e possibilidades de distribuição de resultados da SPE é o tipo de organização de sociedade, ou seja, se é uma Limitada (LTDA) ou uma Sociedade Anônima (SA). Embora existam diversas características que as diferenciem, como a constituição do capital social, a responsabilidade dos sócios/acionistas, a administração, o direito a voto, a saída da sociedade, entre outros, neste capítulo será apenas elucidado o que tange a distribuição de resultados.

Nas LTDAs, a distribuição de resultados é feita conforme as próprias regras acordadas entre os sócios no contrato social, ou por assembleia, uma vez que a legislação que regula este tipo de sociedade não estabelece uma regra específica

(FAZANO, 2012). Desta maneira, a distribuição não precisa ser proporcional às cotas dos sócios, nem ocorrer em mesma data.

Já para as SAs, conforme a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, Artigo 109, ações que pertençam à mesma classe conferem direitos iguais aos seus titulares na participação dos resultados. Ou seja, acionistas que detiverem ações ordinárias, recebem o resultado conforme a respectiva participação em cada distribuição. Entretanto, como alternativa à distribuição de dividendos aos acionistas com valores desproporcionais, é possível que sejam estabelecidas classes de ações preferenciais. De acordo com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, Artigo 17, esta classe de ações confere aos seus titulares prioridade na distribuição, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso de capital; e na acumulação das preferências dos itens anteriores. Sendo assim, pode haver desproporcionalidade na distribuição de dividendos desde que hajam classes de ações diferentes e as regras sejam estabelecidas no acordo de acionistas.

4.1.2. Sociedade em Conta de Participação

A SCP, segundo a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, Artigo 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. “Por isso, o sócio ostensivo assume perante terceiros responsabilidade ilimitada, já que é ele quem assume a obrigação de comprar, vender e/ou prestar serviços, vinculando sua pessoa e todo o seu patrimônio ao cumprimento de tais obrigações” (GABRICH, SIMÕES, 2011, p. 123). No que diz respeito ao sócio participante, suas obrigações se limitam àquelas determinadas no contrato social, portanto “não assume obrigações perante terceiros, nem realiza em seu nome ato jurídicos em favor da sociedade em conta de participação” (GABRICH, SIMÕES, 2011, p. 124)

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 direta 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 protegido, sendo que, a limitação de seu risco se estende ao valor integral investido.

No mercado imobiliário as SCPs têm se tornado cada vez mais comuns para a viabilidade do desenvolvimento de empreendimentos, tanto de uso comercial quanto de uso residencial; podendo os sócios participantes contribuírem com o próprio imóvel (terreno) ou recursos necessários à realização do empreendimento, e cabendo ao sócio ostensivo o seu desenvolvimento (MORAES, 2015).

Para Moraes (2015), uma das principais vantagens deste tipo societário é o seu tratamento fiscal, já que é considerada uma entidade individual e distinta do sócio ostensivo, o que faz com que seja submetida à incidência de tributos de acordo com sua própria atividade, perfazendo com que os resultados da SCP sejam distribuídos aos seus sócios como dividendos e, assim, isentos de tributação. Isso ocorre, pois, a tributação é recolhida diretamente na atividade (no caso da atividade imobiliária por meio do RET ou Lucro Real, por exemplo).

Além disso, vale ressaltar que a distribuição do resultado por meio de dividendos, pode ser feita de maneira desproporcional à contribuição de seus sócios para a formação do patrimônio (MORAES, 2015).

4.2. Valor

"No campo econômico, "valor" pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva)" (PAIVA, 2001, pg. 2).

No caso da análise da venda de participação de uma SPE, pode-se entender que existem dois "valores" importantes a serem considerados: o valor econômico e o valor patrimonial (ou contábil).

4.2.1. Valor Econômico

O valor econômico pode ser entendido como a importância que o originador e/ou investidor percebem em determinada empresa. Neste caso, pode-se dizer que o valor percebido pelo investidor na SPE está atrelado a quanto ele está disposto a pagar dada a expectativa de rentabilidade futura e sua percepção de risco do negócio.

Esta percepção pode variar a depender do momento do ciclo de desenvolvimento imobiliário que o empreendimento se encontra – que interfere

diretamente no risco observado do investimento –, seu desempenho até o momento, a expectativa de retorno futuro, além do ambiente macroeconômico que está inserido.

Em geral, o valor econômico, por buscar traduzir o que vale o investimento, possivelmente será o mesmo que o valor pago.

4.2.2. Valor Contábil

"No balanço patrimonial, a diferença entre o valor dos ativos e o dos passivos representam o Patrimônio Líquido, que é o valor contábil pertencente aos acionistas ou sócios" (IUDÍCIBUS ET AL, 2010, p. 344).

Ainda, de acordo com o mesmo autor, o Patrimônio Líquido pode ser dividido em: Capital Social, Reservas de Capital, Ajustes de Avaliação Patrimonial, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados. Em geral, ele é constituído inicialmente pelo aporte de Capital Social e vai se alterando conforme as movimentações da empresa, que incluem principalmente demais aportes de capital e geração de lucros e/ou prejuízos.

É importante ressaltar que para os Contratos de Construção o resultado do empreendimento que vem a incorporar seu patrimônio líquido é reconhecido de acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 17. Em linhas gerais, o reconhecimento do resultado é dado a partir do confronto entre a receita auferida à medida que as vendas ocorrem e os custos incorridos à medida que o estágio de execução do trabalho é executado, fato que resulta na divulgação de receitas, despesas e lucro.

4.2.3. Diferença Valor Pago x Valor Contábil

De acordo com Iudícibus et al (2010), quando o valor pago é maior que o valor patrimonial, há o pagamento de uma mais valia ou ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*); quando o valor pago é menor que o valor contábil, há um ganho por compra vantajosa para o Investidor ou deságio.

Da mesma forma, sob a ótica do vendedor, quando o valor recebido é maior que o valor patrimonial, há o reconhecimento de um ganho de capital; já quando o valor recebido é menor que o valor patrimonial, há o reconhecimento de uma perda de capital.

4.3. Tributação Ganho de Capital

Quando o valor recebido pela venda de participação supera seu valor contábil, ocorre um ganho de capital. Este ganho de capital pode receber diferentes tratamentos tributários a depender da estrutura que a empresa estiver inserida, conforme pode-se observar nos itens abaixo.

4.3.1. Regime de Lucro Real

Segundo a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, no regime de tributação de lucro real, a alíquota de Imposto de Renda (IR) é equivalente a 15% do lucro contábil apurado pela empresa, sendo que o valor que exceder R$ 240.000,00 ao ano, sujeita-se a um imposto adicional de 10%. Em relação à CSLL, sua alíquota é equivalente a 9% do lucro contábil apurado pela pessoa jurídica, de acordo com a Lei nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988.

Entretanto, a Lei nº 12.814, de 16 de maio de 2013 dita que toda pessoa jurídica com receita total superior R$ 78 milhões no curso do ano-calendário anterior está obrigada a adotar este regime de tributação.

Porém, pelo fato do imposto ser calculado a partir do lucro contábil, podem haver situações em que seja apurado prejuízo fiscal, o que significa que não haverá apuração de imposto de renda a pagar.

Para efeitos da tributação da venda de participação, vale ressaltar que o ganho de capital é uma das contas que compõe o lucro líquido, ou seja, faz parte da base de cálculo, sendo tributado em conjunto com as demais operações da empresa (Artigo 418 do Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999).

4.3.2. Regime de Lucro Presumido

De acordo com a Lei nº 8.541, de 23 de dezembro de 1992, no regime de tributação de lucro presumido, a alíquota de IR é equivalente a 15% sobre uma base de cálculo da receita apurada pela pessoa jurídica de 8%, sendo que o valor que exceder R$ 240.000,00 ao ano, sujeita-se a um imposto adicional de 10%; já a CSLL é equivalente a 9% sobre uma base de cálculo de 12%.

Sendo que, para que a pessoa jurídica possa submeter os seus rendimentos a este sistema, terá que ter sua receita total igual ou inferior a R$ 78 milhões no curso do ano-calendário anterior, segundo o Artigo 13º da Lei nº 12.814, de 16 de maio de 2013.

Para efeitos da tributação da venda de participação, vale ressaltar que o ganho de capital é uma das contas que se somam à base de cálculo para o imposto, sendo tributado em conjunto com as demais receitas da atividade (Artigo 5º da Instrução Normativa RFB nº 1.515, de 24 de novembro de 2014).

4.4. Acordo de Acionistas

A importância do acordo de acionistas, provém da necessidade de se estabelecer critérios e diretrizes de forma prévia a possíveis conflitos ou discussões que possam surgir durante o período de desenvolvimento do projeto. Vale ressaltar que tal acordo é pertinente para qualquer tipo de parceria, seja o investidor pessoa física, jurídica, que invista diretamente na SPE ou por meio SCP, entre outros.

Embora não exista norma específica que trate do acordo de quotistas no âmbito das Sociedades Limitadas, é possível que se valham do acordo de acionistas, previsto na Lei das Sociedades Anônimas (LSA) (MARTINS, 2010). Desde que prevejam regência supletiva da LSA no contrato social. Portanto, para fins do estudo, já que aqui se trata prioritariamente de Sociedades Anônimas para as parcerias, foram consideradas as principais matérias presentes para as SAs.

"O acordo de acionistas é 'norma secundária' em confronto com o estatuto e, a fortiori, a lei, os quais assumem o papel de 'norma primária' no sentido hierárquico" (COMPARATO, 1981, p. 75). Ou seja, o acordo de acionistas trata de matérias que não estão contidas no Estatuto Social da empresa, nem mesmo na lei vigente. Há previsão expressa na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe em seu Artigo 118 o seguinte: "Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede".

Este acordo é uma ferramenta essencial para que sejam demarcados os limites e seja regulamentada a relação entre as partes para a realização conjunta de um projeto, sendo que, é por meio do mesmo que são ditadas às regras relativas à: compra e venda de ações, que incluem considerações sobre *tag along* e *drag along*;

exercício dos direitos de voto; determinação de quórum para aprovação de questões estratégicas; e o encerramento da parceria (TANZILLI, OLIVEIRA, LE LAY, 2015). Além, de serem discutidas matérias relativas à resolução de questões de ingerências; aprovação de matérias em conjunto; aporte de capital; diluição de participação; entre outros.

Assim, o estabelecimento de diretrizes por meio do acordo de acionistas pode auxiliar a condução de parcerias, de forma a possivelmente "(i) ampliar as possibilidades de mitigar situações de risco que possam comprometer os resultados planejados e; (ii) extrair, da forma mais eficiente possível, os benefícios que tais alianças podem proporcionar" (CAMARGO; MONETTI; ALENCAR, 2015, p. 3), tanto do ponto de vista do originador quanto do ponto de vista de um investidor.

Vale ressaltar que a questão da distribuição de dividendos também pode ser discutida no âmbito do acordo de acionistas. Trata-se de uma matéria que tem influência direta na percepção de resultado dos sócios, a depender de como for estabelecida. Isto é, a depender da negociação, levando em conta as diferentes formas de participação entre as partes. Por exemplo, é possível que ocorra de forma proporcional, no caso de um investidor que tome os riscos da operação do negócio e tenha papel influente nas decisões juntamente ao originador; ou possivelmente de forma preferencial, como no caso de investidores com maior viés financeiro, que não desejam correr o risco da operação, mas que veem a possibilidade de um retorno interessante no investimento imobiliário. Além disso, normalmente podem ser esperados diferentes níveis de remuneração a depender da forma como será feita a distribuição de dividendos, pois normalmente se há menor risco, como no caso de uma distribuição preferencial, espera-se um retorno relativamente menor; já um caso de distribuição proporcional, que por sua vez apresenta um risco maior, é possível que se espere um retorno maior.

5. Visão do Originador

Alguns podem ser os motivos pelos quais o originador 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 em que ocorre a necessidade de venda do originador pode determinar o quanto ele está disposto a partilhar de seu retorno.

5.1. Vantagens e Desvantagens de *Funding* a partir de *Equity* de parceiros

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 empregado no empreendimento para aporte em outros negócios;
- Possibilidade de reembolso dos custos incorridos do projeto;
- Entrada de caixa para livre utilização do originador;
- Possibilidade de ganho de capital com a venda;
- Perda reduzida no caso de insucesso do empreendimento;
- Compartilhamento de risco com o sócio.

Desvantagens:

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

Ainda, é necessário ressaltar que a amplitude das vantagens e desvantagens variam 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.

Por exemplo, no caso de uma estrutura por SCP, entende-se que o originador permanecerá com todo o risco jurídico do negócio, como uma ação trabalhista, podendo inclusive gastar recursos adicionais para regularização da situação, enquanto o investidor ficará protegido tanto juridicamente, quanto financeiramente. Outro exemplo que pode ser citado é em relação à estrutura de retornos. No caso do estabelecimento de um retorno mínimo para o investidor, é possível que o originador não consiga auferir lucro ao final do projeto. Basicamente, as vantagens e desvantagens variarão de acordo com as regras estabelecidas entre as partes no acordo de acionistas.

5.2. *Timing* para a Venda de Participação e Mitigação de Riscos

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.

Em geral, a disposição risco x retorno ocorre da seguinte maneira:

> Quando se espera mais retorno, é necessário pagar um preço, aceitando um risco maior de investimento. Se fosse possível atingir um retorno esperado maior sem assumir mais risco, haveria uma corrida para comprar esses ativos de alto retorno, e consequentemente, seus preços subiriam. (BODIE; KANE; MARCUS, 2010, p. 10).

Ou seja, assumindo uma posição de diminuição de seus riscos, o originador deve abrir mão de parte de seu retorno para um possível investidor. Em contraponto, o quão maior o risco que o investidor assumir, mais retorno desejará obter.

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.

Ainda, a motivação de venda de participação pode ter variações de acordo com o momento que se encontra do ciclo imobiliário.

Utilizando os conceitos apresentados no Capítulo 2.2, especificamente o que diz respeito à taxa de atratividade em cada etapa do comportamento cíclico do mercado imobiliário, e o conceito de risco e retorno acima, foi possível estabelecer uma relação com os riscos e incertezas esperados. Entende-se que "a combinação de renda e risco estará refletida na taxa de atratividade arbitrada pelo investidor na conjuntura de compra e no seu comportamento adiante" (ROCHA LIMA JR., 2013, p. 2), assim uma maior taxa de atratividade seria esperada em momentos de maior risco estimado tanto para o originador, quanto para um possível investidor.

De tal modo, entende-se que o retorno que deverá ser partilhado com o investidor acompanhará os riscos e incertezas do negócio observados de acordo com o comportamento do mercado imobiliário. Isso ocorre, pois, em um ambiente de maior incerteza, o investidor do *real estate* buscará um maior retorno e em um ambiente de menor incerteza, aceitará um menor retorno.

Em uma fase de recuperação, percebem-se riscos altos, pois os preços podem variar amplamente, há ainda maior volatilidade na velocidade de vendas, quanto tempo o mercado demorará para se recuperar por completo e, portanto, para que o originador consiga vender participação de um projeto, o investidor esperará um retorno alto comparativamente a outros momentos, pois estará assumindo um alto risco. Geralmente, nesta fase são verificadas taxas de atratividade estáveis, porém em altos níveis. Na fase de expansão, espera-se menores riscos pois o mercado está em alta, portanto espera-se um menor compartilhamento de retorno com o investidor, se comparado com a fase anterior, além de que as taxas de atratividade verificadas no mercado começam a declinar. Na fase de super oferta, o risco é considerado baixo, dado crescimento da demanda e dos preços, embora desacelerado e, portanto, o investidor pode aceitar retornos mais baixos. Assim, são verificadas taxas de atratividade em declínio. Por fim, em fases de recessão em que os riscos são considerados altos, pois o mercado se encontra em baixa de preços, velocidade de vendas, entre outros, o investidor também buscará um alto retorno, e assim, são verificadas taxas de atratividade aumentando em relação à fase anterior.

Além disso, a motivação de venda de participação pode ter variações de acordo com o momento que se encontra no ciclo de desenvolvimento imobiliário. Entende-se que o retorno que deverá ser partilhado com o investidor acompanhe os riscos e incertezas do negócio em cada etapa.

A partir dos conceitos discutidos no Capítulo 2.3, durante o período de formatação do empreendimento, é possível esperar riscos muito altos; já no período de construção, riscos altos; no período pós implantação, riscos moderados; e no período de operação (não será tratado neste trabalho), riscos baixos.

A cada etapa os riscos próprios do negócio imobiliário podem ser mitigados ou superados, se tornando cada vez menores. Pelo fato de cada investidor ter determinada pré-disposição em assumir certos tipos de riscos, é possível que haja uma melhor etapa para que se invista neste produto. Em geral, quanto antes ocorrer o investimento, maior o nível de risco percebido e maior a remuneração esperada; quanto mais tarde, menor o nível de risco e menor a remuneração.

Assim sendo, na formatação do projeto, fase em que o terreno já pode ter sido comprado, ou não, que o produto está sendo definido e o projeto não está aprovado, o investidor buscará um retorno adicional por assumir estes riscos. No lançamento, provavelmente já se tem as aprovações, como o registro de incorporação, e uma avaliação de mercado; portanto, alguns fatores de riscos já foram superados, o que faz com que o retorno esperado seja um pouco menor em relação à fase anterior. Já, após o lançamento e possivelmente após a contratação do financiamento à produção, é possível que os riscos tenham diminuído consideravelmente, pois a velocidade de vendas e os preços negociados podem ser avaliados e pode ser que haja garantia de recebíveis o suficiente para obtenção da dívida para financiamento à produção; assim, o retorno a ser partilhado pode acabar sendo menor. No que tange à construção, entende-se que o projeto executivo foi aprovado, parte dos fornecedores foram contratados; de tal modo o risco e o retorno esperado pelo investidor podem ser ainda menores do que nas fases antecedentes.

6. Visão do Investidor

A venda de participação societária se faz de grande relevância em momentos de desaquecimento, pois a depender do nível de necessidade de caixa, da escassez de financiamento bancário e necessidade de diversificação da carteira de investimentos do originador, sua disposição em partilhar uma fatia maior dos retornos para o investidor aumenta. Sendo assim, entende-se que se trata de um ambiente propício para que investidores capitalizados invistam seus recursos em projetos de *real estate*.

Para fins de estudo, serão considerados que estes parceiros serão pessoas físicas ou jurídicas, residentes no Brasil ou não, que se utilizarão de um FIP como veículo de investimento na SPE do Projeto Imobiliário.

6.1. Fundos de Investimento em Participações

6.1.1. Características Gerais

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

> 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).

"O FIP apresenta uma estruturação bem flexível, uma vez que permite que grande parte das regras para seu funcionamento seja estipulada no próprio regulamento do fundo, tais como patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização, prazo do fundo, etc" (CARVALHAES, 2006, pg. 35). Desta forma, 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 veículos de investimento em *real estate*.

Segundo a Uqbar (2016), os FIPs já representam um montante expressivo de recursos investidos no setor imobiliário, chegando a um Patrimônio Líquido (PL) de R$ 23 bilhões em 2015, o que o configura como uma substancial fonte de financiamento imobiliário no Brasil.

6.1.2. Investidores Quotistas

Podem ser investidores do FIP, aqueles que se enquadrem como qualificados. Segundo a Instrução CVM[4] nº 554 de 17 de dezembro de 2014, Art. 9º-B, são eles:

> I – investidores profissionais;
> II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;
> III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e
> IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Ainda, de acordo com a Instrução CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014, Art. 9º-A, são investidores profissionais:

> I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
> II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
> III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
> IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que,

[4] Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

> adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;
> V – fundos de investimento;
> VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;
> VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
> VIII – investidores não residentes.

6.1.3. Tributação do FIP

Um dos benefícios deste veículo é que é isento do pagamento de imposto sobre os dividendos distribuídos, tanto para investidores residentes ou domiciliados no Brasil, quanto para estrangeiros. Desta forma, somente haverá tributação para o cotista quando houver a amortização de suas cotas ou quando forem liquidadas com o encerramento (CARVALHAES, 2006).

No que tange o investidor pessoa física ou jurídica, domiciliado ou residente no país, segundo a Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015, Artigo 32, “Os rendimentos auferidos no resgate de cotas de FIP, FIF FIP e FIEE, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas”.

Já no que diz respeito aos investidores estrangeiros, desde que possuam menos que 40% das cotas ou rendimentos, de acordo com a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, Artigo 1º, “Fica reduzida a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos (...), exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento)”. Entretanto, investidores de países que possuam alíquota inferior à 20% serão tributados conforme investidores residentes.

6.2. Diferentes tipos de relação entre parceiros

A relação entre o originador e o investidor e a forma como o investidor está disposto a participar da parceria vai depender, em geral, do seu objetivo, do seu *know-how* deste mercado e de sua disposição em correr determinados tipos de riscos.

O objetivo do investidor em relação a um investimento imobiliário geralmente está relacionado a uma perspectiva de ganho de capital a partir do desenvolvimento imobiliário – que se entende como desenvolvimento do projeto e venda dos ativos – ou, por exemplo, investimento para obtenção de renda. Entretanto, neste trabalho será analisado predominantemente o investimento no desenvolvimento imobiliário.

No que diz respeito ao seu *know-how* do mercado, tal conhecimento pode ditar se sua parceria estará focada apenas no investimento financeiro ou se irá participar mais ativamente nos processos de decisão do projeto, como tipologia de produto, métodos construtivos, fachada, etc.

Quanto ao risco que está disposto a correr, o investidor pode participar do desenvolvimento do projeto desde a aquisição do terreno ou até mesmo entrar em um projeto em parte já performado (ou seja, que já incorreram parte dos riscos como, por exemplo: registro de incorporação, projetos executivos, lançamento ou obtenção de financiamento), ou até mesmo em projetos que possuem apenas o risco de comercialização, como aqueles que já terminaram a construção e ainda possuem estoques. Ainda, é necessário frisar que o risco e retorno esperados pelo Investidor variam também com um mínimo geralmente estabelecido em seu regulamento (no caso de Fundos) ou resultados pactuados com os acionistas (no caso de um *Private Equity*).

Assim, a depender dos riscos que o investidor está disposto a correr, a participação pode ocorrer de um determinado modo. Por exemplo, um investidor que aceite correr todos os riscos da SPE – como risco de vendas, trabalhistas, construção, entre outros – possivelmente aceitaria uma participação em que as partes (originador e investidor) fossem remuneradas de forma equivalente, como no caso da distribuição proporcional de dividendos. Já um investidor que tenha um viés financeiro, pode não aceitar correr os riscos da SPE, inclusive sendo propenso a uma remuneração preferencial em relação ao originador.

Entretanto, em geral, não há regras pré-definidas para a relação entre os parceiros, além das definições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 que discorrem sobre as Sociedades por Ações. Sendo assim, a parceria é grande parte regida pelas regras estabelecidas no acordo de acionistas em comum acordo entre o investidor e o originador, a depender do objetivo de cada uma das partes com a venda e compra de participação.

6.3. Risco x Retorno esperado pelo Investidor

Em linhas gerais, a depender do momento do comportamento cíclico do mercado e da fase de desenvolvimento que o projeto se encontra, o investidor se deparará com um nível de risco; com um nível de investimento mais alto ou mais baixo; e determinada disposição do originador de partilhar maior ou menor parte de seu resultado. Vale ressaltar, que o risco nunca é eliminado por completo, podendo alguns riscos terem sido mitigados ou ultrapassados a depender da fase do desenvolvimento do projeto ou a depender do momento que o mercado se encontra, o que faz com que seja possivelmente considerado menor.

Entretanto, o risco e o retorno esperados não estão apenas relacionados ao momento de investimento (como estudados no Capítulo 2), mas também estão fortemente relacionados às regras de parcerias estabelecidas entre as partes, além das próprias especificidades do veículo de investimento (neste caso, o FIP).

Algumas cláusulas contratuais do acordo de acionistas podem, de certo modo, proteger o investidor e diminuir o risco percebido por ele, mesmo quando se trata de uma parceria em que o investidor é minoritário. É possível citar alguns exemplos:

- Preço Máximo Garantido (PMG) para o custo de obra;
- Distribuição preferencial de dividendos;
- Cláusulas de indenização por danos de imagem ou por danos materiais por ineficiência da ponta operacional;
- Ajuste de preço em caso de alterações significativas no plano de negócios, com *triggers* em percentuais de variações de verbas de incorporação, marketing ou redução do preço de vendas, por exemplo;
- *Tag Along*, cláusula que assegura aos minoritários o direito de negociar suas cotas/ações nas mesmas condições que o majoritário esteja possivelmente negociando com um investidor;
- Direito de Preferência, permite que os demais sócios tenham preferência na aquisição de cotas dos demais sócios, em prol de não serem diluídos possivelmente;
- *Lock Up,* visa a permanência do sócio originador durante determinado período de tempo na empresa;

- Opção de Venda do investidor por prática de atos comissivo ou omissivo do originador, que acarrete na inviabilização do empreendimento; como não lançamento até determinada data; não obtenção do financiamento à produção; entre outros.

7. Estudo de Caso

Como forma de referenciar como a venda de participação societária por parte do originador pode ser uma estratégia de redução de necessidade de capital próprio, o estudo de caso será baseado na análise de um empreendimento residencial protótipo para desenvolvimento imobiliário e a venda de uma parcela da participação neste projeto para um investidor. O objetivo é analisar se a venda de participação pode ser uma forma de captação de recursos plausível para o originador e, deste modo, uma aliada em sua perspectiva de crescimento e diversificação do portfólio de investimentos.

Para tanto, o estudo de caso será dividido em duas partes principais: a análise da qualidade do investimento no 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 com recursos financeiros, (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 no cenário base de análise 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) a remuneração, por meio da distribuição de dividendos, poderá ser proporcional ou preferencial.

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 próximo à fase de comercialização – 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 foram parcialmente mitigados.

7.1. O Empreendimento

O empreendimento a ser estudado trata-se de um protótipo referenciado em um projeto residencial a ser desenvolvido na Rua Joaquim Távora no bairro da Vila Mariana na cidade de São Paulo.

7.1.1. 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 2 - Produto

Produto	**Unidades**	**Área Privativa m²**	**AP Total m²**	**R$/m² Médio**	**VGV Total R$ mil**
Tipo 50m²	120	52	6.240	12.500	78.000
Tipo 70m²	76	72	5.470	12.500	68.400
Total	**196**		**11.712**	**12.500**	**146.400**

Tabela 3 - 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 4 - Dados Gerais do Terreno

Dados Gerais Terreno	%	Valor
Área Terreno m²		2.417
R$/m²		11.250
Valor Terreno em R$ mil		27.191
Permuta em R$ mil	0,0%	-
Pagamento em R$ mil	100,0%	27.191

Tabela 5 - 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 6 - 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 7 - Gastos com Construção

Construção	Reajuste	Valor R$ mil	Parcelas	Início	Fim
Área Construída		18.348			
R$/m²		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 8 - Curva de Obra

Curva de Obra	%		%
jul 16	3,0%	jul 17	6,3%
ago 16	3,0%	ago 17	6,3%
set 16	3,0%	set 17	5,0%
out 16	3,0%	out 17	5,0%
nov 16	3,8%	nov 17	5,0%
dez 16	3,8%	dez 17	5,0%
jan 17	3,8%	jan 18	5,0%
fev 17	3,8%	fev 18	5,0%
mar 17	3,8%	mar 18	2,5%
abr 17	3,8%	abr 18	2,5%
mai 17	6,3%	mai 18	2,5%
jun 17	6,3%	jun 18	2,5%

Tabela 9 - Contas da Administração

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

Tabela 10 - 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 11 - 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 12 - 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 13 - Impostos

Impostos	%
RET 4	4,00%
PIS/COFINS	1,92%
IR/CSLL	2,08%

Tabela 14 - Taxas Referenciais

Taxas Referenciais	a.m.	a.a.
IGP-M	0,5%	6,0%
INCC	0,5%	6,5%
CDI (Certificado de Depósito Interbancário)	1,0%	12,5%
TR	0,1%	1,5%
COP (Custo de Oportunidade)	0,8%	10,0%
TAT (Taxa de Atratividade) do Originador do Projeto[5]	1,5%	20,0%

7.1.2. Financiamento à produção

Para este empreendimento espera-se a contratação do financiamento à produção para 80% dos custos de construção a um custo de 10,2% de juros, acrescido da correção monetária por TR.

Entretanto, devido aos motivos discutidos no Capítulo 3.2, pode haver grande dificuldade para contratação do mesmo.

[5] TAT do originador arbitrada a partir de uma taxa de cerca de 255% do CDI após os impostos (considerada em 15% da renda para investimentos de longo prazo).

Tabela 15 - Financiamento à Produção

Financiamento à Produção		
% Obra Financiado	80,0%	
Patamar Mínimo de Venda (% Vendas)	40,0%	
Patamar Mínimo 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	

Para que o financiamento seja liberado, há a necessidade de se ultrapassarem alguns patamares, que são: (1) venda de 40% das unidades e (2) andamento superior a 5% da obra. Além disso, os juros e a correção monetária serão pagos mensalmente, não haverá carência para o pagamento do principal e o pagamento do principal será conforme a curva de repasse – projetado para 8 parcelas mensais a partir das Chaves + 1 mês.

7.1.3. Balanço do Empreendimento

A partir da elaboração do fluxo de caixa (APÊNDICE A e APÊNDICE B), utilizando as premissas estabelecidas nos capítulos anteriores, foi possível chegar ao seguinte resultado do empreendimento (Tabela 16). Para este empreendimento seria possível esperar uma Margem Líquida de cerca de 26,9% se o financiamento for contratado e de 28,2% se não for possível a contratação do mesmo. Como pode ser observado, o impacto na margem do projeto é positivo com a não contratação do financiamento, isto ocorre pois não há o custo adicional do financiamento com juros. Entretanto, mais a diante poderão ser vistos os impactos negativos relacionados aos indicadores da qualidade do investimento e da estrutura de *funding* que a não contratação do financiamento pode trazer.

Tabela 16 - Demonstrativo do Resultado

Demonstrativo do Resultado	com financiamento	sem financiamento
Receita de Vendas	**148.876**	**148.876**
PIS/COFINS	(2.858)	(2.858)
Receita Líquida	**146.018**	**146.018**
Custos Operacionais	**(81.550)**	**(81.550)**
Terreno	(34.136)	(34.136)
Incorporação	(1.267)	(1.267)
Construção	(46.147)	(46.147)
Resultado Bruto	**64.468**	**64.468**
Margem Bruta	***44,2%***	***44,2%***
Despesas Operacionais	**(20.135)**	**(20.135)**
Despesas com Vendas	(11.874)	(11.874)
Despesas Administrativas	(8.261)	(8.261)
EBITDA[6]	**44.333**	**44.333**
Margem EBITDA	***30,4%***	***30,4%***
Custos do Financiamento	(1.917)	-
IR/CSLL	(3.097)	(3.097)
Resultado Líquido	**39.320**	**41.237**
Margem Líquida	***26,9%***	***28,2%***

7.1.4. Funding

A estrutura de *funding* compreende a divisão da proveniência dos recursos necessários para se desenvolver o empreendimento imobiliário.

A partir da análise da Tabela 17 e Figura 7 é possível perceber que dos R$ 107.640 mil da base (custos, despesas e impostos) necessários para realização do empreendimento, no caso de contratação do financiamento à produção é necessário apenas 35,7% deste montante de capital próprio, enquanto que no caso da não contratação do financiamento o valor necessário de *equity* próprio sobe para 54,5% do montante.

É válido ressaltar a importância da análise da estrutura de *funding* do empreendimento, pois deve estar diretamente ligada à capacidade de investimento do

[6] Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization (EBITDA)

empreendedor. No caso da impossibilidade de utilização de *equity* próprio, é necessária a busca de métodos alternativos de captação de recursos.

Tabela 17 - Estrutura de Funding do Empreendimento

Funding	**com financiamento**		**sem financiamento**	
Recursos Totais	107.640	*100,0%*	107.640	*100,0%*
Equity Próprio	38.449	*35,7%*	58.680	*54,5%*
Dívida	26.318	*24,4%*	-	*0,0%*
Receita Vendas	42.873	*39,8%*	48.960	*45,5%*

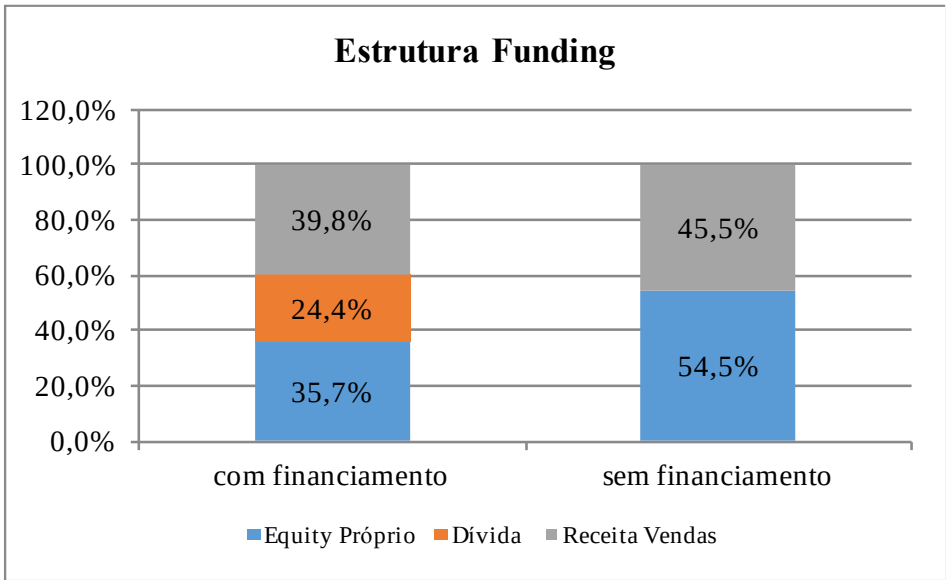


Figura 7 – Estrutura de Funding do Empreendimento

Ainda, é válido ressaltar que no caso da contratação do financiamento à produção, embora sejam necessários apenas 35,7% de *equity* próprio, do montante total dos recursos de vendas disponíveis, apenas 73,4% é realmente retorno do investimento, o restante é necessário para o pagamento do financiamento. No caso da não contratação, todo o retorno obtido seria utilizado como retorno do investimento.

Tabela 18 - Destinação dos Recursos do Empreendimento

Destinação dos Recursos (cenário com financiamento)		
Receita de Venda Restante	106.003	*100,0%*
Retorno	77.769	*73,4%*
Amortização Financiamento	28.234	*26,6%*

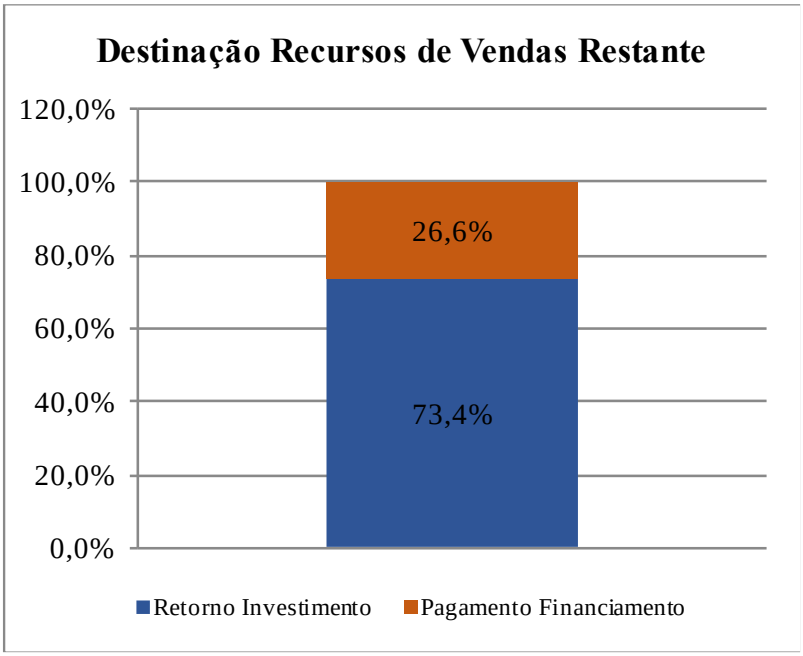


Figura 8 - Destinação dos Recursos do Empreendimento

7.1.5. Indicadores da Qualidade do Investimento

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. A depender do perfil de risco do investidor e o retorno observado, será possível dizer se é um investimento que pode fazer sentido para a carteira do originador.

Ainda, levando em conta que ao se investir em um empreendimento se imobiliza 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 19, trata-se de um investimento consideravelmente atrativo (levando em consideração a taxa de

atratividade do originador de 20% equivalente anual efetiva acima da inflação), entretanto isso apenas ocorre no cenário com financiamento à produção em que a TIR ultrapassa os 22% equivalente anual efetiva acima da inflação, no caso do cenário sem financiamento a TIR fica em torno de 19,8% equivalente anual efetiva acima da inflação. 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.

Tabela 19 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento

Indicadores da Qualidade do Empreendimento	**com financiamento**	**sem financiamento**
Investimento R$ mil	38.449	58.680
IP (Investimento Pronto) R$ mil	37.493	53.638
TIR[7] (Taxa Interna de Retorno) % eq. anual efetiva acima do IGP-M	22,1%	19,8%
TRR[8] (Taxa de Retorno Restrita) % eq. anual efetiva acima do IGP-M	21,2%	17,6%
Payback[9] Primário (em meses)	47	48
Payback Alavancado (em meses)	49	50

7.2. Venda de Participação Societária

No estudo de caso, a venda de participação societária ocorrerá da seguinte forma: 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 (por meio de um FIP) paga à originadora o valor negociado pela SPE, isto inclui o Valor Patrimonial da SPE equivalente à participação acrescido de um eventual ágio. A partir deste momento, a

[7] TIR (Taxa Interna de Retorno) "mede a alavancagem de poder de compra oferecida pelo empreendimento ao empreendedor, considerados os fluxos de imobilização (investimento) e os de retomada do poder de compra (retorno) no prazo em que se dão os ganhos" (ROCHA LIMA JR, MONETTI, ALENCAR, 2011, p. 236)

[8] TRR (Taxa de Retorno Restrita) "considera que a política de gestão financeira do empreendedor (...) é a de iniciar o ciclo de produção 'pronto para investir', o que significa ter uma massa de recursos Ip, cuja fonte reconhece a que, devolvida parceladamente, é capaz de suprir o fluxo Ik." (ROCHA LIMA JR, MONETTI, ALENCAR, 2011, p. 237)

[9] *Payback* é o prazo de recuperação da capacidade do investimento (ROCHA LIMA JR, MONETTI, ALENCAR, 2011)

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.

Porém, é válido comentar que o valor de venda da participação pode variar de acordo com a visão tanto do originador quanto do investidor. No caso, o valor de venda da participação será avaliado a partir do cálculo para que o investidor atinja uma remuneração arbitrada em 19,4% (o equivalente a 250% do CDI) em um cenário de distribuição proporcional de dividendos. Entretanto este valor poderia ser inferior ao valor patrimonial da SPE, no caso de uma possível expectativa de retorno mais elevada do que a arbitrada, o que levaria a um deságio para o originador.

7.2.1. Regras de Parceria entre Originador e Investidor

Esta parceria contará com a venda de participação de 50% do empreendimento para o investidor em novembro de 2015 por R$ 21.447 mil da base, valor este calculado para que o investidor atinja uma remuneração equivalente a 250% do CDI em um cenário de distribuição proporcional de dividendos. Ainda, entende-se que o custo da SPE seja equivalente a R$ 17.588 mil da base, o que leva a um ganho de capital do originador de R$ 3.859 mil da base (Tabela 20). A partir de então, o investidor ficará responsável por 50% dos aportes desta data (inclusive) em adiante.

Tabela 20 - Cálculo do Ganho de Capital

Valor de Venda da Participação **(valores em R$ mil)** **[a]**	**Custo de Venda** **[b]**	**Ganho/Perda Capital** **[a-b]**
21.447	17.588	3.859

É válido ressaltar que a taxa de remuneração aceita pelo investidor pode sofrer alterações de acordo com a fase que o projeto se encontra, além dos riscos que está disposto a correr.

Além disso, entende-se que o originador espera certa remuneração pelos investimentos já feitos e visto os fatores de riscos eliminados ou mitigados que incorreu sem o parceiro. No caso de o início da parceria ocorrer antes da compra do terreno, por exemplo, dificilmente o originador poderia esperar um ganho de capital

pela venda de participação, uma vez que os dois passariam pelas mesmas etapas do projeto e fatores de risco conjuntamente.

A respeito da distribuição de resultados, foram estudadas duas formas de distribuição de dividendos. Mesmo tendo sido considerados apenas dois formatos para a distribuição de dividendos, não significa que apenas estes possam ser utilizados em uma parceria societária. Ainda, vale lembrar, que de acordo com os conceitos estudados no Capítulo 6.1.3 acerca dos FIPs, não há tributação na distribuição de dividendos para o investidor.

Na primeira forma de distribuição, neste trabalho chamada de “Proporcional”, entende-se que terá sido definida apenas uma classe de ações (ordinárias), assim os retornos ocorrerão proporcionalmente à participação do originador e investidor conforme ocorrerem. Já na segunda forma, chamada de “Preferencial”, entende-se que terão sido definidas duas classes de ações (preferenciais e ordinárias), o investidor sendo detentor das preferenciais, receberá todos os retornos do projeto até atingir uma TIR equivalente arbitrada como 250% de CDI, o que exceder essa remuneração, todos os retornos ocorrerão somente para o originador[10]. Arbitrando-se para o modelo protótipo o valor de CDI em 12,5%, 250% de CDI descontando-se impostos corresponde a uma taxa de atratividade do investidor de 19,4% equivalente anual efetiva acima do IGP-M.

Vale comentar que a taxa de atratividade esperada pelo originador e pelo investidor pode variar de acordo com o risco tomado por cada um. Conforme os conceitos apresentados no Capítulo 5.2, a cada momento do mercado imobiliário e da fase de desenvolvimento que o projeto se encontra, são tomados determinados riscos e, portanto, são esperados determinados níveis de remuneração.

Seria possível arbitrar, por exemplo, patamares de taxas de atratividade para um investidor a depender do momento de participação no empreendimento. Esta taxa de atratividade pode ser alcançada por um possível ajuste do valor de venda da participação ou possivelmente pela taxa de remuneração arbitrada para uma distribuição de dividendos preferenciais. Supondo que o investidor fizesse seu investimento em um momento de recuperação ou expansão de mercado (momentos

[10] Esta configuração de distribuição preferencial de dividendos foi arbitrada para um dos cenários do estudo de caso, porém podem existir diferentes modelos, nos quais, por exemplo, após ser atingida a taxa de remuneração do investidor, ocorreriam distribuições de retornos em percentuais diferentes para o originador e investidor.

entendidos com um menor nível de risco), ou no período de construção (período em que grande parte dos fatores de risco do projeto foram eliminados), possivelmente a taxa de atratividade de mercado seria compreendida como um percentual mais baixo que o arbitrado.

7.2.2. Visão Originador

7.2.2.1. Tributação do Valor de Venda da Participação

Embora a valor de venda da participação na SPE tenha sido arbitrado em R$ 21.447 mil da base, não é necessariamente este valor que ingressa para a empresa originadora. Isso ocorre, pois deve ser considerado o regime tributário. A tributação dependerá do fato de haver (ou não) ganho de capital e da forma que a empresa está estruturada e, portanto, em qual regime se enquadra (Capítulo 4.3).

Tabela 21 - Tributação do Valor de Venda da Participação

Regime Tributário (valores em R$ mil)	Valor de Venda de Participação [a]	Custo de Venda de Participação [b]	Ganho de Capital [a - b]	Tributação [c]		Valor de Venda de Participação Líquido de Impostos [a - c]
				IR	CSLL	
Lucro Real (c/ Lucro)	21.447	17.588	3.859	941	347	20.159
Lucro Real (c/ Prejuízo)	21.447	17.588	3.859	-	-	21.447
Lucro Presumido	21.447	17.588	3.859	941	347	20.159

Em geral, o regime tributário será ditado pela receita total da empresa, caso seja maior que R$ 78 milhões[11], necessariamente deverá adotar o lucro real, caso seja inferior ou equivalente aquele valor, poderá adotar o lucro presumido.

No que diz respeito às alíquotas auferidas sobre o ganho de capital, em ambos os regimes são equivalentes – cerca de R$ 1.288 mil da moeda da base.

No caso da adoção do regime de lucro real, o único fator que mudaria a tributação devida seria o resultado da empresa no período da venda de participação.

[11] Segundo a Lei nº 12.814, de 16 de maio de 2013, vigente em 2016.

Isso porque, se a empresa possuir prejuízo (antes do imposto), mesmo após a soma do ganho de capital, a tributação devida será inexistente.

Levando em consideração o cenário mais pessimista, será considerada a tributação no valor de venda de participação, independente se ela estiver enquadrada em lucro real ou lucro presumido.

7.2.2.2. Resultados Esperados para o Originador

Considerando as premissas descritas nos itens acima, entende-se que em um cenário referencial (APÊNDICE C e APÊNDICE D) – 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 22.

Tabela 22- Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador

Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador (valores em R$ mil)	**Sem Sócio**		**Proporcional (% indicam desvios em relação ao cenário sem sócio)**		**Preferencial (% indicam desvios em relação ao cenário sem sócio)**	
Investimento	38.449	-	35.177	-8,5%	35.177	-8,5%
Retorno	77.769	-	57.408	-26,2%	59.135	-24,0%
Resultado	39.320	-	22.231	-43,5%	23.958	-39,1%
TIR	22,1%	-	22,2%	0,1 p.p.	22,0%	- 0,1 p.p.
Payback Primário	47	-	46	-1	49	2

Fica evidente que ao se analisar a TIR do projeto para a situação Proporcional, percebe-se uma pequena variação positiva em sua TIR e para a situação Preferencial, pequena variação negativa. 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 fica próximo de 26% no cenário proporcional e 24% no cenário preferencial. Além disso, no cenário proporcional percebe-se uma diminuição de 1 mês no *payback* primário e no preferencial um aumento de 2 meses.

Tabela 23 - Geração Líquida de Caixa - Visão Originador

Geração Líquida de Caixa R$ mil	2015	2016	2017	2018	2019
Sem sócio	(36.077)	(1.705)	439	48.896	27.768
Proporcional	(16.654)	333	219	24.448	13.884
Preferencial	(16.654)	-	-	12.844	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 melhoria de R$ 19.424 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 uma partilha de resultado.

É importante perceber que a pré-disposição do originador em vender participação em determinado projeto vai além da melhoria de indicadores da qualidade do investimento do mesmo. Muitas vezes, a empresa pode ter necessidade momentânea de caixa e a venda significa a possibilidade de obtenção destes recursos antecipadamente.

7.2.2.3. Valor de Venda da Participação x Remuneração do Originador

Para que seja possível analisar os principais impactos na qualidade do investimento na visão do originador, foram testadas variações discretas no valor de venda. Para tanto, testou-se desde um aumento de 15,0% a uma diminuição de 15,0% no valor.

Tabela 24 - Variação Discreta Valor de Venda da Participação - Visão Originador

Δ% ao Valor de Venda da Participação	Δ Valor de Venda da Participação	TIR Proporcional	TIR Preferencial	*Payback* Proporcional	*Payback* Preferencial
	19.784	20,7%	22,6%	47	49
-15,0%	18.230	19,4%	23,1%	47	49
-10,0%	19.302	20,3%	22,7%	47	49
-5,0%	20.375	21,2%	22,4%	46	49
0,0%	21.447	22,2%	22,0%	46	49
5,0%	22.519	23,1%	21,6%	46	49
10,0%	23.592	24,2%	21,2%	46	49
15,0%	24.664	25,2%	20,8%	46	49

Conforme é possível verificar com o auxílio da Tabela 24, seria necessária uma diminuição de aproximadamente 15% no valor de venda da participação, 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 a melhora de apenas 1 mês para variações positivas maiores que 5% no valor de venda da participação.

No caso do cenário de distribuição preferencial para o investidor, percebe-se que a TIR esperada e o *payback* sofrem pequenas variações negativas a cada aumento do valor de entrada. Isso ocorre pelo fato de o retorno do investidor estar fixado em uma TIR de 19,4% equivalente anual efetiva acima do CDI (equivalente a 250% do CDI), assim a cada aumento no valor de entrada, maior a remuneração necessária do projeto para atingir a TIR fixada do investidor e menor a remuneração excedente do projeto para o originador.

Assim sendo, no caso de variações positivas no valor de venda da participação, apenas o cenário de distribuição de dividendos proporcionais traria uma possível melhora nos indicadores da qualidade do investimento do originador.

Vale ressaltar que o valor de venda da participação pode refletir o momento de mercado que se encontra. Em momentos de mercado desaquecido, o risco verificado normalmente é maior e a rentabilidade esperada pelo investidor também e, portanto, o valor de venda da participação tende a um valor mais baixo.

Para fins analíticos, é importante verificar o comportamento da taxa de retorno do originador de acordo os diversos momentos do comportamento cíclico imobiliário. Portanto, foram arbitradas taxas de atratividade para o investidor conforme o aumento da percepção de risco a cada momento. Assim, por exemplo, em momentos de recessão, em que o risco percebido é maior, seriam esperadas taxas de atratividade maiores; já em momentos de recuperação ou super oferta, em que o risco percebido pode ser menor, as taxas de atratividade também seriam. Vale ressaltar que tais taxas podem variar de acordo com a disposição de cada tipo de investidor em assumir determinado risco.

Para o caso da distribuição proporcional de dividendos, foram arbitrados diferentes valores de venda, de forma que o investidor alcançasse sua TIR equivalente à TAT almejada de acordo com o aumento ou diminuição de sua percepção de risco. Assim, foi possível verificar o comportamento do retorno esperado para o originador. Conforme pode ser observado na Figura 9 e na Tabela 25 , é possível analisar o comportamento da taxa de retorno do originador a depender da remuneração esperada pelo investidor. Considerando que na máxima percepção de risco do investidor, seja arbitrada uma TAT de 21,9% equivalente anual efetiva acima da inflação (o equivalente a cerca de 275% do CDI), para que ele tenha sua TIR equivalente à TAT arbitrada, o originador poderia estabelecer um valor de venda da participação de R$ 20.096 mil da moeda da base e alcançaria uma TIR de 21,0% equivalente anual efetiva acima da inflação. Já considerando que em um momento de mínima percepção de risco, o investidor arbitre sua TAT em 16,9% equivalente anual efetiva acima da inflação, para que o investidor tenha sua TIR equivalente à TAT, o originador poderia estabelecer um valor de venda da participação de R$ 22.867 mil da moeda da base e alcançaria uma TIR de 23,5% equivalente anual efetiva acima da inflação.

Assim, é possível verificar que no cenário desenhado existe espaço para negociações, pois, mesmo alterando os valores de venda, foi possível atingir uma remuneração que fosse adequada para ambos. No limite, do ponto de vista do originador, seria possível que a venda ocorresse por no mínimo R$ 18.990 mil da moeda da base (antes dos impostos), mantendo todas as outras premissas inalteradas, para que atingisse uma remuneração mínima equivalente à TAT arbitrada de 20% equivalente anual efetiva acima da inflação. Porém, vale comentar que quanto maior o valor de venda da participação, mais protegido o originador está. Porque,

trata-se de um valor garantido, enquanto a remuneração que o projeto alcançará vai variar com o seu desempenho durante seu ciclo de desenvolvimento.

Ainda, é possível constatar um comportamento inverso da remuneração das partes. Quanto maior a taxa de retorno exigida pelo investidor, menor o valor de venda e menor a remuneração do originador.

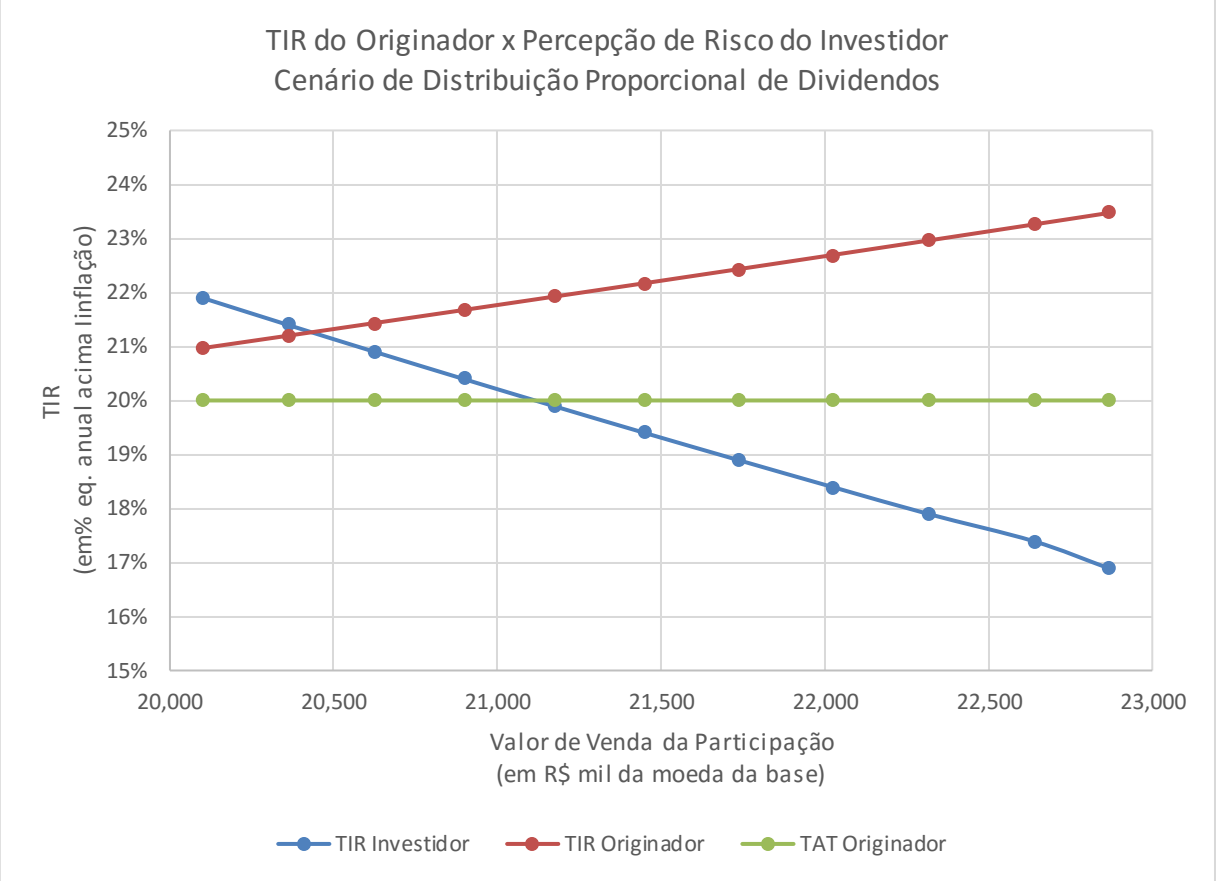


Figura 9 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado

Tabela 25 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado

Percepção de Risco do Investidor x Comportamento de Mercado	Taxa de Atratividade Esperada pelo Investidor (em %)	Valor de Venda da Participação (em R$ mil)	TIR Originador (em %)
Maior	21,9%	20.096	21,0%
	21,4%	20.358	21,2%
	20,9%	20.624	21,4%
	20,4%	20.895	21,7%
	19,9%	21.170	21,9%
	19,4%	21.447	22,2%
	18,9%	21.735	22,4%
	18,4%	22.024	22,7%
	17,9%	22.318	23,0%
	17,4%	22.638	23,3%
Menor	16,9%	22.867	23,5%

Também, é interessante notar a variação da taxa de retorno do originador no cenário de distribuição preferencial de dividendos. Assim, foi simulada a alteração da taxa de atratividade do investidor conforme a percepção de risco de acordo com o momento de mercado, mantendo o valor de venda da participação inalterado (em R$ 21.447 mil da moeda da base). Conforme pode ser observado na Figura 10 e na Tabela 26, considerando que na máxima percepção de risco do investidor, seja arbitrada uma TAT de 21,9% equivalente anual efetiva acima da inflação (o equivalente a cerca de 275% do CDI), para que ele tenha sua TIR equivalente à TAT arbitrada, o originador alcançaria uma TIR de 20,4% equivalente anual efetiva acima da inflação, ao manter o valor de venda da participação inalterado. Por outro lado, considerando que em um momento com menor percepção de risco, possivelmente em um momento de expansão, uma remuneração mais adequada seria cerca de 16,9% equivalente anual efetiva acima da inflação (o equivalente a cerca de 225% do CDI), para que o investidor tenha sua TIR equivalente à TAT, o originador alcançaria uma TIR de 23,5% equivalente anual efetiva acima da inflação, mantendo o valor de venda da participação inalterado.

Assim, percebe-se que ainda há espaço para negociações, de forma que ambas partes atinjam a remuneração almejada. No limite, do ponto de vista do originador, seria possível que a remuneração preferencial do investidor chegasse à 22,5% equivalente anual efetiva acima da inflação (aproximadamente 281% do CDI), sem que o valor de venda da participação fosse alterado; ou que a venda ocorresse por no mínimo R$ 26.353 da moeda da base (antes dos impostos), mantendo as demais premissas inalteradas, para que sua remuneração fosse equivalente à TAT arbitrada de 20% equivalente anual efetiva acima da inflação. Entretanto, vale comentar que quanto maior a remuneração esperada pelo investidor, menor a margem de segurança do originador, uma vez que o investidor está, de certo modo, protegido por uma remuneração preferencial (embora ainda corra todos os riscos de desempenho do projeto). Assim sendo, é possível que um investidor que compre participação com uma distribuição preferencial de dividendos aceite uma menor taxa de atratividade (e, portanto, uma menor taxa de retorno), do que de um investidor que compre participação com uma distribuição proporcional de dividendos, pois no caso preferencial ele tem maior proteção em relação ao desempenho do projeto dadas variações de mercado, embora fique com a sua remuneração limitada à taxa acordada.

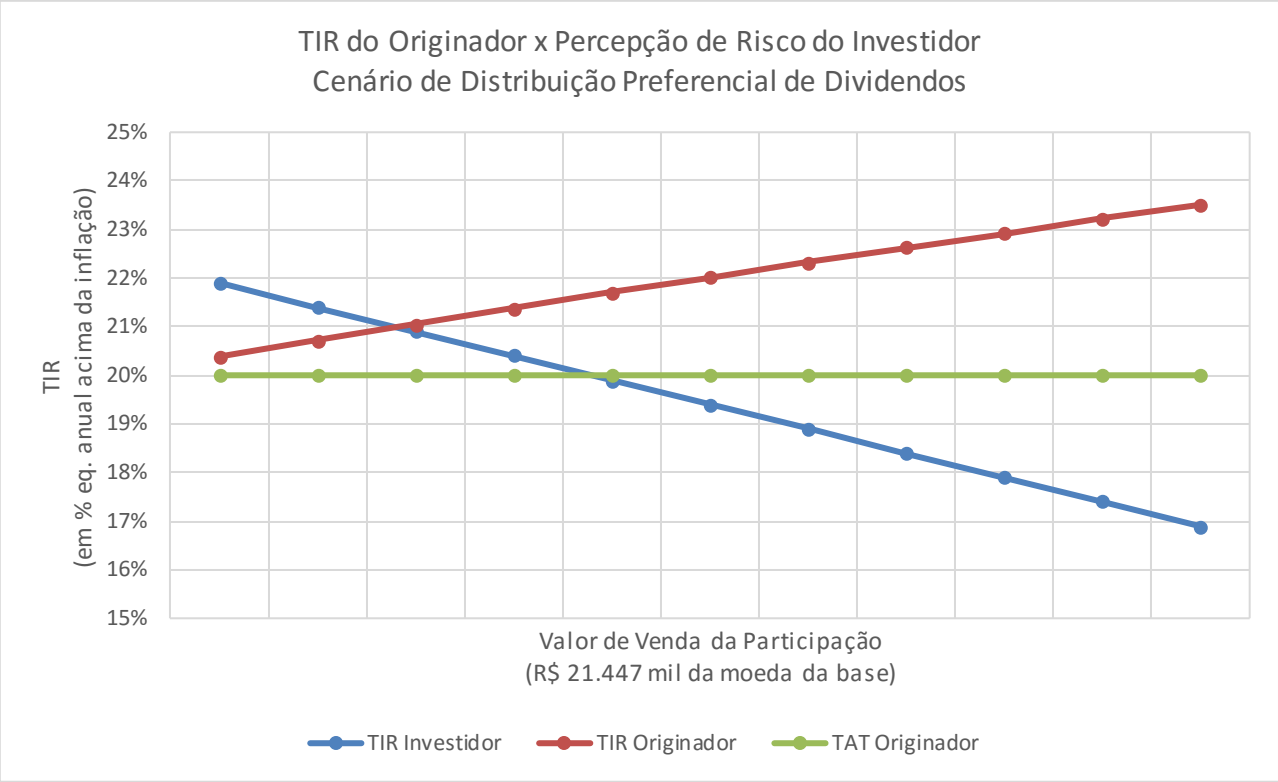


Figura 10 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado

Tabela 26 – Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor no Comportamento de Mercado

Percepção de Risco do Investidor x Comportamento de Mercado	Taxa de Atratividade Esperada pelo Investidor (em %)	Valor de Venda da Participação (em R$ mil)	TIR Originador (em %)
Maior	21,9%	21.447	20,4%
	21,4%	21.447	20,7%
	20,9%	21.447	21,1%
	20,4%	21.447	21,4%
	19,9%	21.447	21,7%
	19,4%	21.447	22,0%
	18,9%	21.447	22,3%
	18,4%	21.447	22,6%
	17,9%	21.447	22,9%
	17,4%	21.447	23,2%
Menor	16,9%	21.447	23,5%

Ainda, é apropriado verificar o comportamento da taxa de retorno do originador a partir da fase que o projeto se encontra, ou seja, em diferentes datas durante o período de desenvolvimento do projeto. Portanto, considerou-se que a cada fase de desenvolvimento do projeto, conforme o passar dos meses, o risco tenderia a um patamar menor, assim, a TAT do investidor foi arbitrada conforme essa tendência de percepção de risco.

Conforme pode ser observado na Figura 11 e na Tabela 27, considerando que na máxima percepção de risco do investidor, isto é, possivelmente em um momento de formatação do projeto, poderia ser arbitrada uma TAT do investidor de 21,9% equivalente anual efetiva acima da inflação (o equivalente a cerca de 275% do CDI), para que ele tenha sua TIR equivalente à TAT arbitrada, o originador poderia estabelecer um valor de venda da participação de apenas R$ 860 mil da moeda da base na data de compra do terreno (arbitrada em janeiro de 2015) e alcançaria uma TIR de 22,2% equivalente anual efetiva acima da inflação. Já no limite inferior, em um momento de término de obra (arbitrada em maio de 2018), por exemplo, considerando que na mínima percepção de risco do investidor seja arbitrada uma TAT de 16,9%, para que tenha sua TIR equivalente à sua TAT arbitrada, o originador poderia estabelecer um valor de venda da participação de R$ 34.242 mil da moeda da base e alcançaria uma TIR de 19,8% equivalente anual efetiva acima da inflação (levemente inferior à sua TAT de 20% equivalente anual efetiva acima da inflação).

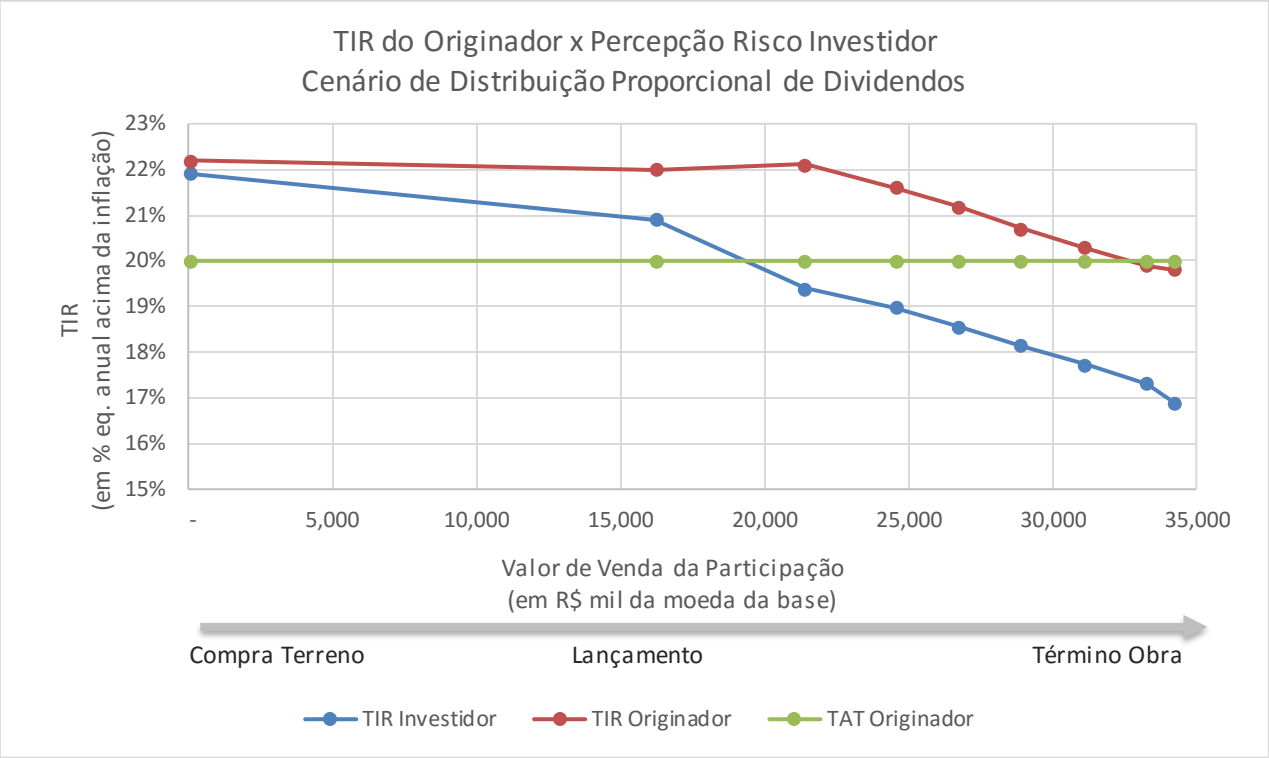


Figura 11 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto

Tabela 27 – Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Proporcional de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto

Percepção de Risco do Investidor x Fase do Projeto	Fase do Projeto	Data de Venda de Participação	Taxa de Atratividade Esperada pelo Investidor (em %)	Valor de Venda da Participação (em R$ mil)	TIR Originador (em %)
Maior	Compra Terreno	jan 15	21,9%	82	22,2%
		jun 15	20,9%	16.240	22,0%
	Lançamento	nov 15	19,4%	21.395	22,1%
		abr 16	19,0%	24.565	21,6%
		set 16	18,6%	26.712	21,2%
		fev 17	18,1%	28.890	20,7%
		jul 17	17,7%	31.101	20,3%
		dez 17	17,3%	33.262	19,9%
Menor	Término Obra	mai 18	16,9%	34.242	19,8%

Por outro lado, arbitrando o valor de venda da participação como o valor já dispendido pelo originador, remunerado por sua taxa de atratividade de 20% equivalente anual efetiva acima da inflação, seria possível obter os seguintes resultados para um cenário de distribuição preferencial de dividendos (Figura 12 e Tabela 28). Percebe-se que em um cenário que a venda ocorre durante um período de maior percepção de risco – como na formatação, por exemplo – para que o investidor tenha sua TIR equivalente à TAT arbitrada em cerca de 21,9% equivalente anual efetiva acima da inflação, o valor de venda da participação seria R$ 0 da moeda da base e o originador alcançaria uma TIR de 21,2% equivalente anual efetiva acima da inflação. No outro extremo – em uma fase final do projeto, por exemplo – em que o risco percebido deve diminuir consideravelmente, para que o investidor tenha uma TIR equivalente à uma TAT de cerca de 16,9% equivalente anual efetiva acima da inflação, a venda ocorreria por R$ 21.342 mil da moeda da base e o originador alcançaria uma TIR de 23,9% equivalente anual efetiva acima da inflação.

Além disso, é possível perceber uma tendência de aumento da taxa de retorno do originador a medida que a taxa de retorno exigida pelo investidor diminui conforme o desenvolvimento do projeto. Ao contrário do que ocorre no cenário proporcional.

Trata-se de uma opção viável tanto para o originador quanto para o investidor, pois os patamares de atratividade foram alcançados por ambos. Entretanto, nem sempre é viável que isso aconteça, pois, pode ser que o empreendimento não realize resultados suficientemente satisfatórios para remunerar nem o originador nem o investidor, a depender das taxas de atratividades consideradas.

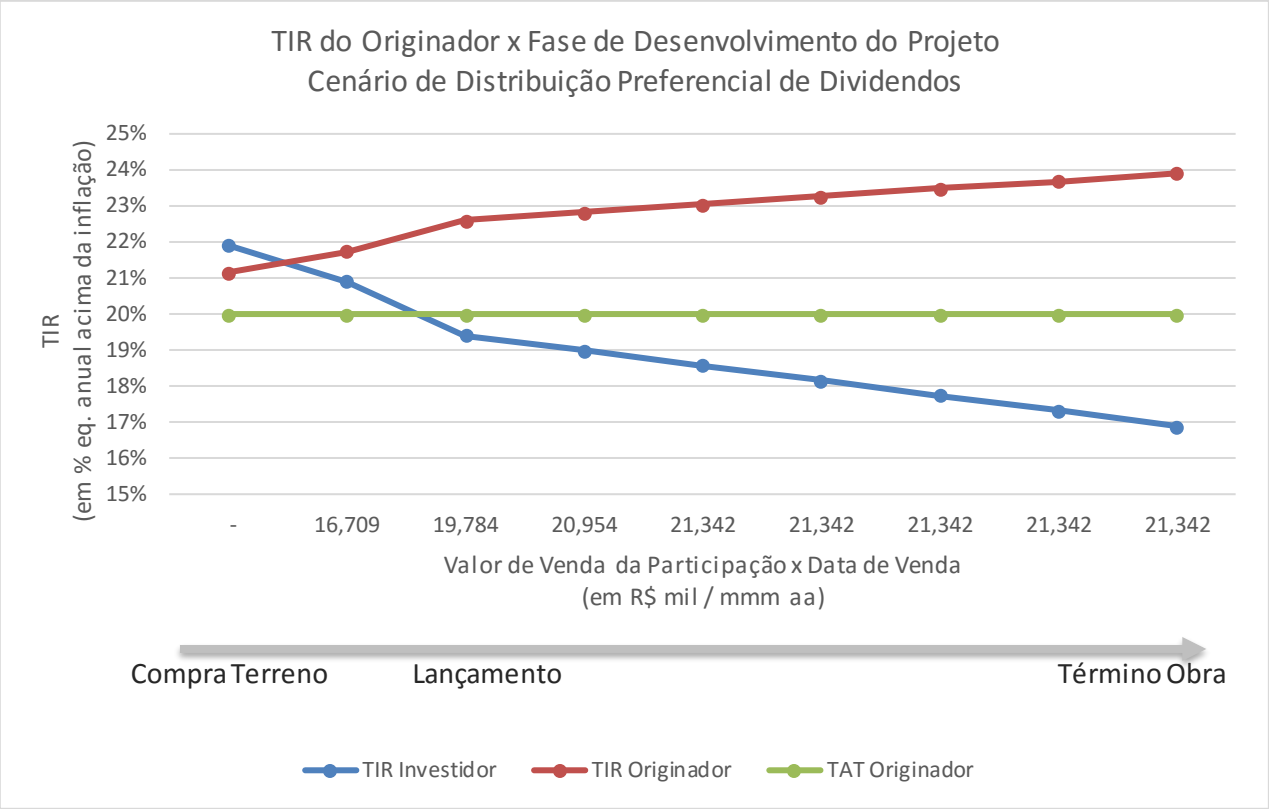


Figura 12 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto

Tabela 28 - Variação da TIR do Originador no Cenário de Distribuição Preferencial de Dividendos de acordo com a Percepção de Risco do Investidor nas Fases de Desenvolvimento do Projeto

Percepção de Risco do Investidor x Fase do Projeto	Fase do Projeto	Data de Venda de Participação	Taxa de Atratividade Esperada pelo Investidor (em %)	Valor de Venda da Participação (em R$ mil)	TIR Originador (em %)	Percepção de Risco do Investidor x Fase do Projeto
Maior	Compra Terreno	jan 15	21,9%	-	21,2%	-
	Lançamento	jun 15	20,9%	16.709	21,7%	16.709
		nov 15	19,4%	19.784	22,6%	19.784
		abr 16	19,0%	20.954	22,8%	20.954
		set 16	18,6%	21.342	23,0%	21.342
		fev 17	18,1%	21.342	23,3%	21.342
		jul 17	17,7%	21.342	23,5%	21.342
		dez 17	17,3%	21.342	23,7%	21.342
Menor	Término Obra	mai 18	16,9%	21.342	23,9%	21.342

Por fim, vale a pena ressaltar que nem sempre é possível que a taxa de atratividade dos sócios seja alcançada, o que pode levar a duas situações: (i) que a parceria não ocorra; ou (ii) que uma das partes abra mão de determinada remuneração, possivelmente estabelecendo uma taxa de atratividade menor.

7.2.2.4. Cenários Estressados

Ainda, para que se entenda os impactos que as variações das principais premissas do empreendimento teriam nos resultados esperados para o originador, foram testadas 100 variações aleatórias – através da análise de Monte Carlo com distribuição normal com 90% de confiança – nos itens que tem maior impacto nos resultados esperados para o empreendimento, que são: custo de obra, preço de vendas e velocidade de vendas no lançamento.

As variações utilizadas foram as seguintes:

Tabela 29 - Variação das Principais Premissas

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

Para o preço de vendas, utilizou-se uma variação aleatória de um desconto de até 10% e um aumento até 2,5%. Para o Custo de Obra uma variação de aleatória com um aumento no custo de obra de até 8% e uma economia de até 2%. Já para a velocidade de vendas no lançamento, utilizou-se uma variação de 30% a 50% de vendas nos 6 meses de lançamento, mantendo o percentual de 40% de vendas durante as obras e considerando o excedente no estoque.

A partir de tais variações foram obtidas as faixas de flutuação da TIR para o originador, conforme a Figura 13 e a Figura 14.

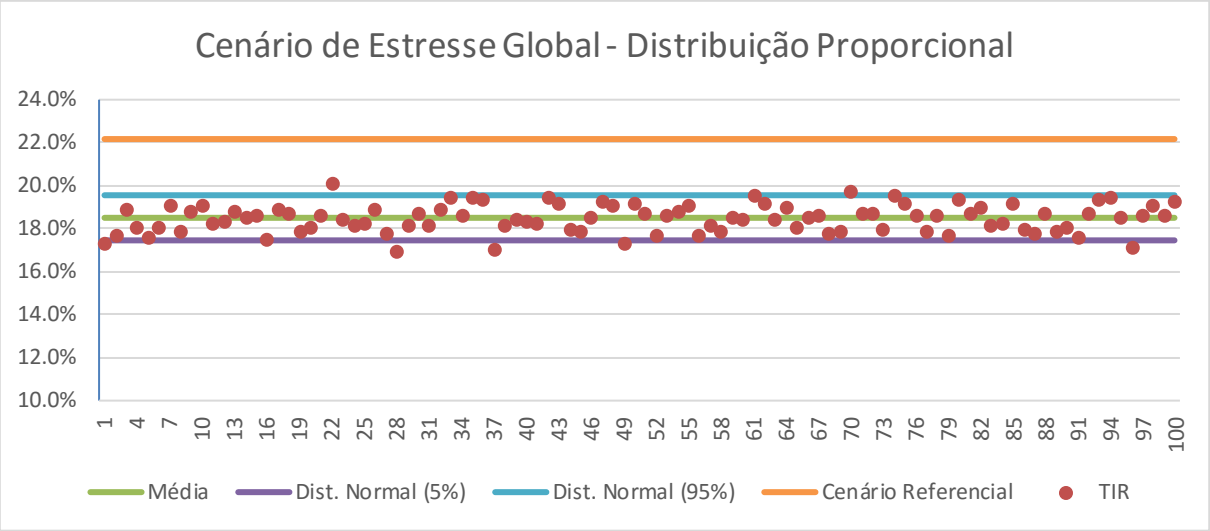


Figura 13 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Originador)

Tabela 30 - Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Originador)

Global - Distribuição Proporcional Originador	Média	Patamar Inferior (90% Confiança)	Patamar Superior (90% Confiança)	Cenário Referencial
TIR eq. anual acima IGP-M	18,5%	17,5%	19,6%	22,2%

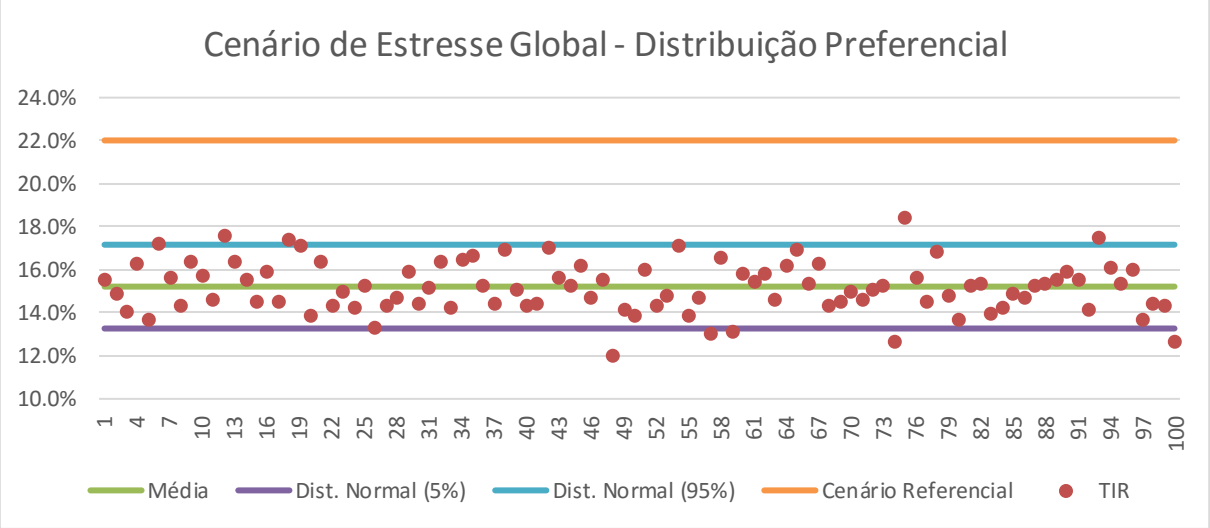


Figura 14 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Originador)

Tabela 31 - Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Originador)

Global - Distribuição Preferencial Originador	Média	Patamar Inferior (90% Confiança)	Patamar Superior (90% Confiança)	Cenário Referencial
TIR eq. anual acima IGP-M	15,2%	13,3%	17,2%	22,0%

Conforme é possível observar, as variações nas premissas têm certo 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 17,5% a 19,6%, equivalente anual efetiva acima da inflação com uma média de 18,5%. Ou seja, é possível esperar que a mínima TIR esperada fique cerca 2,5 pontos percentuais abaixo da taxa de atratividade arbitrada em 20% equivalente anual efetiva acima da inflação e 4,7 pontos percentuais abaixo da TIR do cenário referencial (20,7% equivalente anual efetiva acima da inflação)

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 19,4% equivalente anual 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 13,3% a 17,2% equivalente anual efetiva acima da inflação, com uma média de 15,2%. 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 22,0% equivalente anual efetiva acima da inflação chegando a 8,7 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 taxa de retorno estabilizada.

7.2.2.5. Cenário com Redução do *Funding* por Financiamento à Produção

Considerando o cenário de maiores restrições de *funding* por meio do financiamento à produção observado em 2015 no Brasil, entende-se de grande relevância observar os impactos da diminuição da liberação do financiamento à produção e aumento de seu custo financeiro no empreendimento protótipo e sua interferência no cenário de venda de participação.

Assim sendo, foi simulado um cenário em que o empreendimento protótipo conseguiria contratar o financiamento à produção para apenas 50% de seu custo de obra (ao invés de 80% do cenário referencial) e com uma taxa de juros de 11% ao ano acrescida da TR (ao invés de 10,2% do cenário referencial). Segue tabela com premissas utilizadas:

Tabela 32 - Redução Financiamento à Produção

Financiamento à Produção		
% Obra Financiado	50,0%	
Patamar Mínimo de Venda (% Vendas)	40,0%	
Patamar Mínimo de Obra (% Obra)	5,0%	
Reembolso	Sim	
Taxa de Juros	11,0%	TR
Pagamento Juros + CM Mensal	Sim	
Pagamento Principal	Conforme Repasse	
Carência (em meses)	0	

A partir destas novas premissas, mantendo todas as demais premissas do projeto e da venda de participação inalteradas, chegou-se aos seguintes resultados.

Tabela 33 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador com Redução Financiamento

Indicadores da Qualidade do Investimento do Originador[12]	**Sem Sócio**		**Proporcional (% indicam desvios em relação ao cenário sem sócio)**		**Preferencial (% indicam desvios em relação ao cenário sem sócio)**	
Investimento	45.029	-	35.177	-21,9%	35.177	-21,9%
Retorno	84.906	-	57.686	-32,1%	58.293	-31,3%
Resultado	39.877	-	22.509	-43,6%	23.116	-42,0%
TIR	21,1%	-	20,3%	-0,8 p.p.	19,6%	-1,5 p.p.
Payback Primário	48	-	47	-1	49	1

Em termos numéricos, é possível perceber que o desvio da necessidade de investimento em relação ao cenário sem sócio diminui representativamente se comparado com o cenário referencial. No cenário referencial era possível observar uma redução no desvio da necessidade de caixa de 8,5% dos cenários com venda de participação em relação ao cenário sem sócio e uma redução no desvio do retorno esperado de 26,2% para o cenário proporcional e 24,0% para o cenário preferencial (Tabela 22). Já no cenário de redução do financiamento, observa-se uma diminuição no desvio da necessidade de caixa em 21,9% dos cenários com venda de participação em relação ao cenário sem sócio e uma redução no desvio do retorno esperado de 32,1% no cenário proporcional e 31,3% no cenário preferencial (Tabela 33).

Entretanto, é válido ressaltar que, em termos numéricos, a necessidade de investimento de cerca de R$ 35.177 mil da base continua a mesma nos cenários com venda de participação do cenário referencial e do cenário com redução do financiamento. Isso ocorre pois grande parte dos dispêndios ocorrem antes da data de venda de participação e o montante de caixa que ingressa pela venda de participação ainda é suficiente para cobrir a necessidade de caixa futura (que aumenta com a redução do financiamento contratado).

Assim sendo, entende-se que, mantendo todas as demais premissas inalteradas (inclusive as premissas da venda de participação) e diminuindo a expectativa de liberação do financiamento e aumentando seu custo, para a visão do originador a venda de participação continua a fazer sentido em termos de investimento e retorno esperado. Pois, sua necessidade de aporte cai expressivamente frente ao quanto tem que partilhar adicionalmente de retorno com o sócio. Porém, ao observar

[12] Percentuais indicam desvios em relação ao cenário sem sócio.

a TIR esperada, percebe-se que no cenário de distribuição preferencial de dividendos, a TIR esperada pelo originador cai em relação ao cenário sem sócio, ficando um pouco abaixo da TAT arbitrada em 20% equivalente anual efetiva acima da inflação. Isso ocorre, pois com o aumento da necessidade futura de caixa que ocorre pela diminuição do financiamento, a necessidade de aporte do investidor aumenta e, assim, sua necessidade de remuneração para manter o patamar de uma TAT de 19,4% equivalente anual efetiva acima da inflação também aumenta (como poderá ser observado no Item 7.2.3.4). Isso resulta, em uma distribuição de dividendos posterior ao originador (que também pode ser observada com o aumento do prazo para *payback* primário).

7.2.3. Visão Investidor

7.2.3.1. Resultados Esperados para o Investidor

Considerando as premissas gerais do projeto, entende-se que em um cenário referencial (APÊNDICE E e APÊNDICE F) – isto é, um cenário que não considere premissas estressadas e considere a contratação do financiamento à produção –, os resultados esperados para o investidor se comportem conforme a Tabela 34.

Fica evidente ao se analisar a TIR do investidor em ambos cenários que a TIR esperada fica próxima a taxa de atratividade arbitrada e o *payback* ocorre em cerca de 4 anos, ocorrendo especificamente no 48º mês no caso da distribuição de dividendos proporcional e no 45º mês no caso da distribuição de dividendos preferencial. Esta diferença no *payback* ocorre pelo fato de o investidor receber todos os dividendos gerados antes do originador no caso de distribuição preferencial de dividendos.

Tabela 34 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor

Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor	**Proporcional**	**Preferencial**
Investimento	23.084	23.084
Retorno	38.884	37.157
Resultado	15.801	14.073
TIR	19,4%	19,4%
Payback Primário	48	45

7.2.3.2. Valor de Venda da Participação x Remuneração Investidor

Para que se entenda melhor os impactos na qualidade do investimento do investidor com alterações discretas no valor de compra, foi elaborada a Tabela 35.

No caso do cenário com distribuição proporcional de dividendos, pode-se perceber que a TIR é bem sensível em relação à variação do valor de venda da participação. A variação na TIR chega a 5,3 pontos percentuais em relação ao cenário referencial quando o aumento no valor de venda da participação excede 15,0%. Ainda, é possível verificar que qualquer aumento além de R$ 20.773 mil da moeda da base leva à TIR do investidor a patamares menores que a taxa de atratividade. Em relação à data de *payback*, pode-se dizer que não há grande impacto com tais variações no valor de venda da participação.

Já no caso do cenário com a distribuição preferencial de dividendos, percebe-se que a TIR permanece no mesmo patamar independente do preço. Isso ocorre pois como a TIR é estabelecida em 19,4% equivalente anual efetiva acima da inflação, o que varia são os dividendos que devem ocorrer primeiramente para o investidor para que a TIR não saia deste patamar. Em relação ao *payback*, não se verifica grandes alterações com estas variações.

Tabela 35 - Variação Discreta Preço Entrada Investidor - Visão Investidor

Δ % ao Valor de Venda da Participação	Δ Valor Venda da Participação	TIR Proporcional	TIR Preferencial	Payback Proporcional	Payback Preferencial
	21.447	19,4%	19,4%	48	45
-15,0%	18.230	25,7%	19,4%	47	44
-10,0%	19.302	23,5%	19,4%	47	45
-5,0%	20.375	21,4%	19,4%	48	45
0,0%	21.447	19,4%	19,4%	48	45
5,0%	22.519	17,6%	19,4%	48	45
10,0%	23.592	15,8%	19,4%	49	45
15,0%	24.664	14,2%	19,4%	49	45

7.2.3.3. Cenários Estressados

Para se entender os impactos que as variações das principais premissas do empreendimento têm na visão do investidor, serão utilizadas as mesmas variações aleatórias utilizadas para se verificar a visão do originador (Tabela 36).

Tabela 36 - Variação Principais Premissas

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

A partir de tais variações pode-se chegar nas seguintes variações de TIR para o investidor.

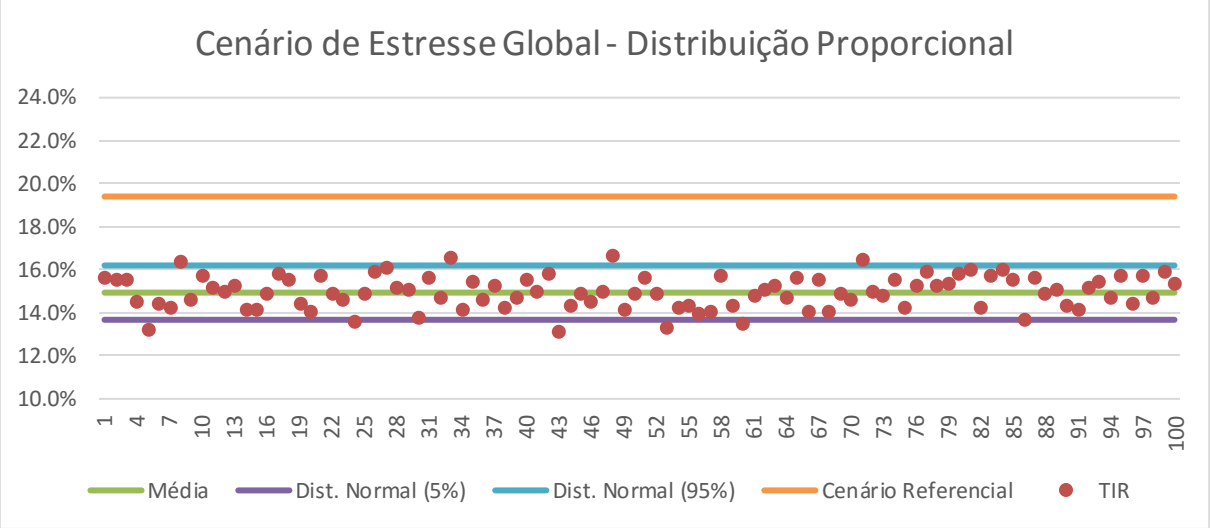


Figura 15 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Investidor)

Tabela 37 - Estresse Global - Distribuição Proporcional (Visão Investidor)

Global - Distribuição Proporcional Investidor	Média	Patamar Inferior (90% Confiança)	Patamar Superior (90% Confiança)	Cenário Referencial
TIR eq. anual acima IGP-M	14,9%	13,7%	16,2%	19,4%

No caso do cenário com distribuição proporcional de dividendos, com 90% de confiança, pode-se esperar que a TIR do originador varie de 13,7% a 16,2% equivalente anual efetiva acima da inflação, com uma média de 14,9% equivalente anual efetiva acima da inflação. Ou seja, é possível esperar que o limite inferior do cenário estressado fique até 5,7 pontos percentuais abaixo da taxa de atratividade do investidor (19,4% equivalente anual efetiva acima da inflação) e 5,7 pontos

percentuais abaixo da TIR do cenário referencial, o que é considerado uma taxa de retorno não muito satisfatória.

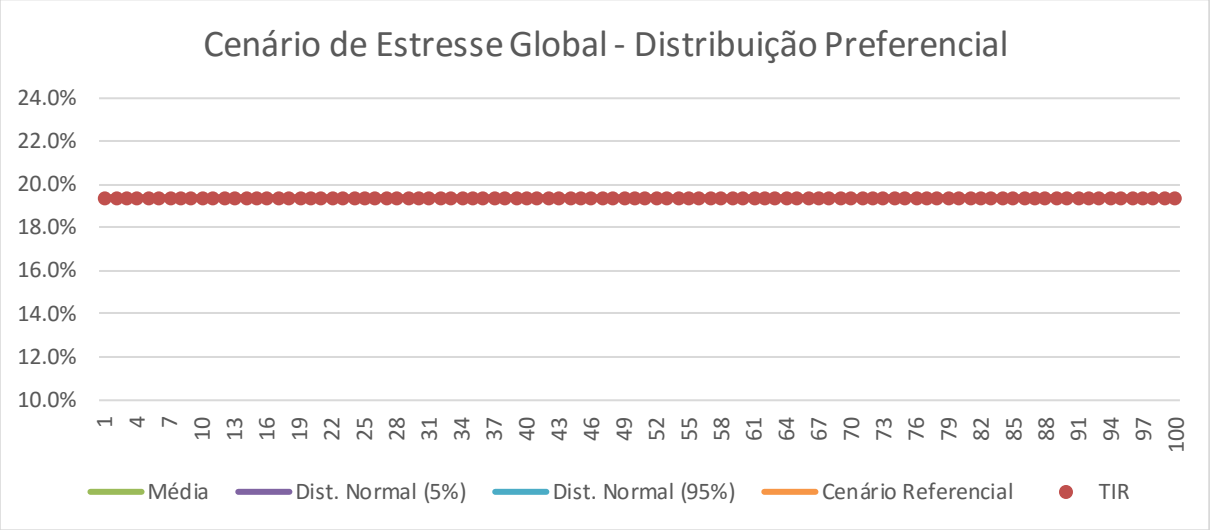


Figura 16 - Cenário de Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Investidor)

Tabela 38 - Estresse Global - Distribuição Preferencial (Visão Investidor)

Global - Distribuição Preferencial Investidor	**Média**	**Patamar Inferior (90% Confiança)**	**Patamar Superior (90% Confiança)**	**Cenário Referencial**
TIR eq. anual acima IGP-M	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%

Já em relação ao cenário com distribuição preferencial de dividendos, não se observa nenhuma variação na média da TIR no cenário estressado com a TIR do cenário referencial. Isso ocorre, pois se trata de uma TIR fixada em 19,4% equivalente anual efetiva acima da inflação (equivalente à TAT arbitrada de 250% do CDI) e as variáveis estressadas não foram suficientes para que a TIR do empreendimento caísse a ponto de não entregar a TIR mínima esperada no cenário de distribuição preferencial para o investidor.

Neste contexto, é necessário destacar que há mecanismos que podem proteger o investidor da variação acentuada de determinadas premissas, podendo ser estabelecidos de comum acordo com o originador no acordo de acionistas, como, por exemplo, o estabelecimento de um preço máximo garantido do custo de obra, para proteção contra um possível estouro de obra; ou desconto limite a ser praticado no preço de vendas; entre outros.

7.2.3.4. Cenário com Redução do *Funding* por Financiamento à Produção

Considerando o mesmo cenário de maiores restrições de *funding* utilizado no Item 7.2.2.5, foram simulados os possíveis indicadores da qualidade do investimento do Investidor. Assim, chegou-se aos seguintes resultados:

Tabela 39 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor com Redução Financiamento

Indicadores da Qualidade do Investimento do Investidor	Proporcional (Cenário Referencial)	Proporcional (Redução Financ.)	Desvio	Preferencial (Cenário Referencial)	Preferencial (Redução Financ.)	Desvio
Investimento	23.084	26.374	14,3%	23.084	26.374	14,3%
Retorno	38.884	42.453	9,2%	37.157	41.846	12,6%
Resultado	15.801	16.079	1,8%	14.073	15.472	9,9%
TIR	19,4%	18,4%	-1,0 p.p.	19,4%	19,4%	0,0 p.p.
Payback Primário	48	48	0	45	45	0

A partir da Tabela 39 é possível perceber que para o cenário de dividendos proporcionais – com o novo cenário de redução de financiamento e mantendo as demais premissas inalteradas – o investidor tem um aumento de 14,3% no seu montante de investimento, entretanto também possui um retorno adicional de 9,2%. O aumento do investimento ocorre devido à maior necessidade de *equity* próprio para o empreendimento já que o montante de liberação diminuiu e o aumento do resultado ocorre devido ao menor custo financeiro do financiamento, já que uma menor liberação leva a um menor montante de juros. Entretanto, há uma diminuição da TIR esperada de 1,0 pontos percentuais, pois há uma piora relativa no fluxo. Ainda, é válido comentar que para este caso não houve aumento nos meses para *payback*.

Já para a comparação do cenário de dividendos preferenciais, há o mesmo aumento de 14,3% em relação ao investimento, mas há um aumento de 12,6% no retorno. Isso ocorre, pois para que a TIR de 19,4% seja mantida, há a necessidade de um maior nível de retorno para o investidor dado o aumento de seu investimento.

Com isso, pode-se dizer que em cenários com maiores ineficiências no fluxo de caixa do empreendimento, o investidor tem impacto direto no seu montante de investimento e no seu retorno. Mas não, necessariamente, há piora em seu resultado nominal (como ocorre nesta simulação em que o resultado vai de R$ 15.801 mil da

base para R$ 16.079 mil da base para o cenário proporcional e vai de R$ 14.073 mil da base para R$ 15.472 mil da base para o cenário preferencial). Mas, as variações podem impactar negativamente sua TIR (mesmo que tenha impactado positivamente no seu resultado), principalmente no que diz respeito ao cenário proporcional, já que o cenário de distribuição de dividendos preferenciais para o investidor dá a ele uma capacidade de suporte um pouco mais elevada para sua TIR.

8. Conclusão e Considerações Finais

Dado um cenário macroeconômico fraco e um mercado imobiliário que sofre consequências severas deste cenário, se faz de extrema importância uma equalização bem fundamenta do *funding*. A possibilidade de captações alternativas de recursos pode possibilitar uma diminuição da vulnerabilidade da empresa originadora, 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 objetivo deste trabalho, portanto, é avaliar a possibilidade da utilização de recursos de parceiros provenientes da venda de participação societária como fonte complementar ou redução de capital. Para tanto, foi necessário discutir os conceitos teóricos relacionados à tomada de decisão de investimento em *real estate,* considerando o comportamento cíclico de tal mercado, além das etapas de desenvolvimento do empreendimento e seus riscos associados. Já no âmbito do empreendimento imobiliário foi discorrido sobre fontes de *funding*, principalmente o que tange à participação societária e levando em conta as formas jurídicas, avaliação de valor do empreendimento, tributação da venda e acordo de acionistas. Ainda, foi necessário entender a visão do originador e do investidor, levando em conta as diferentes relações de parceria e expectativas de risco e retorno.

Ainda, orientado pelos conceitos teóricos, o estudo de caso foi elaborado de forma a aprofundar a discussão da venda de participação societária. Para tanto, foi desenvolvido um empreendimento protótipo para a análise de possíveis resultados esperados a partir de cenários de venda de participação por parte do originador, além dos resultados esperados pelo investidor. Assim, foi possível discutir os pontos positivos e negativos desta venda; bem como quais os casos em que esta forma de *funding* se torna atrativa para o originador e também seja interessante para o investidor.

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 um encaixe adicional de recursos ou redução da necessidade futura de caixa.

Foi possível verificar uma melhoria na geração de caixa da originadora a partir da venda de participação. Observou-se também que embora a diminuição do investimento não ocorra de forma acentuada no cenário referencial do estudo, dado que a maior parte do desembolso ocorreu para a compra do terreno, o que se percebe é uma diminuição da necessidade de caixa para a continuidade do desenvolvimento do projeto.

Assim, foram dois os principais fatores observados que influenciaram diretamente no resultado do originador na venda de participação e, portanto, levaram à uma percepção de maior ou menor sucesso da operação: (1) o valor de venda da participação e (2) a estrutura de distribuição de dividendos.

Pôde-se perceber que, quanto maior o valor de venda da participação arbitrado, mantendo a data de venda de participação inalterada, melhores os indicadores de qualidade do investimento do originador no cenário de distribuição proporcional, principalmente porque independente deste valor, os dividendos serão distribuídos de forma igual para as partes. No cenário de distribuição preferencial, um maior valor de venda de participação representa maior necessidade de remuneração do investidor, o que pode diminuir a qualidade do investimento no originador. Do ponto de vista do investidor, quanto maior o valor de venda da participação, piores os indicadores da qualidade em uma distribuição proporcional e indicadores menos protegidos contra variações acentuadas do mercado em uma distribuição preferencial.

Ainda, foi possível observar a volatilidade dos indicadores da qualidade do investimento, de forma mais clara, com a análise de estresse global dos fatores mais influentes para a qualidade do empreendimento – preço de vendas, velocidade de vendas no lançamento e custo de obras. Pôde-se perceber que o originador é mais sensível a variações de premissas do projeto em cenários com distribuição preferencial de dividendos do que em cenários com distribuição proporcional. Isso ocorre pois, em cenários de distribuição proporcional, todas as alterações no fluxo de caixa do projeto são refletidas diretamente no fluxo do originador e do investidor simultaneamente, no caso do cenário de distribuição preferencial, o investidor recebe os dividendos até atingir sua remuneração almejada e o excedente fica para o originador. Ou seja, em um cenário em que as premissas do projeto se mostrem piores do que o projetado, o originador é mais penalizado do que o investidor em uma distribuição preferencial, mas, em um cenário que as premissas se mostrem melhores que o projetado, o originador é mais beneficiado.

Vale também ressaltar que o preço que o investidor está disposto a pagar pela participação está diretamente relacionado ao momento de mercado e sua percepção de risco e retorno. Assim, apenas aceita comprar participação de um projeto imobiliário em período de desaquecimento de mercado desde que sua remuneração seja condizente com o risco adicional que está correndo, se comparado com um investimento em um período de aquecimento de mercado. Ademais, o preço também está diretamente ligado à fase de desenvolvimento do projeto, pois a depender dos gargalos já superados, como legalizações, percentual de vendas, estágio de obra, entre outros, sua percepção de risco pode ser menor e, portanto, a remuneração aceita também.

Ainda, é importante frisar que há sempre o risco que o desempenho esperado e medido por indicadores da qualidade do investimento, com a simulação dos cenários do projeto e da venda de participação, ocorra de forma distinta do cenário referencial esperado, fazendo com que o padrão de qualidade verificado ao final do desenvolvimento da parceria seja distinto daquele projetado no momento de investimento inicial.

A partir deste estudo, concluiu-se que a venda de participação societária se trata de uma opção viável, pois pode fazer sentido para ambas as partes da sociedade. Assim sendo, é uma alternativa 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.

Cabe ressaltar que o resultado do estudo de caso não pode ser extrapolado para uma conclusão genérica sobre parcerias societárias, sendo necessárias avaliações individuais sobre demais casos, o que levaria em conta particularidades de um possível acordo de acionistas, além da expectativa de risco e retorno de cada uma das partes envolvidas.

REFERÊNCIAS

ABRAINC, SECOVI. O Ciclo da Incorporação Imobiliária. Disponível em: <http://abrainc.org.br/wp-content/uploads/2015/08/cartilha_guia_incorporacoes_rev_08_07.pdf>. Acesso em: 24 de junho de 2016.

AMATO, F. B. Patrimônio de Afetação em Sociedades de Propósito Específico como Diferencial Competitivo na Venda de Imóveis Residenciais. Revista Construção Mercado, n.74, p. 34-35, São Paulo, setembro de 2007.

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

BRASIL. Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

BRASIL. Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos na Instrução CVM no 155, de 7 de agosto de 1991, na Instrução CVM no 209, de 25 de marco de 1994, na Instrução CVM no 278, de 8 de maio de 1998, na Instrução CVM no 332, de 4 de abril de 2000, na Instrução CVM no 356, de 17 de dezembro de 2001, na Instrução CVM no 391, de 16 de julho de 2003, na Instrução CVM no 399, de 21 de novembro de 2003, na Instrução CVM no 414, de 30 de dezembro de 2004, na Instrução CVM no 429, de 22 de marco de 2006, na Instrução CVM no 444, de 8 de dezembro de 2006, na Instrução CVM no 461, de 23 de outubro de 2007, na Instrução CVM no 472, de 31 de outubro de 2008, na Instrução CVM no 476, de 16 de janeiro de 2009, e na Instrução CVM no 539, de 13 de novembro de 2013.

BRASIL. 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.

BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1.435, de 30 de dezembro de 2014. Dispõe sobre os regimes especiais de pagamento unificado de tributos aplicáveis às incorporações imobiliárias, às construções de unidades habitacionais contratadas no âmbito do Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV) e às construções ou reformas de estabelecimentos de educação infantil.

BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1.515, de 24 de novembro de 2014. Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas, disciplina o tratamento tributário da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins no que se refere às alterações introduzidas pela Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014, e dá outras providências.

BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

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 7.689, de 15 de dezembro de 1988. Institui contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 8.541, de 23 de dezembro de 1992. Altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências.

BRASIL, Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

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

BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF nos casos que especifica; altera a Lei no 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 12.814, de 16 de maio de 2013. Altera a Lei no 12.096, de 24 de novembro de 2009, quanto à autorização para concessão de subvenção econômica em operações de financiamento destinadas a aquisição e produção de bens de capital e a inovação tecnológica e em projetos de infraestrutura logística direcionados a obras de rodovias e ferrovias objeto de concessão pelo Governo federal; altera a Lei no 11.529, de 22 de outubro de 2007, quanto à concessão de subvenção econômica em operações destinadas a financiamentos a diferentes setores da economia; altera a Lei no 12.409, de 25 de maio de 2011, quanto à concessão de subvenção econômica em financiamentos destinados a beneficiários localizados em Municípios atingidos por desastres naturais; altera as Leis nos 12.487, de 15 de setembro de 2011, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 11.491, de 20 de julho de 2007; prorroga os prazos previstos nas Leis nos 12.249, de 11 de junho de 2010, e 11.941, de 27 de maio de 2009.

CAMARGO, C. B., MONETTI, E., ALENCAR, C. T. Diretrizes e Recomendações para o Estabelecimento de Parcerias entre Empresas do Real Estate Residencial. São Paulo: LARES, 2015.
CARVALHAES, M. M. Análise de Fundos de Investimento em Participações com Aplicações em Empreendimentos Imobiliários. São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2006.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). CPC 17 (R1) – Contrato de Construção (2012). Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=48>. Acesso em: 16 de junho de 2015.

COMPARATO, F. K. Novos ensaios e pareceres do direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

FIPE (2011). Índice FIPEZAP de Preços de Imóveis Anunciados. Notas Metodológicas. São Paulo, fev. 2011.

FIPEZAP (2016). Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados. Jun. 2016. Disponível em: <http://downloads.fipe.org.br/content/downloads/indices/fipezap/releases/fipezap-release-201606.pdf>. Acesso em: 11 de julho de 2016.

GABRICH, F. A., SIMÕES, L. A. Sociedade em Conta de Participação: Estratégia e Inovação. Revista da Faculdade Mineira de Direito, Minas Gerais, v. 14, n. 28, jul./dez. 2011.

GABRIEL, L. A. G. Estruturas de Funding para Empreendimentos Built-to-Suit no Brasil. São Paulo: LARES, 2013.

FAZANO, H. G. V. Sociedade de Propósito Específico (SPE): Aspectos Societários, Contábeis, Fiscais e as Incorporações Imobiliárias. Revista Virtual Direito Brasil, v. 6, n. 1, 2012. Disponível em: <http://www.direitobrasil.adv.br/arquivospdf/revista/revistav61/artigos/fa.pdf> Acesso em 23 de junho de 2016.

ITAÚ. Perspectivas Econômicas. Pesquisa Macroeconômica – Itaú Unibanco. Julho de 2016.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. Manual de Contabilidade Societária. São Paulo: Atlas, 2010

MARTINS, I. C. Acordo de quotistas: breves considerações sobre ‘importação’ do instrumento pelas sociedades limitadas. Revista Direito Econômico e Socioambiental, Curitiba, v.1, n.2, p. 241-249, jul./dez. 2010.

MORAES, E. P. M B. Sociedade em Conta de Participação: Riscos de Descaracterização do Tipo Societário e Suas Consequências. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, 2015.

MUELLER, G. R., Understanding Real Estate's Physical and Financial Market Cycles, Real Estate Finance, 1995.

MUELLER, G. R., PEVNEV, A. An analysis of rental growth rates during different points in the Real Estate Market Cycle. The American Real Estate Society Meetings. Florida, apr. 1997.

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

OR, A. Crise torna o Brasil atraente para investimentos de Private Equity. The Wall Street Journal, tradução por Valor Econômico: 02 de outubro de 2015.
PAIVA, W. P. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.

PRICEWATERCOOPERS. Real Estate Cycle Methodology. Special Report: Real Estate Value Cycles, 1999.

PYHRR S. A., ROULAC S. E, BORN, W. L. Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers. Global Economy. Journal of Real Estate Research, 1999.

ROCHA LIMA JR. J. Instrumento de Investimento em Empreendimentos Habitacionais no Brasil: A Questão Estrutural. São Paulo: EPUSP, 2004.

ROCHA LIMA JR. J. Investimentos em Empreendimentos Imobiliários para Venda: Risco dos Investimentos em Real Estate. São Paulo: LARES, 2015.

ROCHA LIMA JR. J. Uma Rotina Mais Segura Para Valuation de Empreendimentos de Base Imobiliária. São Paulo: LARES, 2013.

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

SATO, G. E. A atratividade do investimento no mercado de edifícios de escritório da cidade de São Paulo por meio de fundos de investimento em participações sob a ótica do investidor estrangeiro. São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2008.

SECOVI-SP. Anuário do Mercado Imobiliário. São Paulo, 2015. Disponível em: <http://www.secovi.com.br/files/Downloads/anuario-do-mercado-imobiliario-2015-v2pdf.pdf> Acesso em: 13 de julho de 2016.

TANZILLI, T., OLIVEIRA, R., LE LAY, F. Vantagens da Joint-Venture, tipos de contratos (SPE, SCP, e etc) e especificidades relativas às aquisições/tomadas de participação no Brasil. GT Lawyers, 2015. Disponível em: <http://www.gtlawyers.com.br/#!Vantagens-da-JointVenture-tipos-de-contratos-SPE-SCP-e-etc-e-especificidades-relativas-às-aquisições-tomadas-de-participação-no-Brasil/c1vm4/ihhqv32b27>. Acesso em: 24 de junho de 2016.

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

UQBAR. Securitização e Financiamento Imobiliário 2016. Rio de Janeiro, 2016.

APÊNDICES

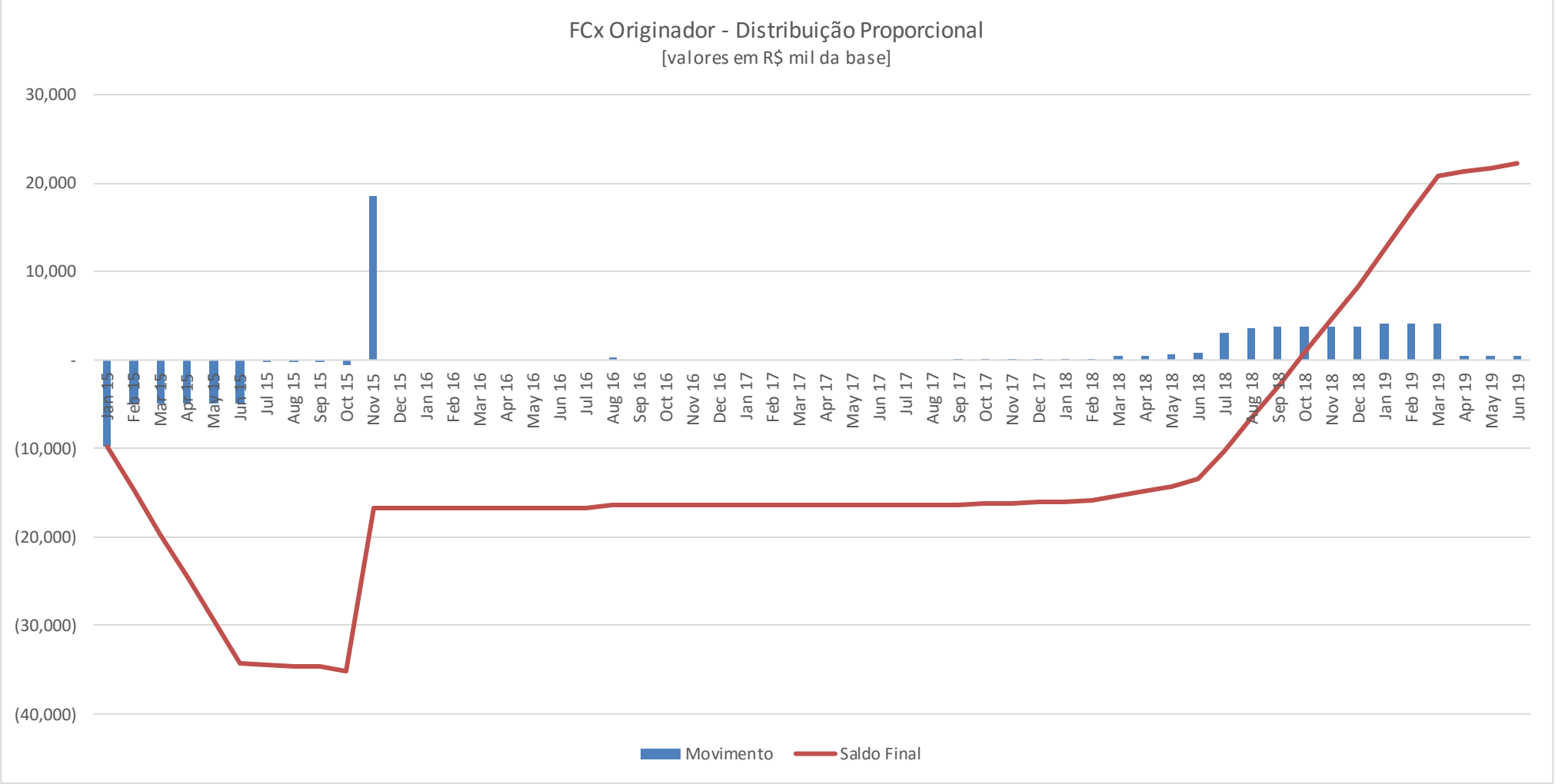
APÊNDICE A Fluxo de caixa anual do empreendimento no cenário referencial

Fluxo de Caixa Anual [R$ mil da base)	Total	2015	2016	2017	2018	2019
Vendas	**148.876**	**-**	**8.379**	**12.701**	**85.071**	**42.724**
Receita de Vendas	148.876	-	8.379	12.701	85.071	42.724
Despesa com Vendas	**(11.874)**	**(1.323)**	**(1.658)**	**(1.837)**	**(4.708)**	**(2.349)**
Construção Stand	(1.323)	(1.323)	-	-	-	-
Operação Stand	(148)	-	(59)	(59)	(30)	-
Publicidade e Marketing	(4.448)	-	(1.263)	(1.269)	(1.275)	(640)
Corretagem de Vendas	(5.955)	-	(335)	(508)	(3.403)	(1.709)
Terreno	**(34.136)**	**(33.843)**	**(95)**	**(79)**	**(79)**	**(40)**
Pagamento Terreno	(27.218)	(27.218)	-	-	-	-
Corretagem Terreno	(1.089)	(1.089)	-	-	-	-
ITBI	(816)	(816)	-	-	-	-
Honorários Advocatícios p/ Aquisição	(200)	(200)	-	-	-	-
Outorga Onerosa/CEPAC	(4.109)	(4.109)	-	-	-	-
IPTU	(354)	(78)	(78)	(79)	(79)	(40)
Vigilância	(50)	(33)	(17)	-	-	-
Descontaminação	(100)	(100)	-	-	-	-
Demolição	(201)	(201)	-	-	-	-
Incorporação	**(1.267)**	**(911)**	**-**	**-**	**(356)**	**-**
Pesquisa de Mercado	(180)	(180)	-	-	-	-
Levantamento Planialtimétrico	(60)	(60)	-	-	-	-
Projeto Arquitetura	(350)	(350)	-	-	-	-
Projeto Paisagismo	(150)	(150)	-	-	-	-
Projeto Arquitetura Interno	(70)	(70)	-	-	-	-
Mobiliário	(356)	-	-	-	(356)	-
Projetos Complementares	(100)	(100)	-	-	-	-
Gerenciamento e Adm	**(8.261)**	**-**	**(787)**	**(1.899)**	**(3.865)**	**(1.709)**
Gerenciamento de Obra	(2.305)	-	(452)	(1.391)	(463)	-
Margem de Contribuição	(5.955)	-	(335)	(508)	(3.403)	(1.709)
Construção	**(46.147)**	**-**	**(11.774)**	**(23.184)**	**(11.189)**	**-**
Pré Produção	(4.244)	-	(4.244)	-	-	-
Edificações	(38.425)	-	(7.530)	(23.184)	(7.710)	-
Pós Obra e Garantia	(3.478)	-	-	-	(3.478)	-
Financiamento à Produção	**(1.917)**	**-**	**5.291**	**14.518**	**(12.576)**	**(9.150)**
Liberação	26.318	-	5.401	15.863	5.053	-
CM + Juros	(3.990)	-	(110)	(1.346)	(2.366)	(169)
Amortização	(24.245)	-	-	-	(15.263)	(8.982)
Impostos	**(5.955)**	**-**	**(335)**	**(508)**	**(3.403)**	**(1.709)**
PIS/COFINS	(3.097)	-	(174)	(264)	(1.769)	(889)
IR/CSLL	(2.858)	-	(161)	(244)	(1.633)	(820)
Movimento Mensal	**39.320**	**(36.077)**	**(978)**	**(288)**	**48.896**	**27.768**
Saldo Final	**39.320**	**(36.077)**	**(37.056)**	**(37.344)**	**11.552**	**39.320**

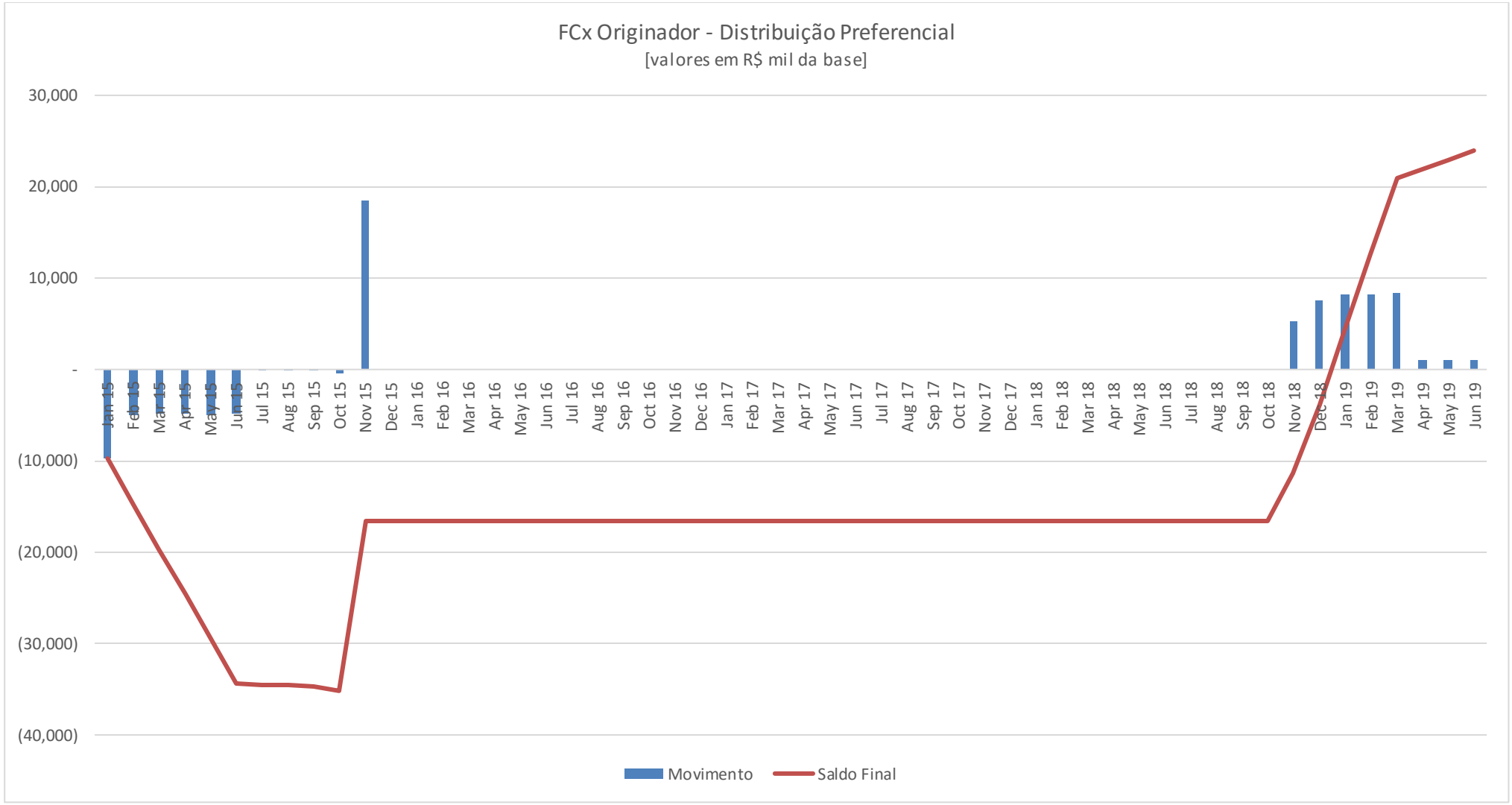
APÊNDICE B Fluxo de caixa anual do empreendimento no cenário com redução do financiamento à produção

Fluxo de Caixa Anual [R$ mil da base)	Total	2015	2016	2017	2018	2019
Vendas	**148.876**	**-**	**8.379**	**12.701**	**85.071**	**42.724**
Receita de Vendas	148.876	-	8.379	12.701	85.071	42.724
Despesa com Vendas	**(11.874)**	**(1.323)**	**(1.658)**	**(1.837)**	**(4.708)**	**(2.349)**
Construção Stand	(1.323)	(1.323)	-	-	-	-
Operação Stand	(148)	-	(59)	(59)	(30)	-
Publicidade e Marketing	(4.448)	-	(1.263)	(1.269)	(1.275)	(640)
Corretagem de Vendas	(5.955)	-	(335)	(508)	(3.403)	(1.709)
Terreno	**(34.136)**	**(33.843)**	**(95)**	**(79)**	**(79)**	**(40)**
Pagamento Terreno	(27.218)	(27.218)	-	-	-	-
Corretagem Terreno	(1.089)	(1.089)	-	-	-	-
ITBI	(816)	(816)	-	-	-	-
Honorários Advocatícios p/ Aquisição	(200)	(200)	-	-	-	-
Outorga Onerosa/CEPAC	(4.109)	(4.109)	-	-	-	-
IPTU	(354)	(78)	(78)	(79)	(79)	(40)
Vigilância	(50)	(33)	(17)	-	-	-
Descontaminação	(100)	(100)	-	-	-	-
Demolição	(201)	(201)	-	-	-	-
Incorporação	**(1.267)**	**(911)**	**-**	**-**	**(356)**	**-**
Pesquisa de Mercado	(180)	(180)	-	-	-	-
Levantamento Planialtimétrico	(60)	(60)	-	-	-	-
Projeto Arquitetura	(350)	(350)	-	-	-	-
Projeto Paisagismo	(150)	(150)	-	-	-	-
Projeto Arquitetura Interno	(70)	(70)	-	-	-	-
Mobiliário	(356)	-	-	-	(356)	-
Projetos Complementares	(100)	(100)	-	-	-	-
Gerenciamento e Adm	**(8.261)**	**-**	**(787)**	**(1.899)**	**(3.865)**	**(1.709)**
Gerenciamento de Obra	(2.305)	-	(452)	(1.391)	(463)	-
Margem de Contribuição	(5.955)	-	(335)	(508)	(3.403)	(1.709)
Construção	**(46.147)**	**-**	**(11.774)**	**(23.184)**	**(11.189)**	**-**
Pré Produção	(4.244)	-	(4.244)	-	-	-
Edificações	(38.425)	-	(7.530)	(23.184)	(7.710)	-
Pós Obra e Garantia	(3.478)	-	-	-	(3.478)	-
Financiamento à Produção	**(1.360)**	**-**	**3.303**	**9.019**	**(7.956)**	**(5.726)**
Liberação	16.449	-	3.376	9.915	3.158	-
CM + Juros	(2.655)	-	(73)	(896)	(1.575)	(112)
Amortização	(15.153)	-	-	-	(9.539)	(5.613)
Impostos	**(5.955)**	**-**	**(335)**	**(508)**	**(3.403)**	**(1.709)**
PIS/COFINS	(3.097)	-	(174)	(264)	(1.769)	(889)
IR/CSLL	(2.858)	-	(161)	(244)	(1.633)	(820)
Movimento Mensal	**39.877**	**(36.077)**	**(2.967)**	**(5.787)**	**53.516**	**31.192**
Saldo Final	**39.877**	**(36.077)**	**(39.045)**	**(44.831)**	**8.684**	**39.877**

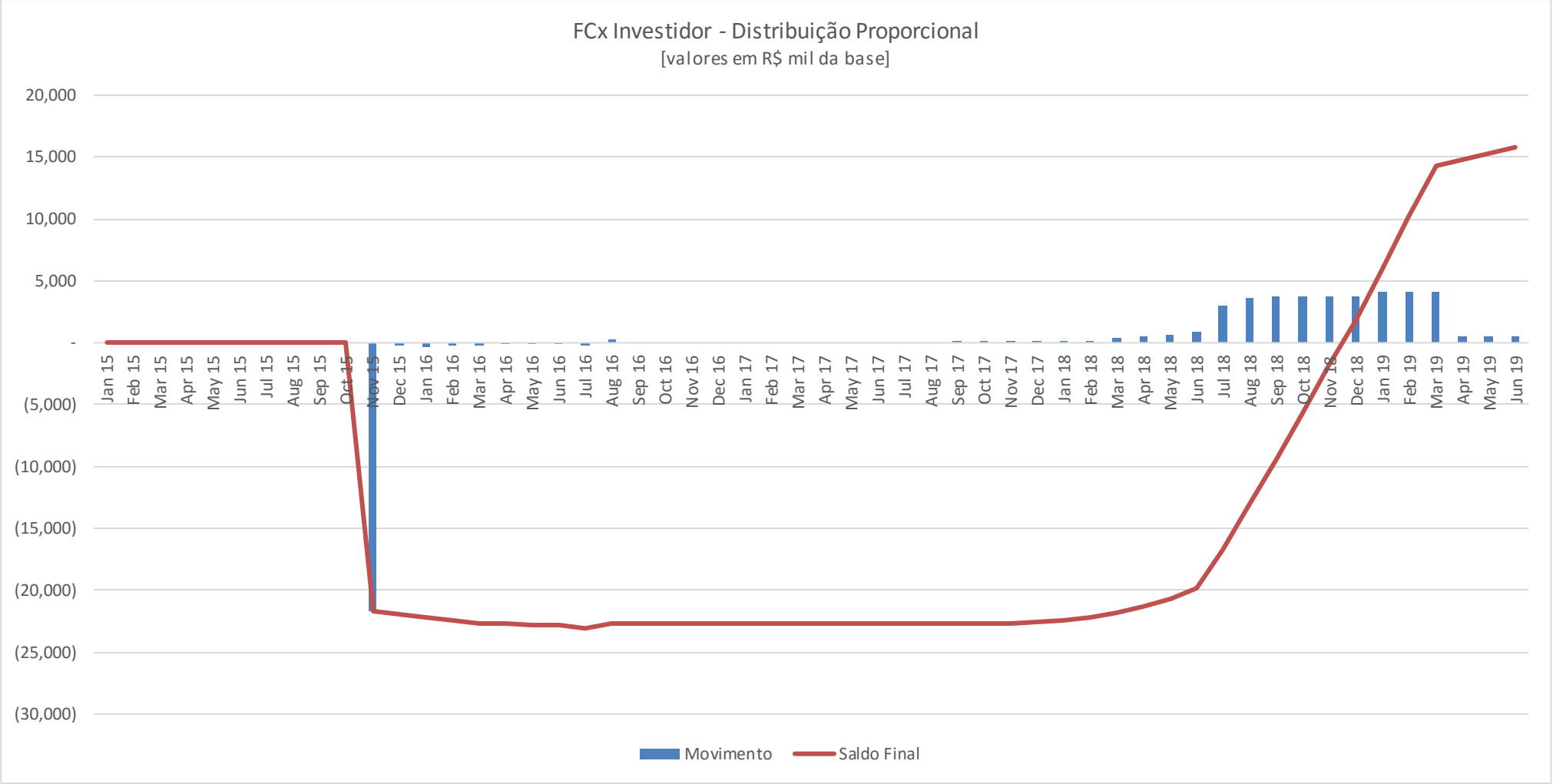
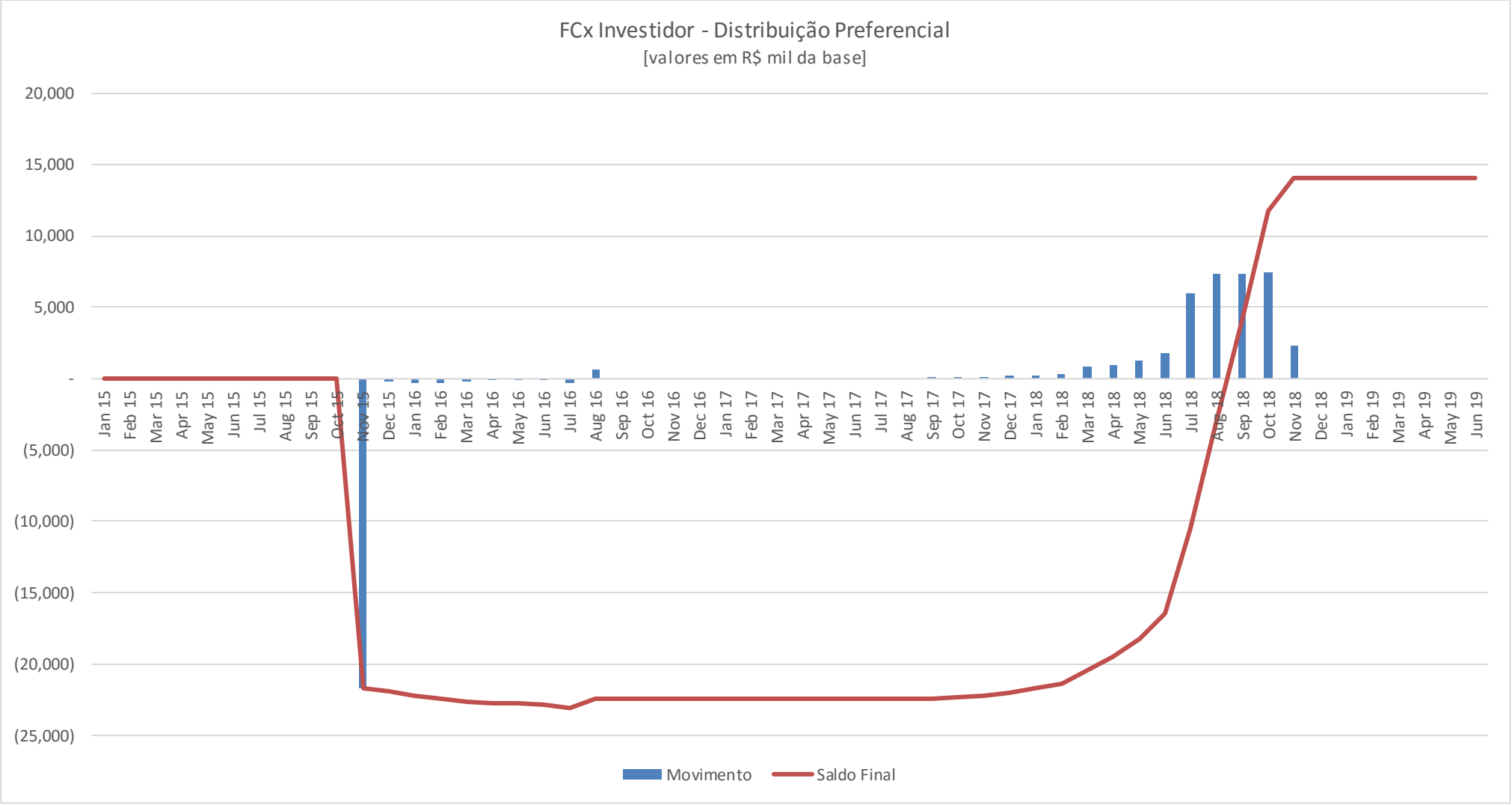
APÊNDICE C Fluxo de caixa mensal do originador no cenário referencial com distribuição proporcional de dividendos



APÊNDICE D Fluxo de caixa mensal do originador no cenário referencial com distribuição preferencial de dividendos



APÊNDICE E Fluxo de caixa mensal do investidor no cenário referencial com distribuição proporcional de dividendos



APÊNDICE F Fluxo de caixa mensal do investidor no cenário referencial com distribuição preferencial de dividendos