

RICARDO MIRACCA GENNARI

**Investimento em empreendimentos no segmento econômico, por meio de
parcerias com Fundos de Investimentos em Participações**

SÃO PAULO

2016

RICARDO MIRACCA GENNARI

**Investimento em empreendimentos no segmento econômico, por meio de parcerias com
Fundos de Investimentos em Participações**

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

Orientadora: Prof^a Dra Eliane Monetti

SÃO PAULO

2016

RICARDO MIRACCA GENNARI

**Investimento em empreendimentos no segmento Econômico, por meio de parcerias com
Fundos de Investimentos em Participações**

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

Orientadora: Prof^{fa} Dra Eliane Monetti

SÃO PAULO

2016

FICHA CATALOGRÁFICA

Gennari, Ricardo

Investimento em Empreendimentos no Segmento Econômico, por Meio de Parcerias com Fundos de Investimentos em Participações / R. Gennari -- São Paulo, 2016.
89 p.

Monografia (Real Estate - Economia setorial e mercados, MBA-USP) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

1.Fundos de Investimento em Participações 2.Investimento 3.Segmento Econômico I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli-Integra II.t.

RESUMO

O cenário político e econômico do Brasil é um desafio para o setor imobiliário. A retração do crédito imobiliário, tanto para o empreendedor que deseja financiar sua construção, quanto para o cliente final que deseja financiar a compra do imóvel, e o desaquecimento da economia, impedem que o empreendedor possa realizar novos empreendimentos com financiamento à produção ou com os recursos provenientes da venda.

Apesar do cenário pouco favorável, o Brasil hoje enfrenta um déficit habitacional de quase seis milhões de domicílios. Programas habitacionais do governo, como o Minha Casa Minha Vida, foram criados para sanar esse problema, porém o segmento econômico, imediatamente acima do nível desse programa, enfrenta o problema do déficit sem nenhum programa específico para saná-lo. Um empreendedor que deseje explorar esse nicho pode equacionar seu *funding* acessando o mercado de capitais.

Este estudo analisa o emprego de uma parceria com um Fundo de Investimento em Participações como alternativa para obtenção de *funding*. São analisadas as diversas formas de parceria entre o FIP e o empreendedor, e instrumentos que possam ser utilizados de forma a avaliar a relação risco x retorno. Um estudo de caso, utilizando dados fornecidos pela construtora *Plano e Plano*, foi realizado no qual é analisado a qualidade do investimento para o empreendedor em executar um projeto no segmento econômico com o emprego de uma parceria com um FIP.

Palavras-Chave: Empreendimentos Imobiliários, Fundos de Investimento, segmento econômico.

ABSTRACT

The political and economic scenario in Brazil presents a challenge for the real estate market. The credit contraction, for the developer wishing to finance its construction and for the client wishing to mortgage his property, prevents the developer to use the cash arising from the upfront payment of the units being sold, or to contract a debt to construct.

Even with the unfavorable scenario, Brazil faces a housing deficit of almost six millions residential units. The government has rolled out housing programs, such as “Minha Casa Minha Vida” to try to solve this problem. The niche of clients directly above this program also faces the housing deficit problem, but is not attended by any official program. A developer wishing to explore this specific niche can *fund* accessing capital markets.

This essay studies the use of a special investment vehicle called “Fundo de Investimento de Participações” as an alternative to obtain funding. It will be analyzed different partnerships between the FIP and the developer, and an investment protocol will be used to access the risk x return relation. A case study, using data supplied by a construction company called *Plano e Plano* was designed to determine the investment quality, through the developer’s point of view, of a project on that segment using a partnership with a FIP

Keywords: Real Estate, Investment Fund, Economic Segment

LISTA DE FIGURAS

<i>Figura 1- Taxa de Desemprego (Fonte: IBGE)</i>	<i>12</i>
<i>Figura 2 - Rendimento Real do Trabalhador (Fonte: IBGE)</i>	<i>12</i>
<i>Figura 3 - Estrutura a Termo da Taxa de Juros (Fonte: Anbima, 2016)</i>	<i>13</i>
<i>Figura 4 - Índice de Confiança do Consumidor (Fonte: IBRE, 2016)</i>	<i>13</i>
<i>Figura 5 – Variação do Saldo de Poupança X Financiamento via SBPE (Fonte: Abecip, Banco Central)</i>	<i>20</i>
<i>Figura 6 – Estrutura de Parceria (Fonte: Proposta do autor)</i>	<i>33</i>
<i>Figura 7 - Cronograma do Projeto</i>	<i>35</i>
<i>Figura 8 - Curva de Vendas</i>	<i>36</i>
<i>Figura 9 - Curva de Obra</i>	<i>38</i>
<i>Figura 10 – Movimentação de Caixa do Empreendimento</i>	<i>40</i>
<i>Figura 11 - Fluxo de Caixa do Empreendimento Acumulado</i>	<i>40</i>
<i>Figura 12 – Estrutura de Funding</i>	<i>42</i>
<i>Figura 13 – Composição Total de Custos</i>	<i>43</i>
<i>Figura 14 – Destino dos recursos</i>	<i>43</i>
<i>Figura 15- Taxa de Retorno</i>	<i>44</i>
<i>Figura 16 - Patamares de risco</i>	<i>46</i>
<i>Figura 17 - Estrutura da dívida</i>	<i>48</i>
<i>Figura 18 - Fluxo de Caixa Dívida</i>	<i>48</i>
<i>Figura 19 - Fluxo de Caixa do Empreendimento Alavancado</i>	<i>49</i>
<i>Figura 20 - Estrutura de Funding do Empreendimento Alavancado</i>	<i>51</i>
<i>Figura 21 - Destino dos Recursos com a contratação da dívida</i>	<i>52</i>
<i>Figura 22 - Taxa de Retorno do Empreendimento Alavancado</i>	<i>53</i>
<i>Figura 23 - Fluxo de Caixa FIP</i>	<i>55</i>
<i>Figura 24 - Curva de Capitalização</i>	<i>56</i>
<i>Figura 25 - Taxa de Retorno do FIP</i>	<i>57</i>
<i>Figura 26 - Efeitos das taxas e ociosidade dos recursos no Retorno do FIP</i>	<i>58</i>
<i>Figura 27- Postergação da Obra</i>	<i>59</i>
<i>Figura 28 - Postergação de Aprovação</i>	<i>59</i>
<i>Figura 29 - Movimentação de caixa mensal do Empreendedor</i>	<i>62</i>
<i>Figura 30 - Fluxo de Caixa Acumulado do Empreendedor</i>	<i>63</i>
<i>Figura 31 - Estrutura de Funding do Empreendimento</i>	<i>64</i>
<i>Figura 32 - Destino dos Recursos do Empreendimento</i>	<i>64</i>
<i>Figura 33 - Composição de Retorno do Empreendedor</i>	<i>65</i>
<i>Figura 34 - Taxa de Retorno do Empreendedor</i>	<i>66</i>
<i>Figura 35 - Formação do Retorno do Empreendedor</i>	<i>66</i>
<i>Figura 36 - Movimentação Mensal FIP</i>	<i>68</i>
<i>Figura 37 - Fluxo de Caixa Acumulado do FIP</i>	<i>68</i>
<i>Figura 38 - Curva de Capitalização do FIP</i>	<i>69</i>
<i>Figura 39 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento do FIP</i>	<i>70</i>
<i>Figura 40 – Taxa de Retorno do FIP – Efeitos das taxas, ociosidades de recursos e regras de parceria</i>	<i>70</i>
<i>Figura 41 - Postergação de Obra</i>	<i>71</i>
<i>Figura 42 - Postergação de Aprovação</i>	<i>72</i>

LISTA DE TABELAS

<i>Tabela 1 - Venda e Receita</i>	<i>35</i>
<i>Tabela 2 - Tabela de Vendas.....</i>	<i>36</i>
<i>Tabela 3 – Despesas com Vendas e Administração</i>	<i>37</i>
<i>Tabela 4 – Despesas com Terreno</i>	<i>37</i>
<i>Tabela 5 – Custos de Construção</i>	<i>38</i>
<i>Tabela 6 – Custos de Incorporação</i>	<i>38</i>
<i>Tabela 7 – Taxas e Impostos e Índices Macroeconômicos</i>	<i>39</i>
<i>Tabela 8 – Resultado do Empreendimento.....</i>	<i>41</i>
<i>Tabela 9 – Estrutura de Funding</i>	<i>42</i>
<i>Tabela 10- Indicadores da Qualidade do Empreendimento</i>	<i>44</i>
<i>Tabela 11 - Custo da Dívida</i>	<i>47</i>
<i>Tabela 12 - Resultado do Empreendimento Alavancado</i>	<i>50</i>
<i>Tabela 13 - Estrutura de Funding do Empreendimento Alavancado.....</i>	<i>51</i>
<i>Tabela 15 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento Alavancado</i>	<i>52</i>
<i>Tabela 15 - Custos de Estruturação e Administração</i>	<i>54</i>
<i>Tabela 16 - Indicadores da Qualidade do Investimento do FIP</i>	<i>56</i>
<i>Tabela 17 - Política de Investimento e Taxas de Desenvolvimento</i>	<i>61</i>
<i>Tabela 18 - Estrutura de Funding do Empreendimento.....</i>	<i>63</i>
<i>Tabela 19 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Empreendedor</i>	<i>65</i>
<i>Tabela 20 - Custos de Estruturação e Administração</i>	<i>67</i>
<i>Tabela 21 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento do FIP</i>	<i>69</i>
<i>Tabela 22 - Comparação entre Cenário</i>	<i>73</i>

Sumário

LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABELAS	7
1. Introdução	10
1.1. Justificativa	10
1.2. Objetivo	15
1.3. Metodologia	15
2. Funding para Empreendimentos Residenciais	18
2.1. Capital Próprio e Receita de Vendas	18
2.2. Financiamento Bancários	18
2.3. Parceria com Fundos de Investimentos em Participações	20
2.4. Outras Fontes de <i>Funding</i>	20
3. Realização de Parcerias com Investidores	22
3.1. Escolha do Veículo de Investimento	24
4. Fundos de Investimento em Participações	25
4.1. Estruturas Jurídicas Utilizadas em Incorporação Imobiliária	27
4.1.1. Sociedade em Conta de Participação (SCP)	27
4.1.2. Sociedade de Propósito Específico (SPE)	28
4.2. Vantagens e Riscos do Fundo de Investimento em Participações	29
4.2.1. Visão Investidor	29
4.2.2. Visão Empreendedor	31
5. Estudo de Caso – Desenho do empreendimento	33
5.1. O Empreendimento	34
5.1.1. Premissas Gerais do Empreendimento	34
5.2. Cenário Base – Capital próprio	39
5.2.1. Balanço do Empreendimento	41
5.2.2. Estrutura de <i>Funding</i>	41
5.2.3. Indicadores da qualidade de investimento	43
5.2.4. Conclusões Finais sobre o Cenário Base	45
5.3. Cenário 1 – Contração de Dívida com Fundos de Investimentos em Participações	45
5.3.1. Visão Empreendedor	49
5.3.1.1. Balanço do Empreendimento	49
5.3.1.2. Estrutura de <i>Funding</i>	50
5.3.1.3. Indicadores da Qualidade do Investimento	52
5.3.2. Visão Investidor (FIP)	53
5.3.2.1. Indicadores da Qualidade do Investimento	56

5.3.3. Análise de Risco – Cenário 1	58
5.3.4. Considerações Finais sobre o Cenário 1	60
5.4. Cenário 2 – Venda de Participação para Fundos de Investimento em Participações	60
5.4.1. Visão Empreendedor	62
5.4.1.1. Estrutura de <i>Funding</i>	63
5.4.1.2. Indicadores da Qualidade do Investimento	65
5.4.2. Visão Investidor (FIP)	67
5.4.2.1. Indicadores da Qualidade do Investimento	69
5.4.3. Análise de Risco – Cenário 2	71
5.4.4. Considerações Finais sobre o Cenário 2	72
5.5. Comparações entre Cenários	73
6. Conclusão e Considerações Finais	75
7. Referência Bibliográfica	77

1. Introdução

1.1. Justificativa

De acordo com o estudo da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), em maio de 2014, o déficit habitacional absoluto no Brasil era de quase 6 milhões de domicílios, o que corresponde a 9,1% dentre os quase 64 milhões de domicílios no Brasil (CBIC, 2015). Dentre causas desse déficit, estão: habitações precárias, coabitações familiares, ônus excessivo com aluguel e adensamento excessivo. Tal déficit está concentrado no segmento de baixa renda. (CBIC, 2014).

Visando a reduzir esse déficit habitacional e, ao mesmo tempo, permitir às famílias a aquisição da casa própria, o Governo Federal lançou, no início de 2009, o programa “Minha Casa Minha Vida” (MCMV) para fomentar, àquela época, a construção de um milhão de moradias no país. Para isso o Governo destinou 14 bilhões de reais em subsídios oferecidos pelo Tesouro para a construção civil e para o crédito imobiliário no segmento (CAIXA, 2015).

O plano MCMV se expandiu, continua ativo e incentiva a formação de parcerias entre a iniciativa privada, Estados, Municípios e o Governo Federal para a construção de moradias populares. O programa hoje é dividido em 3 faixas, considerando a renda das famílias, nas quais é associado o nível de subsídio oferecido a cada faixa. Em sua última versão datada de 2015, a Faixa 1 é voltada para famílias com renda até R\$ 1.600,00. Nessa faixa, o subsídio oferecido pode chegar até 96% do valor do imóvel, e o comprometimento de renda é de apenas 5% por 120 meses, enquanto o restante é subsidiado pelo governo. A Faixa 2 é oferecida para famílias com renda entre R\$ 1.600,00 e R\$ 3.275,00 onde o subsídio chega até R\$ 25 mil e as taxas de juros são reduzidas. A Faixa 3, para famílias com renda até R\$ 5.000,00, é a última faixa do programa, onde não há subsídios diretos, porém é possível obter taxas de juros diferenciadas (CAIXA, 2015).

Na faixa 3, no caso da cidade de São Paulo, o programa financia imóveis de até R\$ 190 mil. O programa considera, de forma limitada, diferenças regionais nos preços de terrenos, custos de construção e formas de compor a renda do trabalhador brasileiro que variam de acordo com a região. Além disso, o programa tem regras rígidas e limitações dos preços, previamente definidos pelo governo para as unidades. O empreendedor que desejar atuar nesse segmento precisa se adequar ao programa, bem como aceitar os riscos

operacionais e econômico-financeiros a ele associados. Entretanto, em algumas cidades, como São Paulo, os altos custos de construção e terreno tendem a inviabilizar a ocorrência de empreendimentos enquadrados nesse segmento.

Empreendimentos acima de R\$ 190 mil até R\$ 750 mil estão fora do programa MCMV, porém ainda contam com financiamento a partir de recursos do “Fundo de Garantia do Tempo de Serviço” (FGTS) pelas regras do “Sistema Financeiro de Habitação” (SFH). Empreendedores que desejarem atuar nesse nicho de mercado – segmento econômico -, no que é informalmente chamado de “Faixa 4” (empreendimentos entre R\$ 190 mil e R\$ 300 mil), não podem contar com subsídios do governo, dependendo de capital próprio ou do financiamento à produção pelas regras do SFH.

Depender do capital próprio, para financiar suas obras com receita de vendas, ou financiamento à produção se mostra um desafio para o originador, especialmente pelo cenário macroeconômico enfrentado. As incertezas políticas e econômicas locais, aliadas às dificuldades do ambiente externo, especialmente à retração econômica da China, dificultam o “estabelecimento de estratégias de ação para as empresas” (NRE, 2015).

Nos últimos anos as empresas empreendedoras imobiliárias viram um crescimento vigoroso no mercado imobiliário, especialmente devido à impulsão do crédito ao comprador e à capacidade financeira dos empreendedores, fruto das rodadas de aumento de capital na última década. Além disso, o crescimento orgânico da população deve permanecer em patamares expressivos e a crescente expansão urbana favorece a demanda por unidades habitacionais ainda por um longo ciclo (NRE, 2015).

Ao longo de 2015, observou-se a deterioração da economia brasileira, evidenciada pelo aumento no índice de desemprego (*Figura 1*) e pela queda nas projeções de mercado para o Produto Interno Bruto pelo boletim de mercado FOCUS do Banco Central. As previsões passaram de uma retração de -3,5% em 2016 e crescimento de 0,5% em 2017, na reunião de fevereiro de 2016, para uma retração de -3,73% em 2016 e crescimento 0,3% em 2017 na reunião de abril de 2016 (FOCUS, 2016).

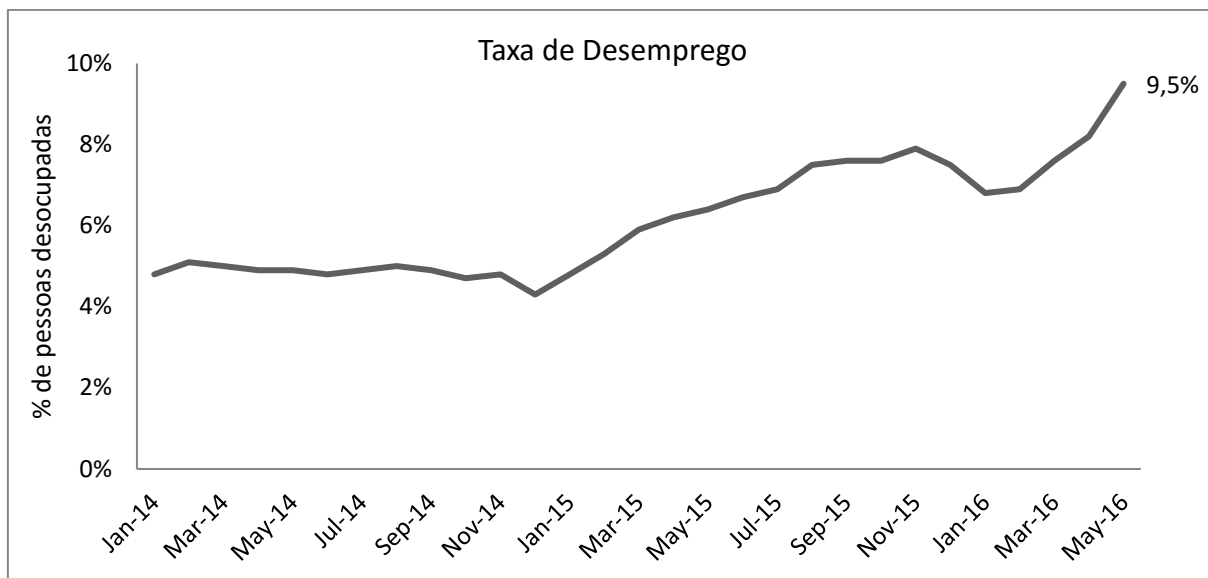


Figura 1- Taxa de Desemprego (Fonte: IBGE)

Além da taxa de desemprego, também é possível perceber uma queda no rendimento real do trabalhador (**Figura 2**), ou seja, as correções salariais estão abaixo da inflação, que já acumula alta de 10,36% nos últimos doze meses (data base de março 2016), conforme apuração do IBGE.

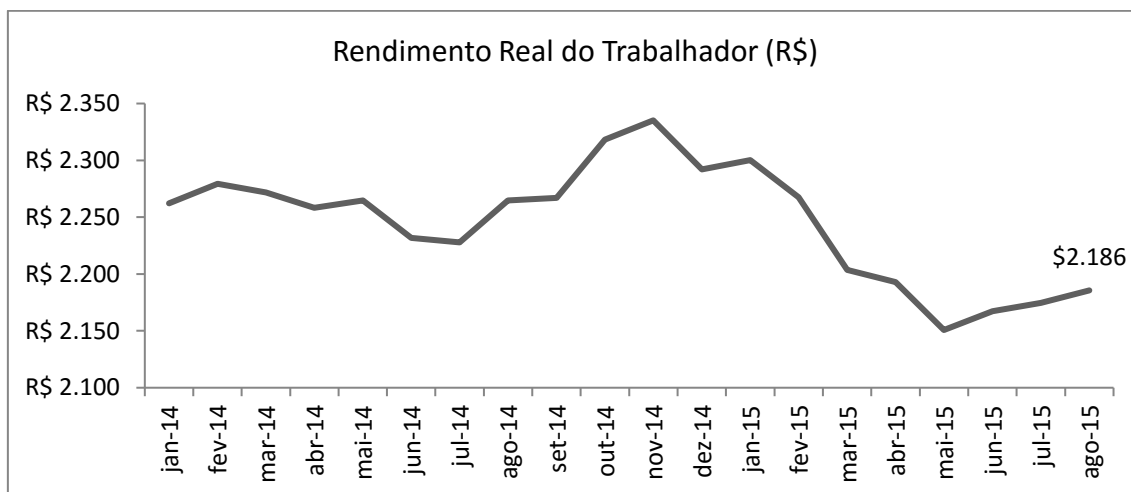


Figura 2 - Rendimento Real do Trabalhador (Fonte: IBGE)

Um dos maiores indicadores da falta de confiança dos investidores na economia brasileira pode ser evidenciado pela estrutura a termo da Taxa de Juros. Os juros cobrados pelos investidores para financiar o estado brasileiro estão em patamares elevados, fazendo com que as empresas e a população também tenham maiores custos de financiamento, agravando ainda mais a recessão (ANBIMA, 2016).

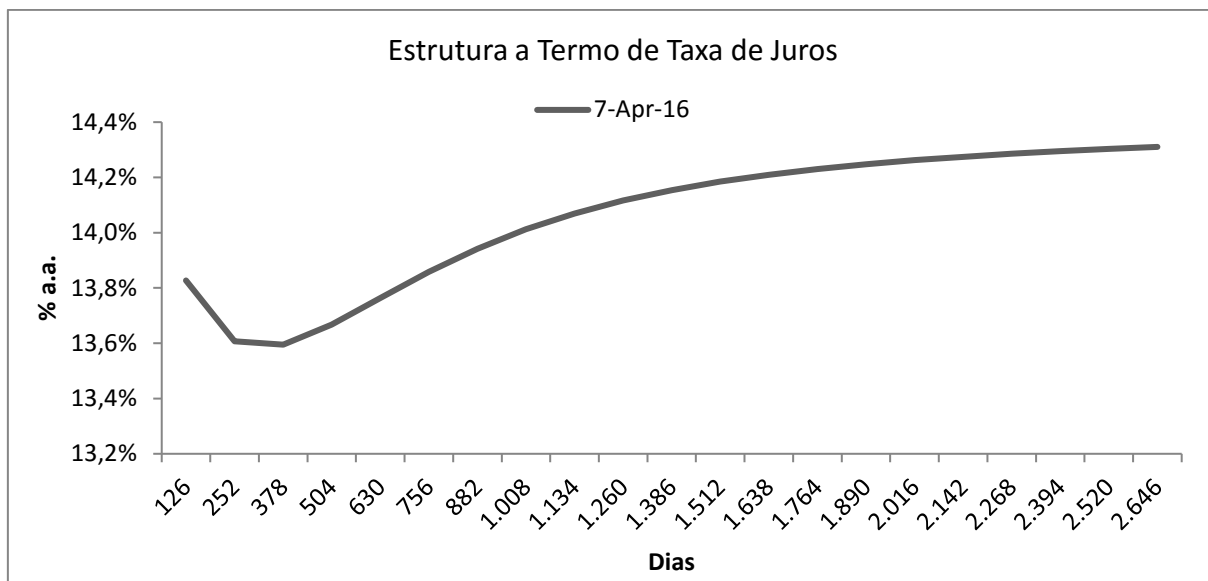


Figura 3 - Estrutura a Termo da Taxa de Juros (Fonte: Anbima, 2016)

As quedas nos indicadores operacionais da economia, aliadas à alta da taxa básica de juros para 14,25% a.a. nominal (BACEN, 2015), têm um efeito imediato na confiança do consumidor, evidenciado pelo índice de confiança do consumidor que se encontra no seu menor patamar desde 2009:

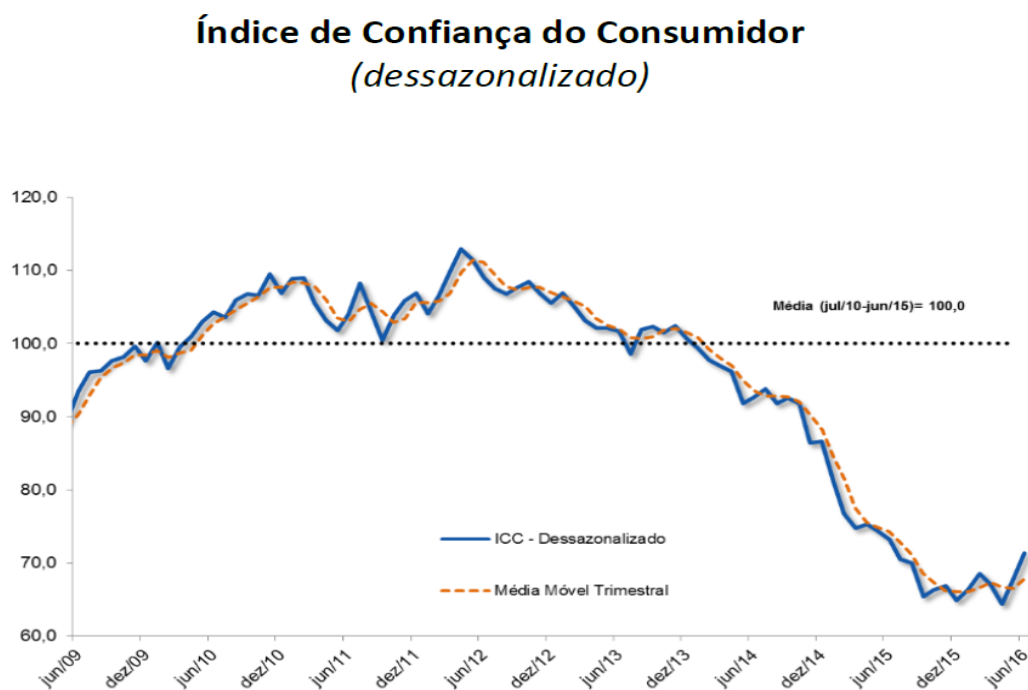


Figura 4 - Índice de Confiança do Consumidor (Fonte: IBRE, 2016)

É possível inferir que há uma queda na capacidade de pagar do público alvo além da redução da intenção de consumo que é correlata com a confiança do consumidor, causando um descolamento em relação aos preços. Esse descolamento é uma das maiores causas da retração que se observa no mercado imobiliário residencial. Consequentemente, as políticas de desconto praticadas pelas empresas têm sido agressivas, pois estas estão pressionadas, por fatores estruturais, a zerar seus estoques. Somando os fatores, apesar dos descontos, ocorre uma queda acentuada na demanda por esses produtos. Essa queda na demanda é acompanhada de uma redução na oferta, sendo possível observar uma queda de 40% nos lançamentos do primeiro trimestre de 2015 ante o primeiro semestre do ano anterior (NRE, 2015).

A queda na atividade econômica brasileira teve um forte impacto no crédito disponível para o setor imobiliário. No mês de maio de 2015 a Caixa anunciou que “travou os financiamentos residenciais”, uma vez que os recursos disponíveis de depósitos em Caderneta de Poupança se esgotaram (ROCHA LIMA Jr, 2015). O efeito desse travamento nas empresas, que já enfrentam dificuldades, agrava o cenário acima descrito, pois a Caixa é responsável por aproximadamente 70% do crédito imobiliário ofertado (ROCHA LIMA Jr, 2015). Essa retração do crédito imobiliário afeta não só o comprador do imóvel, pois seu acesso ao crédito para compra do imóvel está mais difícil, mas também as empresas, que dependem do financiamento bancário para equacionar sua estrutura de *funding*¹.

Apesar da demanda por novas moradias existir no longo prazo, o cenário macroeconômico brasileiro no curto e no médio prazo não é favorável para empresas com estoques altos e com necessidade de caixa para financiar suas operações, motivo pelo qual as políticas de descontos dessas empresas têm sido agressivas. No momento em que o cenário se mostrar menos incerto essa demanda reprimida se valerá de bons produtos ofertados (NRE, 2015), havendo espaço para empreendedores que desejam estar posicionados para essa retomada do mercado, e que não têm alta necessidade de caixa no curto prazo, comecem novos projetos. Porém, com a retração do crédito imobiliário disponível no mercado para o empreendedor se financiar, a equação de fundos se mostra um desafio, forçando o empreendedor a procurar alternativas de *funding* que não dependam exclusivamente de seu capital próprio e do financiamento bancário.

¹ Mais adiante, no capítulo 2.2, será detalhado a forma como o empreendedor acessa esse crédito para a produção.

Os modelos de financiamento amparados na captação de recursos no mercado de capitais, através de securitizações, como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras Hipotecárias (LHs), Letras Imobiliárias Garantidas (LIGs) ou fundos de investimentos focados em *real estate*, entre outros poderão ser alternativas válidas, se o custo de captação se colocar em padrões compatíveis.

O emprego de um Fundo de Investimentos em Participações (FIP) é uma dessas alternativas, tendo vantagens e desvantagens associadas à estruturação desse veículo de investimento, motivando o desenvolvimento desta monografia para conhecer os impactos e limites para sua adoção nesses casos.

1.2. Objetivo

O objetivo da pesquisa é avaliar, do ponto de vista do empreendedor, a adoção de um fundo de investimentos em participações (FIP) como mecanismo de funding para empreendimentos no segmento econômico, valendo-se de diferentes arranjos de parcerias nesse ambiente.

Como forma de referenciar os efeitos de uma captação de recursos via venda de participação para um fundo de investimento será empregado um empreendimento proposto pela *Plano e Plano Construtora* enquadrado nesse segmento alvo.

1.3. Metodologia

A metodologia da pesquisa foi estruturada, em linhas gerais, em 4 Etapas: (i) conceituação das alternativas de funding, (ii) aspectos do FIP, (iii) simulação de parceria entre empreendedor e um FIP e análise dos modos de parceria e, por último, (iv) avaliação da atratividade, para o empreendedor, de uma parceria com um FIP.

Inicialmente na Etapa 1, foi realizada a análise conceitual das alternativas disponíveis para o *funding* de um empreendimento no segmento econômico, de forma a situar o FIP como uma alternativa viável.

Em seguida, na Etapa 2, realizou-se a revisão bibliográfica sobre as características de um Fundo de Investimento em Participações, bem como as características dos tipos de parcerias e sociedades possíveis com um FIP. A revisão bibliográfica foi realizada através de

pesquisas em artigos técnicos, teses, dissertações, monografias e publicações de empresas especializadas no segmento de Fundos de Investimento em Participações.

A oportunidade de ingresso do investidor que não tem experiência no ramo de incorporação imobiliária, porém tem interesse atuar nesse mercado, costuma ser avaliada tendo em vistas os seguintes aspectos estruturais:

- I. A legislação que rege o comportamento do FIP (e respectivas instruções do órgão regulador) para entender sobre as proteções ao investidor;
- II. A qualidade dos sistemas de partilhamento do investimento, que reflete na liquidez;
- III. A força do mercado secundário, para avaliar a possibilidade de se valer dessa liquidez;
- IV. A qualidade intrínseca dos investimentos.

Desse modo, a discussão da legislação e partilhamento do investimento, bem como a qualidade dos investimentos, foram realizadas valendo-se da revisão bibliográfica, envolvendo análises sobre conceitos, estruturas e administração do FIP. Apesar do quesito tributação ser relevante para análise do detentor das cotas do FIP, o objetivo desta monografia é a análise dos efeitos para o empreendedor, portanto não foi realizada uma discussão sobre a tributação do FIP. No mercado de *real estate*, o FIP costuma utilizar como ambiente de ancoragem as SPEs, deste modo, foi realizada uma abordagem sobre estas sociedades, bem como alternativas disponíveis e as vantagens da SPEs em relação a estas alternativas.

Na Etapa 3, para investigar a qualidade de uma parceria entre um empreendedor e um FIP realizou-se uma simulação, ou estudo de caso, utilizando as informações disponibilizadas pela construtora *Plano e Plano*, que já atua no segmento econômico em análise. Além da simulação da realização do empreendimento somente com capital próprio, foram realizadas duas simulações com formas diferentes de parcerias de forma a se valer da flexibilidade oferecida pelo FIP e demonstrar que esta parceria pode ser feita de diferentes formas, sendo aquelas apresentadas somente exemplos dentro de uma gama de possibilidades. A simulação foi realizada a partir de uma rotina de cálculo utilizando preceitos doutrinários do grupo de ensino e pesquisa do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP.

Por último, e para analisar a atratividade da parceria entre o empreendedor e um investidor via um FIP, foram utilizados os seguintes parâmetros: (i) rentabilidade esperada

pelo empreendedor nos diversos modos de parcerias: venda de participação e contração de dívida, além da rentabilidade esperada no caso de utilização somente de capital próprio, (ii) as diferenças entre os modos de parcerias e as proteções oferecidas ao investidor em cada uma delas, (iii) análise de risco, utilizando-se de perturbações em variáveis pré-estabelecidas e o efeito no retorno do empreendedor e do investidor, (iv) vantagens e desvantagens de cada um dos cenários e, (v) riscos associados a cada um dos cenários.

A partir dos resultados obtidos no caso foi possível identificar sobre as diferentes formas de parceria e eventuais mecanismos compensadores vantagens e desvantagens associadas à cada uma, utilizando parâmetros de risco e retorno como referência, tanto sob ótica do empreendedor, quanto do investidor.

2. Funding para Empreendimentos Residenciais

Quem deseja empreender no mercado imobiliário, independente do segmento que atue, tem à sua disposição algumas alternativas para financiar a construção, entre as quais aquelas de investimento direto, ou o uso de capital próprio, Fundos de Investimento em Participações (FIPs), Fundos de Investimento Imobiliário (FII) ou parcerias, e financiamentos, como o financiamento bancário, debêntures e securitização de Recebíveis Imobiliários, para citar alguns exemplos. A seguir, serão detalhadas as alternativas relevantes para o Estudo de Caso que será apresentado adiante:

2.1. Capital Próprio e Receita de Vendas

O capital próprio é o ativo integralizado pelo próprio empreendedor como fonte de recurso para desenvolvimento do empreendimento imobiliário. Esse capital é aportado no empreendimento por meio de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), empresa que tem um regime de tributação diferenciado detalhado adiante.

Além do Capital integralizado, a receita proveniente das vendas das unidades é utilizada no empreendimento, diminuindo a necessidade de capital do empreendedor. No segmento econômico, onde usualmente o comprador até 25% a título de entrada, não é possível viabilizar o empreendimento somente com essa fonte de receita. No capítulo 5.2 **Cenário Base – Capital próprio** será detalhado um estudo de caso onde a receita proveniente das vendas é somente um terço do total gasto com o projeto sendo o resto aportes de capital do empreendedor.

2.2. Financiamento Bancários

A escolha da empresa pelo formato de *funding* a ser utilizado em investimentos de *real estate* é um dos fatores mais importantes para a qualidade do investimento, sobretudo quando diz respeito a investimentos em habitação.

Isso ocorre, principalmente, pela limitação da capacidade do comprador em pagar o preço total do produto durante a produção do mesmo (Rocha Lima Jr, Monetti, 2011). Esta situação é verificada na maior parte dos segmentos de construção de habitação², que têm um regime de liberação do financiamento ao cliente diferente do praticado em outros segmentos.

² Com exceção aos empreendimentos das Faixas 1 e 2 da MCMV

Em média, o comprador paga de 20% a 40% do preço total do ativo até a entrega, distribuídos em parcelas de entrada e em parcelas mensais (ou semestrais e anuais). Como consequência, as empresas têm a necessidade de se capitalizar para a execução dos empreendimentos.

Atualmente a utilização do financiamento à produção, contratado junto à instituições financeiras (bancos), é a forma mais usual encontrada pelos *players* do mercado imobiliário como fonte de recursos. Um contrato entre o empreendedor e o banco é firmado, onde são estabelecidas metas de evolução de obra e vendas, e a liberação dos recursos ocorre conforme essas metas são atingidas. Essa forma de financiamento é quitada ao término da obra, onde a unidade residencial é entregue ao cliente e este quita a unidade através da contração de um financiamento junto a um banco. É nesse momento que ocorre o repasse bancário e o pagamento da parcela de chaves, que corresponde ao montante mais expressivo do valor de venda da unidade. Usualmente o banco que oferece o financiamento à produção é o mesmo banco que irá financiar o cliente final, portanto o banco retém os recursos para quitação do financiamento à construção e a liberação da parcela que cabe a empreendedor ocorre somente após essa quitação.

De forma a se proteger, o financiamento contratado não é suficiente para a execução total da obra. Como o ativo construído é utilizado como garantia do banco, essa é uma forma de sobrecolateralizar a dívida. Portanto, há a necessidade da utilização de outra fonte de recursos para a execução do empreendimento, que pode ser capital próprio do empreendedor (forma mais comum) ou capital de terceiros.

O financiamento imobiliário no Brasil tem como fonte de recurso principalmente, mas não exclusivamente, o Sistema Financeiro Habitacional (SFH). De acordo com a Lei 4.380/6, Capítulo 3, Artigo 8º, o SFH é “destinado a facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria, especialmente pelas classes de menor renda da população”.

Os recursos são provenientes do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS, operado pela CAIXA) e da Caderneta de Poupança, por meio do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), principal fonte de financiamento no Brasil. No cenário atual, com taxas de juros crescentes em contraposição com a baixa taxa de rentabilidade, que tem como teto hoje Taxa Referencial (TR) mais 6% ao ano, a Caderneta de Poupança está passando por um problema de exaustão, com o aumento dos resgates e pouca atratividade para novas captações devido à baixa rentabilidade (UQBAR, 2015).

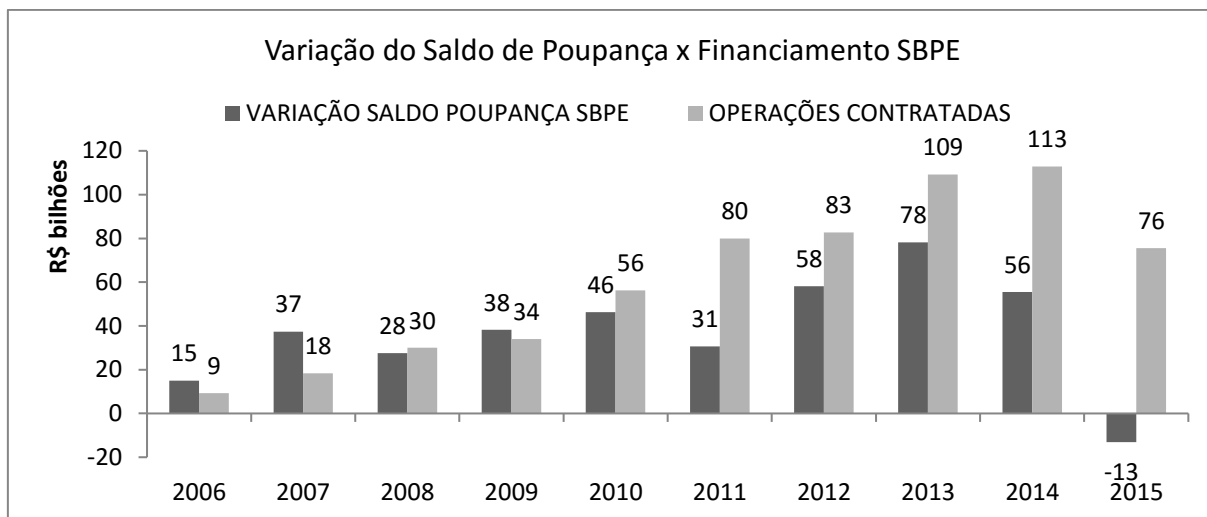


Figura 5 – Variação do Saldo de Poupança X Financiamento via SBPE (Fonte: Abecip, Banco Central)

O descasamento entre a captação de recursos da poupança e o saldo de financiamento via recursos da poupança pode ser observado na **Figura 5**. Em 2015, com captação líquida negativa, esse descasamento saltou para quase R\$ 90 bilhões de reais ante uma diferença de R\$ 30 bilhões em 2013. Em 2016 espera-se que esta tendência de descasamento continue a aumentar, reforçando a tese do esgotamento da Caderneta de Poupança como fonte de recurso (UQBAR, 2015).

Para os recursos não financiados por instituições bancárias apresentamos as duas opções que serão detalhadas no estudo de caso a seguir. São elas: recursos via Capital Próprio e parcerias de investimento com FIPs.

2.3. Parceria com Fundos de Investimentos em Participações

Além das alternativas acima detalhadas, o empreendedor tem como opção captar recursos junto a um investidor que deseje investir no mercado imobiliário, porém não se considere apto para tal e, portanto, necessite de um parceiro que tenha a experiência necessária. O mecanismo explorado nessa monografia para essa modalidade de investimento é o Fundo de Investimento em Participações, aqui referido como FIP, que será detalhado adiante.

2.4. Outras Fontes de Funding

Além das fontes de *funding* supracitadas, são importantes fontes de capital para o mercado imobiliário as securitizações, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Hipotecárias (LHs) e as Letras Imobiliárias Garantidas (LIGs), entre outros. No âmbito dessa monografia, essas alternativas não serão discutidas.

3. Realização de Parcerias com Investidores

Conforme demonstrado acima, há a possibilidade de executar o empreendimento com recursos oriundos de parcerias com investidores. A decisão de realizar essa parceria acarreta em vantagens e desvantagens para os envolvidos. O originador, ou empreendedor, é o idealizador do projeto e quem deseja fazer o desenvolvimento do projeto, enquanto o investidor é o sócio do empreendedor, que deseja investir no mercado imobiliário, porém não tem o conhecimento necessário para tal. Nesse capítulo será discutido as motivações que levam a essa tomada de decisão, independente do modelo de negócio (regras de parceria) a ser escolhido. A forma jurídica na qual essa parceria será executada será discutida adiante.

A motivação, por parte do originador, para a realização de uma parceria são diversas. Podem ser elas: diversificação dos seus empreendimentos, maior exposição frente ao mercado de capitais ou a falta de capacidade de realizar certo empreendimento com recursos próprios. O momento de mercado enfrentado atualmente pelo empreendedor, onde há uma retração de crédito, já explorado acima, tornando o acesso ao financiamento bancário escasso, e uma incapacidade de custear o empreendimento através das vendas devido ao cenário macro econômico, faz com que o empreendedor busque a realização de uma parceria com investidores que desejem investir nesse mercado.

De acordo com (MARKOVITZ, 1952) quanto maior o risco percebido, maior o retorno esperado. Ao partilhar o risco da execução com um investidor, o empreendedor deve abrir mão de parte de seu retorno. Além disso, um investidor tem uma percepção de risco diferente do empreendedor, principalmente devido à falta de familiaridade com o mercado alvo. Algumas proteções e garantias podem ser oferecidas ao investidor de forma a tornar o investimento atrativo. Muitas vezes, estas proteções são estruturadas como uma prioridade de retorno, rentabilidade mínima garantida ou, em muitos casos, garantias reais, como terrenos. Dessa forma é possível afirmar que ao realizar essa parceria o empreendedor abrirá mão de parte de seu retorno, porém, em contrapartida, também incorrerá um risco menor.

Os motivos para a execução de uma parceria podem determinar diretamente o retorno exigido pelo investidor, e no caso de venda de participação, o valor da venda desse ativo. No caso do empreendedor não ter recursos para aportar no empreendimento, seja pela escassez de créditos, ou por motivos fora do âmbito do empreendimento, este terá que aceitar um valor menor pela participação do empreendimento oferecida ao investidor. A necessidade de caixa

pelo empreendedor faz com que o investidor enxergue uma oportunidade de adquirir essa participação por um valor mais atrativo a ele, maximizando seu retorno. O caixa gerado por esta venda, mesmo em valores não atrativos pelo empreendedor, permite a este fazer frente a outras obrigações, fora do âmbito do empreendimento, como custos administrativos e dívida corporativa. Em alguns casos o empreendedor deseja executar essa parceria de forma a diversificar seus investimentos, e nesses casos tende a não aceitar uma valoração negativa de seu empreendimento. Nesses casos, existe a possibilidade da cobrança de um ágio na venda, gerando um caixa adicional para o empreendedor.

A depender do modelo de parceria a ser adotado (venda de participação, dívida, renda mínima garantida, etc.) o empreendedor limita suas perdas, no caso de insucesso do empreendimento, e seus ganhos, no caso de sucesso do empreendimento. Nas estruturas de parcerias comumente utilizadas pelo mercado, o investidor passa a ter que ser consultado nas decisões estratégicas do empreendimento, acarretando em uma perda de autonomia do empreendedor, fator que deve ser levado em consideração, além das questões de caráter econômico- financeiro, ao optar pela realização desta parceria.

Do ponto de vista do investidor, o momento de mercado vivido pelo setor imobiliário pode significar boas oportunidades de investimentos. A retração do crédito imobiliário, e da economia, além da própria condição do empreendedor, que muitas vezes se encontra endividado e sem caixa para executar seus empreendimentos, faz com que este recorra ao mercado de capitais para a obtenção de recursos. Conforme disposto acima, essa condição o obriga a aceitar uma valoração do seu ativo prejudicial a este, porém benéfica ao investidor. Investidores que desejem investir no mercado imobiliário podem aproveitar esse momento para executar investimentos em condições favoráveis, buscando patamares de retorno acima de seu custo de oportunidade.

A depender da etapa do empreendimento a percepção de risco pelo investidor pode ser mais alta ou mais baixa. Resumidamente, é possível reduzir o risco corrido por um empreendimento imobiliário em três patamares: i) projeto e aprovação ii) aceitação comercial e iii) execução da obra. Em empreendimentos em fase de projeto e aprovação o risco é considerado alto e, portanto, o retorno esperado pelo investidor é maior. Ao ocorrer a aprovação do projeto a percepção de risco passa ser menor, onde o projeto está aprovado porém ainda existe o risco da aceitação comercial. Ao atingir o número de unidades vendidas onde o valor de venda seja suficiente para cobrir os custos do restante da obra, há uma

segunda redução do risco percebido, onde o risco residual do empreendimento está na execução da obra no cronograma e orçamento estabelecido. O patamar de risco em que o investidor opta por investir no empreendimento irá determinar o retorno esperado por este, sendo quanto maior o risco, maior o retorno.

As regras de parceria entre o investidor e o empreendedor podem determinar o retorno do investidor em função destes patamares de risco. No estudo de caso detalhado adiante, ocorre uma estruturação de parceria diretamente relacionada a esses patamares de riscos detalhados. Existem mecanismos mitigatórios de riscos, que podem ser exigidos pelo investidor e formalizados no contrato firmado entre o investidor e o empreendedor. A rentabilidade mínima garantida, que pode acarretar em um prejuízo considerável para o empreendedor, muitas vezes é utilizada como forma de proteção ao investidor. A prioridade no retorno, a ser explorada na forma de distribuição de preferencial de dividendos ao investidor, é outro mecanismo de defesa deste. Outros tipos de proteções, que não sejam somente de caráter econômico-financeiro, também são utilizadas, desde cláusulas contratuais que permitam ao investidor uma reavaliação do plano de negócios, quanto a absorção de eventuais estouros de orçamento absorvida integralmente pelo empreendedor.

3.1. Escolha do Veículo de Investimento

Como disposto acima, para ocorrer a parceria entre o investidor e o originador ambos realizam análises qualitativas e quantitativas para a tomada de decisão. Uma possível parceria acarreta em vantagens e desvantagens para ambos os envolvidos, sendo necessária uma análise econômico-financeira, a ser discutida adiante. A escolha do veículo utilizado para esse investimento é fundamental para a realização dessa análise. Dentre as diversas opções, podemos citar Fundos de Investimentos Imobiliários, Fundos de Investimento em Participações, além de sociedades com investimento direto no empreendimento a ser realizado. No âmbito dessa monografia, será discutido somente o Fundo de Investimento em Participações e as consequências decorrentes dessa escolha.

4. Fundos de Investimento em Participações

“O Fundo de Investimento em Participações (FIP), 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” segundo a Instrução no 391 de 16 de julho de 2003 da CVM.

Os FIPs não são exclusivamente objetos de investimento em *real estate*, apesar de serem comumente utilizados para tal, pois apresentam uma estruturação bastante flexível uma vez que, como estipulado na instrução da CVM acima citada, suas regras podem ser definidas no próprio regulamento do fundo, tais como: política de investimento, chamadas de capital, patrimônio mínimo, amortização, prazo, entre outros.

Na Instrução CVM nº302/99 ficou estipulado que o FIP não pode operar com derivativos ou investir seus recursos no exterior, porém é permitindo o investimento em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários, permitindo assim o investimento do FIP em empresas, dentre elas, empresas de *real estate*.

Por permitir uma alta flexibilidade em sua estruturação, para investir em um FIP é necessário que o investidor tenha instrução suficiente para analisar os regulamentos e prospectos e entender os riscos a que estaria se expondo ao investir em um FIP qualquer. Visando proteger os investidores a CVM exige que o mesmo seja considerado um Investidor Qualificado. De acordo com a Instrução CVM nº 554, são investidores qualificados: “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); iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificações técnicas ou possuam certificações aprovadas pela CVM; iv) clubes de investimentos”.

O regulamento do FIP gere os aportes de capital no FIP pelos cotistas de acordo com os prazos e procedimentos pré-estabelecidos nele. À medida que o administrador do FIP faça as chamadas, os investidores ficam obrigados a integralizar determinado valor no fundo. Diferente de outros fundos, a CVM exige que o FIP participe na definição da política de estratégia e gestão das empresas investidas pelo FIP, o que é feito através da indicação de membros do conselho de administração. A forma mais comum de assegurar essa influência é

adquirindo ações de forma a obter o respectivo bloco de controle, porém também pode ser feito através de um acordo de acionistas.

Ao apresentar as documentações pertinentes para a CVM, como: ato de constituição, regulamento, compromisso de investimento, materiais de divulgação, entre outros, o registro é concedido quase automaticamente, mediante uma breve análise. Após ser concedido o registro, e passado o prazo máximo para a integralização das cotas iniciais estabelecido em regulamento, o FIP adota a forma de condomínio fechado, com prazo de duração definido, também estabelecido em regulamento.

As responsabilidades do administrador são regulamentadas pela instrução CVM nº 391. O administrador do FIP, que também pode acumular a função de gestor, deve ser uma pessoa jurídica autorizada pela CVM. De forma a aprimorar o processo decisório, o FIP geralmente conta com comitês e conselhos, que asseguram sua aderência com sua política de investimento. O administrador possui responsabilidade por todas as atividades do FIP, tais como elaborar demonstrações contábeis e relatório, firmar acordo de acionistas das sociedades que o fundo participa e fornecer informações aos cotistas, cumprindo as disposições do regulamento e as deliberações feitas em assembleias gerais de cotistas. Além disso, o administrador deve gerenciar o recebimento dos dividendos das companhias, bem como suas respectivas movimentações financeiras.

Outras responsabilidades do administrador são as informações semestrais e anuais das demonstrações financeiras e o parecer a respeito das operações e resultados do fundo. Cotistas detentores de pelo menos 10% das cotas emitidas, seja isolada ou conjuntamente, podem requerer estudos e análises de investimento que devem ser elaborados pelo administrador (ou pelo gestor) de forma a fundamentar as decisões tomadas em comitês de investimentos ou assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões. Além disso, devem elaborar atualizações periódicas dos referidos estudos e análises permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de ações que permitam maximizar o resultado do investimento.

A assembleia geral de cotistas, também regida pela instrução CVM nº 391, tem poderes privativos para deliberar sobre as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador do fundo, bem como, alterações de regulamento, destituição do administrador e respectivo substituto, fusão, incorporação, liquidação do fundo, emissão e distribuição de novas cotas, prorrogação do prazo de duração do fundo, etc.

A integralização das cotas do FIP, ainda dentro do que rege a instrução CVM supra referida, é em moeda corrente. Nos casos onde o FIP esteja investindo em companhias em processo de recuperação ou estruturação, pode ser feito em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que respaldados em laudo de avaliação. No ambiente dessa monografia, o método de integralização de cotas analisados, será em moeda corrente. A amortização de cotas, ferramenta importante do FIP para o retorno do dinheiro investido, consiste no pagamento aos cotistas de parcela de valor de suas cotas, sem redução de seu número. Ao efetivar um desinvestimento (desmobilização ou liquidação do mesmo) de uma das companhias de sua carteira, a amortização permite ao FIP distribuir imediatamente aos cotistas os recursos oriundos da venda, sem a necessidade de esperar a liquidação do fundo ou do reinvestimento em outra empresa. Porém a amortização só pode ser feita uma vez a cada 180 dias, de forma que os cotistas não podem dispor desse mecanismo de forma irrestrita. Por ter condomínio fechado, a instrução CVM proíbe os cotistas de resgatarem suas cotas, porém a qualquer momento os cotistas podem deliberar a liquidação do fundo, desde que aprovada por maioria na assembleia geral.

A grande maioria dos FIPs tem o objetivo de obter ganhos de capital através da valorização dos ativos que compõem a sua carteira, seja investido em ações, debentures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários de companhias abertas e/ou fechadas. Na monografia em questão o ativo escolhido para investimento é uma empresa de incorporação imobiliária, podendo ser uma SCP ou um SPE, que serão detalhadas a seguir.

4.1. Estruturas Jurídicas Utilizadas em Incorporação Imobiliária

As estruturas jurídicas utilizadas pelo mercado imobiliário mais comuns são as Sociedades de Propósito Específico (SPE) e as Sociedades de Conta de Participação (SCP) (MERCADANTE, 2015). Os demais tipos de estruturação, que não são objeto de estudo dessa monografia não serão discutidos.

4.1.1. Sociedade em Conta de Participação (SCP)

Segundo o Art. 991 da Lei nº 10.406, a Sociedade em Conta de Participação é uma forma de organização de sociedade em que “a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes”.

Diferente de uma Sociedade de Propósito Específico, onde o investidor é corresponsável por todas as decisões e ações da SPE, em uma SCP os riscos do investidor se limitam às obrigações firmadas em contrato. Dessa forma, o investidor fica oculto e protegido e seu risco se limita ao risco financeiro do valor do capital investido.

4.1.2. Sociedade de Propósito Específico (SPE)

Apesar do conceito de Sociedade Propósito Específico (SPE) existir no cenário brasileiro há tempos, foi somente com o surgimento da Lei Complementar nº 128, cujo objetivo era o de permitir às pequenas e médias empresas optantes pelo sistema de tributação do simples nacional melhores condições de competitividade, que a SPE se difundiu no mercado imobiliário, tornando-se cada vez mais comum. Neste caso, as incorporadoras criam uma sociedade com objeto e prazos determinados para algum empreendimento, na modalidade limitada ou sociedade anônima.

A SPE tem seu funcionamento através dos regulamentos típicos para qualquer sociedade limitada, como: quórum mínimo para votações, definição do administrador, estabelecimento dos poderes, obrigações dos sócios, etc. A SPE deve ser compreendida como um empreendimento exclusivo, elaborada para fins de negócio, através da criação de uma nova sociedade distintas de seus titulares (MERCADANTE, 2015). Dessa forma, a SPE passa a ter personalidade jurídica própria, com direitos e obrigações, além de consistir em uma estrutura diferenciada dos demais empreendimentos do incorporador, não confundindo seu patrimônio com o patrimônio de seus sócios e, conseqüentemente, mitigando o risco de contaminação cruzada entre diferentes empreendimentos.

Dentre as vantagens da criação de uma SPE para execução do empreendimento podemos citar: agilidade na realização de parcerias com instituições financeiras, maior segurança para os clientes, independência administrativa, obrigacional e fiscal do empreendimento perante os demais e flexibilidade na criação de parcerias na incorporação, além de maior transparência entre as partes (fornecedores, compradores, credores e investidores) envolvidas no processo.

Ao utilizar uma SPE para uma parceria societária, os sócios, que neste estudo são o próprio empreendedor e o FIP, aportam os recursos necessários para desenvolvimento do empreendimento, retiram os retornos disponíveis e assumem de forma conjunta os riscos inerentes ao empreendimento.

4.2. Vantagens e Riscos do Fundo de Investimento em Participações

Nesse capítulo serão discutidas as vantagens e desvantagens, além do risco corrido, da escolha do FIP como instrumento para investimentos imobiliário, tanto sob a ótica do investidor quanto sob a ótica do originador.

4.2.1. Visão Investidor

Os FIPs possuem baixos custos de estruturação se comparados a outros instrumentos de investimentos da CVM, sendo os registros concedidos automaticamente, como já demonstrados acima. A captação dos recursos pode se dar antes mesmo da escolha dos projetos, permitindo a posterior seleção dos projetos a serem investidos. Os investimentos podem ser realizados com poucos, ou mesmo nenhum projeto no portfólio do fundo. No período em que a gestora analisa novas oportunidades de investimento após o registro na CVM, os recursos ociosos permanecem aplicados em fundos de renda fixa, porém investidos em ativos com rentabilidade inferior e consequentemente impactando a rentabilidade global do fundo. A CVM impõe menor rigidez no processo de concessão do registro do FIP ante os demais instrumentos de investimento, já que o registro é efetivado automaticamente perante apresentação da documentação permanente, assumindo que investidores qualificados possuem maior consciência para avaliar esse tipo de fundo e os riscos associados a seus investimentos. Como as regras do fundo são elaboradas em seu próprio ambiente, o investidor absorve grande parte da responsabilidade da CVM de fiscalizar o FIP. Para os investidores, um dos principais riscos atrelados ao fundo é o risco de liquidez. O fundo é um condomínio fechado e não permite o resgate das cotas. Caso o investidor deseje vender suas cotas, ele deverá encontrar um comprador, sob sua inteira responsabilidade, desde que o comprador também seja um investidor qualificado perante a CVM. Ou seja, o investidor corre o risco de não conseguir vender sua participação no momento e nas condições que desejar. O estabelecimento de mecanismos de saída (alienação ou venda de cotas), como por exemplo, os fundos de reserva, negociações em bolsa ou em balcão organizado, podem contribuir com a minimização destes riscos, muito embora o mercado secundário brasileiro não seja expressivo. Uma vez que a captação do fundo pode se dar de maneira antecipada, ou seja, antes mesmo que haja algum projeto disponível para investimento pelo fundo, pode ocorrer o risco de carteira, segundo os diversos regulamentos de FIPs, ou seja, de falta de empresas com projetos objetos de investimentos, ou simplesmente de não serem encontradas empresas no mercado dispostas a atender os requisitos necessários para a participação do fundo. No

ambiente dessa monografia há somente um investimento no FIP, portanto o risco de carteira não é expressivo na análise. O capital aportado, disponível e ocioso no fundo deverá ser alocado em renda fixa, cujo retorno é inferior ao do projeto analisado para o investimento. Quanto maior o período de tempo em que o capital permanecer aportado em outra aplicação que não na SPE do projeto (conforme determinado acima), menor será a rentabilidade do FIP. Os fundos não contam com garantias do administrador do fundo, do gestor da carteira, do incorporador ou de qualquer mecanismo de seguro, exceto o seguro de desempenho de obra. Não obstante todos os estudos de análise de mercado e modelagem financeira, as vendas dos projetos podem não atingir o esperado. Isto pode ser causado por inúmeros fatores, como: conceituação errada de produto para o segmento alvo, preço inadequado, alta concorrência, ausência de demanda para o produto ou baixa capacidade de emprego dos usos dos recursos de vendas no lançamento para construção. Isso diminui a exposição de caixa dos empreendimentos imobiliários, pois antecipam as receitas provenientes das vendas. Nesses casos a rentabilidade dos investimentos nos projetos poderá ser comprometida, com eventuais prejuízos, fazendo com que a companhia venda as unidades em estoque a preços e/ou condições piores frente ao planejado, sem qualquer responsabilidade da administradora, da gestora ou mesmo da incorporadora. No que diz respeito à securitização ao final do empreendimento, não há garantias que haverá instituições financeiras interessadas na aquisição dos recebíveis imobiliários, forçando as companhias a ceder os recebíveis mediante desconto maior que o projetado ou mesmo mantê-los, reduzindo ganhos ou até causando prejuízo ao fundo. O ambiente em que os empreendedores estão atuando, com a retração no crédito imobiliário, faz com que esse risco seja muito expressivo para o empreendimento. Apesar de todo o rigor que possa ser adotado na escolha do projeto, o originador das companhias investidas pelo fundo pode passar por dificuldades financeiras decorrentes de problemas alheios ao fundo, problemas de gestão ou quaisquer outros problemas que gerem endividamento. Na estrutura do fundo, a SPE segrega o empreendimento do patrimônio e de eventual déficit do empreendedor. No entanto, tais dificuldades podem causar problemas no percentual dos aportes no projeto de responsabilidade do originador. Isto pode resultar em atraso no prazo do empreendimento e aumento dos custos do projeto. Este risco é mitigado pela participação ativa por parte da administradora nas decisões estratégicas do empreendimento, bem como na fiscalização que esta impõe ao incorporador e à construtora do projeto.

O método de seleção dos projetos que compõem o FIP é de fundamental importância para o desenvolvimento do fundo, através de votação no comitê de investimentos. A estrutura lógica da análise é dirigida para o estudo econômico do empreendimento, avaliando a área de influência de cada empreendimento e seu público-alvo. Novas técnicas de mitigação de riscos de mercado são ferramentas de geo-monitoramento e dos dados históricos dos empreendimentos executados na área de influência. São estudados os índices de absorção do produto em questão, bem como o perfil do comprador. A análise do mercado é uma técnica de controle de risco. Ela precisa, portanto, identificar claramente as fontes de riscos de mercado para cada empreendimento, adotando mecanismos que melhorem a inserção através da análise de sensibilidade dos parâmetros mais importantes no empreendimento, como preço e custo de obra. Uma vez que o investimento imobiliário é rígido, após a tomada de decisão haverá muito poucas alternativas de correção de rumo, que não comprometam a rentabilidade dos investimentos.

Um risco que pode existir e deve ser analisado é o risco macroeconômico. Os riscos macroeconômicos têm influência sobre o mercado imobiliário, principalmente o residencial, que tem demonstrado sua volatilidade quanto à mudanças político-econômicas, nacionais e internacionais. O risco macroeconômico interfere nos projetos por meio das premissas adotadas e que estão sujeitas a alteração.

Além dos riscos apresentados anteriormente, não podem deixar de ser citados os riscos de construção, engenharia e de força maior, inerentes à execução das obras dos empreendimentos que venham a ser desenvolvidos pelos empreendedores. Nessa categoria estão incluídas uma variedade de ocorrências, como: problemas ou convulsões da natureza, eventuais demandas judiciais que exijam a paralisação das obras, problemas relacionados às concessionárias de serviços públicos ou exigências feitas pelo competente órgão público decorrentes de normas administrativas ou legais, falta no mercado de insumos ou mão-de-obra especializada necessária à construção, enfim, quaisquer problemas independente do desejo ou da gestão do empreendedor que remetam a paralisação ou interrupção das atividades até definição das soluções aplicáveis.

4.2.2. Visão Empreendedor

Ao empreendedor não são exigidas garantias adicionais para entrada do fundo, sendo ao mesmo tempo sócio da SPE e contratado como prestador de serviços. Este, enquanto

investidor do *equity* que lhe cabe, participa do acordo de acionistas. O fundo, por outro lado, contrata o originador como prestador de serviços de gestão imobiliária e construção do empreendimento. O originador, no entanto, ao atender aos requisitos do regulamento do fundo, assume uma posição de contratado da SPE, cuja autonomia passa a ser limitada perante os direitos majoritários do fundo sobre o processo decisório e a estratégia do empreendimento. Enquanto prestador de serviços, no caso de não cumprimento contratual da gestão imobiliária ou mesmo da construção, o fundo pode decidir pela substituição por outra empresa prestadora destes serviços, decisão que somente pode ser tomada em assembleia geral de cotistas. Como condição fundamental à associação do fundo, pode ser exigida do originador a comprovação da capacidade de adquirir financiamentos à produção, uma vez que a estrutura legal do fundo, na figura da SPE, não permite esta linha de crédito.

Dependendo do contrato entre fundo e originador, outra importante garantia que pode ser exigida é a de desempenho de vendas. Ou seja, o originador se compromete com o fundo a adquirir integralmente eventuais unidades em estoque a partir de determinado prazo após conclusão do empreendimento. Esta prática reduz substancialmente o risco do fundo, transferindo-o ao originador em caso de insucesso comercial ou outros fatores que comprometam a liquidez do empreendimento.

Outra questão não menos importante trata do momento em que o fundo efetivamente passa a aportar seus recursos no projeto. De forma a minimizar o risco incorrido pelo investidor, como aprovação do projeto, o fundo aporta recursos somente após alguns marcos contratuais, quando boa parte dos custos iniciais do negócio já teve destino: compra do terreno, formatação do produto (projetos, despesas legais e planejamento), lançamento comercial, propaganda e marketing, embora estas despesas iniciais sejam ressarcidas pelo fundo quando da sua entrada e na proporção de seu *equity*. Nesta fase do empreendimento o empreendedor absorveu boa parte dos riscos do negócio, configurando uma posição cômoda por parte do FIP, quando o risco de insucesso comercial, entre outros, apresenta-se bem menor.

5. Estudo de Caso – Desenho do empreendimento

De forma a exemplificar os efeitos de uma venda de participação em um empreendimento de baixa renda para um Fundo de Investimento em Participações (FIP) foi selecionado um empreendimento junto aos profissionais da *Plano e Plano e Construtora*. Usando modelos em Excel e premissas levantadas junto à construtora, foi possível fazer uma análise da qualidade de investimento (AQI) do empreendimento em ambas as configurações: com capital exclusivamente próprio e com parceria com FIP, sendo que nesse caso foram analisadas duas formas distintas de parceria: contração de dívida onde o credor é um FIP, e uma venda de participação direta. O empreendedor, ou originador, é o incorporador do empreendimento em questão, que tem como atividade principal a imobiliária. O investidor, no caso analisado, é o Fundo de Investimento em Participações, uma estrutura jurídica utilizada por pessoas físicas que desejam investir no mercado imobiliário, conforme a **Figura 6** abaixo.

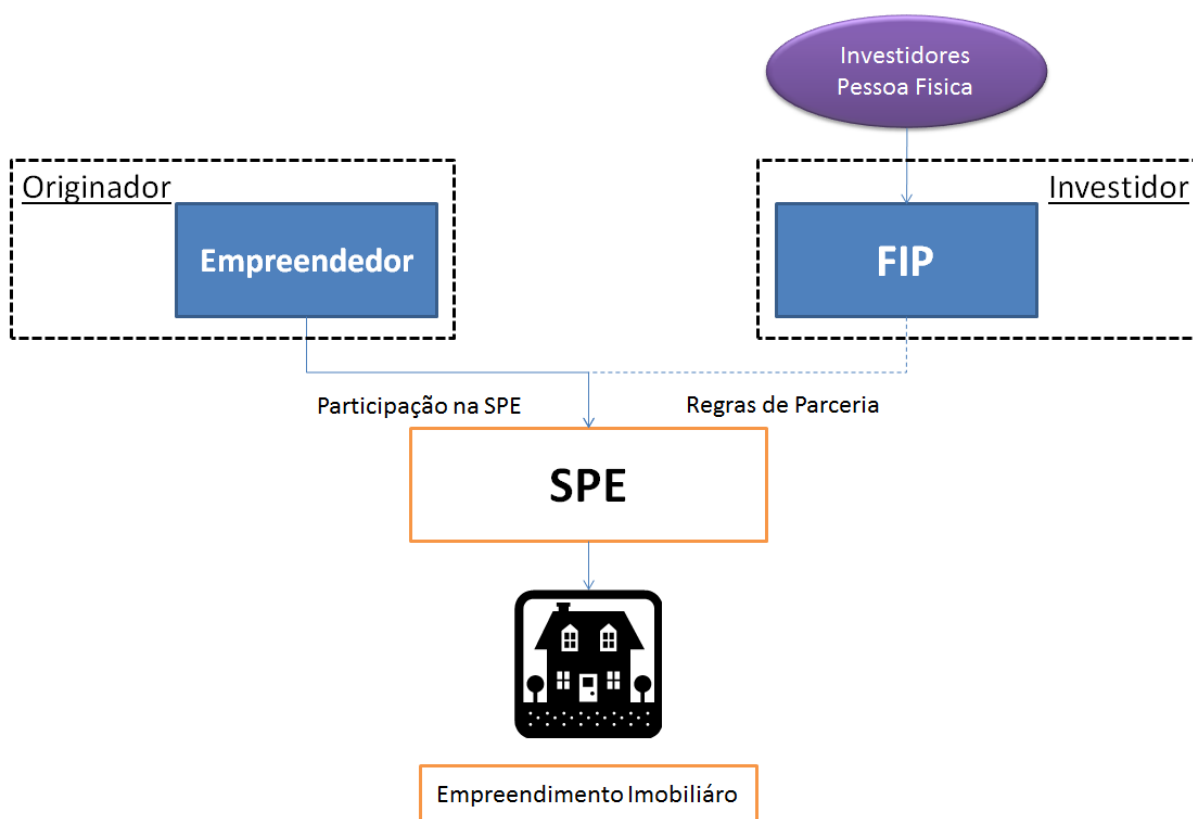


Figura 6 – Estrutura de Parceria (Fonte: Proposta do autor)

O empreendimento foi executado dentro da estrutura jurídica de uma SPE. Dessa forma não há riscos de contaminação cruzada entre outros empreendimentos da mesma empresa, ou de outros problemas, sejam eles financeiros ou não, enfrentado por esta.

O estudo de um empreendimento isolado não pode ser extrapolado para um estudo mais abrangente do setor, mas é possível estabelecer a sensibilidade dos efeitos para o empreendedor em ter um parceiro investidor.

5.1. O Empreendimento

O objeto dessa análise é um empreendimento originado pela construtora *Plano e Plano* a ser lançado na Vila Suzana, mais especificamente no Jardim Novo Taboão. Trata-se de um terreno de 11.050,50 m² localizado na Rua Joaquim Roseira, rua primariamente residencial com habitações informais. O seu entorno conta com uma escola pública, comércio, diversos pontos de ônibus e alguns empreendimentos residenciais. O estudo em questão leva em consideração somente os aspectos econômico-financeiros, portanto não foi feito um levantamento detalhado do público alvo da região.

5.1.1. Premissas Gerais do Empreendimento

O produto desenvolvido conta com uma área média de 45,87 m² privativos, dois quartos e uma vaga de garagem. Uma unidade habitacional de cerca de 46m² a R\$5.450,0/m² soma um montante de R\$ 250.700,00, sendo o valor médio que se espera obter. Adiante, as informações serão todas apresentadas usando a data base de janeiro de 2016.

O empreendimento em questão se enquadra no segmento econômico não elegível para obter *funding* dentro do programa MCMV até R\$ 190 mil.

A seguir as premissas gerais utilizadas para a análise da qualidade do empreendimento modelo. As premissas de vendas, custos e parcelas foram levantadas junto à Plano e Plano, porém o modelo utilizado abaixo foi desenvolvido de acordo com os ensinamentos adquiridos.

Vale ressaltar que os valores estão em R\$ mil (quando não especificado de outra forma) e o indexador do modelo será o IGP-M.

Produto	Unidades	Área Privativa m²	AP Total m²	R\$/m² Médio	VG Total R\$ mil
Tipo 2 Dorm.	294	43	12.567	5450	69.490
Tipo 2 Dorm. 1S	76	50	3.956	5450	21.560
Duplex/Giardino	29	60	1.686	5450	9.189
Total	399	54	18.302	5450	99.745

Tabela 1 - Venda e Receita

Conforme o cronograma exposto na *Figura 7*, o projeto será lançado no nono mês referente à data base de janeiro de 2016, ou seja, será lançado em setembro de 2016, após uma fase de projetos e aprovações com duração total de nove meses. Conforme a *Figura 8*, após quatro meses o empreendimento atinge o patamar de 30% das unidades vendidas, momento em que o empreendedor começa a construção. A fase de construção dura vinte e seis meses e o certificado de conclusão de obra (Habite-se) é emitido no mês seguinte ao término da obra. No momento da emissão do Habite-se o empreendedor já pode iniciar o repasse dos contratos a um custo de R\$1.000,00 por unidade. O repasse das unidades, que envolve contatar os clientes para levantar a documentação necessária e negociar com os bancos, entre outros aspectos operacionais, têm previsão de duração de 6 meses.

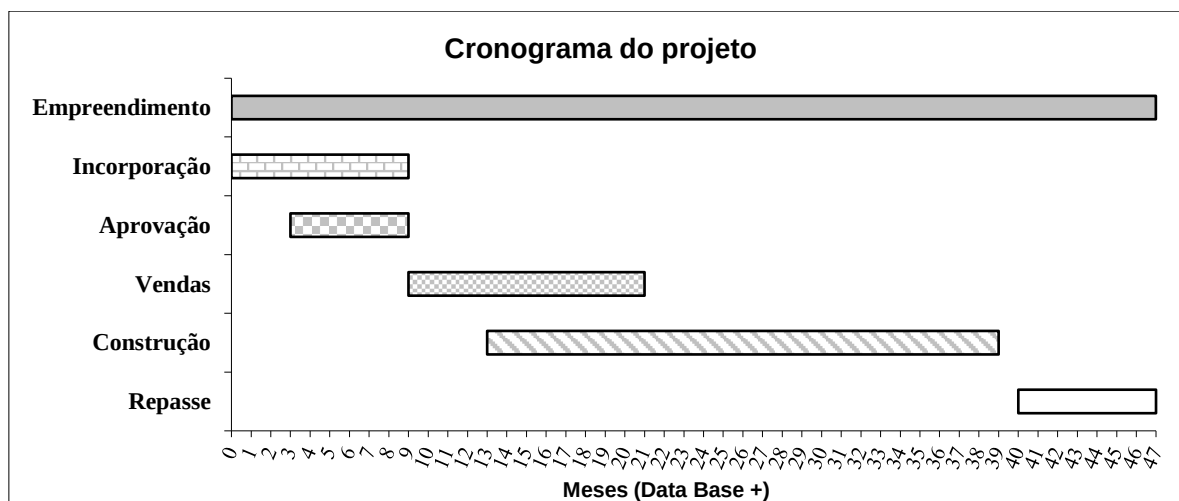


Figura 7 - Cronograma do Projeto

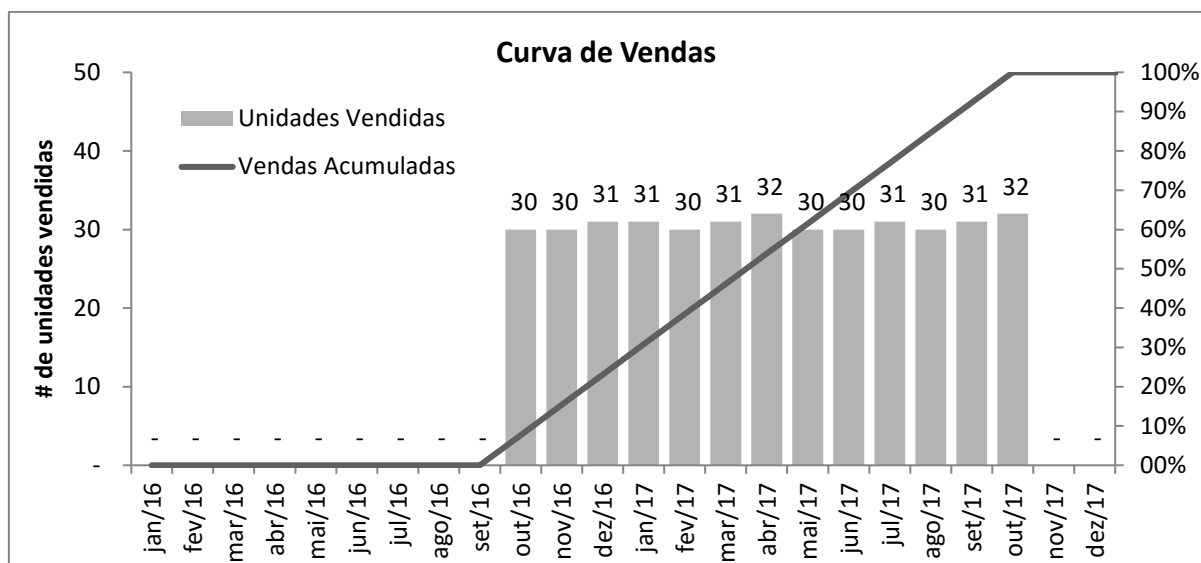


Figura 8 - Curva de Vendas

As unidades são comercializadas conforme a **Tabela 2**:

	Parcela de Entrada	Parcelas mensais	Repassse
Tabela de Vendas	0,0%	35,0%	65,0%

Tabela 2 - Tabela de Vendas

Na **Tabela 3**, são apresentados os gastos gerais com vendas e administração do empreendimento. O “Custo de Vendas” apresentado abaixo se refere à corretagem paga no momento da venda, enquanto o “Gasto com Marketing” se refere às campanhas realizadas pelo empreendedor para comercializar suas unidades, bem como montagem e administração de Stand de Vendas. O “Custo de Vendas”, ou corretagem é pago integralmente no ato da venda, enquanto os “Gastos com Marketing” são distribuídos desde o início do empreendimento até a finalização das vendas. A “Margem de Contribuição para Custeios das Contas Gerais de Administração” (MCCGA), um porcentual do total de gastos do empreendimento, se refere a uma contribuição feita pelo empreendimento à empresa empreendedora para custear gastos gerais com administração que não estão necessariamente alocados a nenhum empreendimento, como “contabilidade, secretaria geral e diretorias, e das contas das atividades meio, como jurídico, suprimentos, informática e as demais contas do mesmo teor” (Rocha Lima Jr, Monetti, Alencar, 2011).

Custo de Comercialização	%	Incidência	R\$
Gastos com Marketing	4,0%	VG	5.985
Custo de Vendas	4,0%	Valor de Venda da Unidade	2.252
Margem de Contribuição para Gastos Gerais de Administração	5,0%	% Total Gastos	2.754

Tabela 3 – Despesas com Vendas e Administração

O terreno foi negociado pela *Plano e Plano* conforme a **Tabela 4**, sendo que 5% do valor total foi pago na entrada e o restante será pago em trinta e três parcelas a partir do mês 3 referente à data base. A taxa de corretagem, paga no primeiro mês, foi de 3,7% do valor total do terreno.

	R\$/m²	Área Total (m²)	R\$ mil
Custo do Terreno	1.346	11.050,5	14.878

Tabela 4 – Despesas com Terreno

Em relação à obra, a curva de execução será conforme a *Figura 9*. O cronograma da obra, disponibilizado pela *Plano e Plano*, segue uma distribuição linear, apesar do mercado usualmente utilizar a distribuição normal. A área construída total é 33.426,9 m², orçados a um custo de R\$ 1.350,0 por m², totalizando R\$ 45.127.000,00, que será corrigido pelo INCC à medida que a obra ocorra. O gerenciamento da obra foi contratado por 3% do Valor Geral de Vendas e também será pago conforme a curva de obras. A reserva para manutenção e reparos será um fundo de caixa que irá permanecer na Sociedade de Propósito Específica (SPE), empresa criada exclusivamente para o desenvolvimento desse empreendimento. Essas informações estão dispostas na *Tabela 5*.

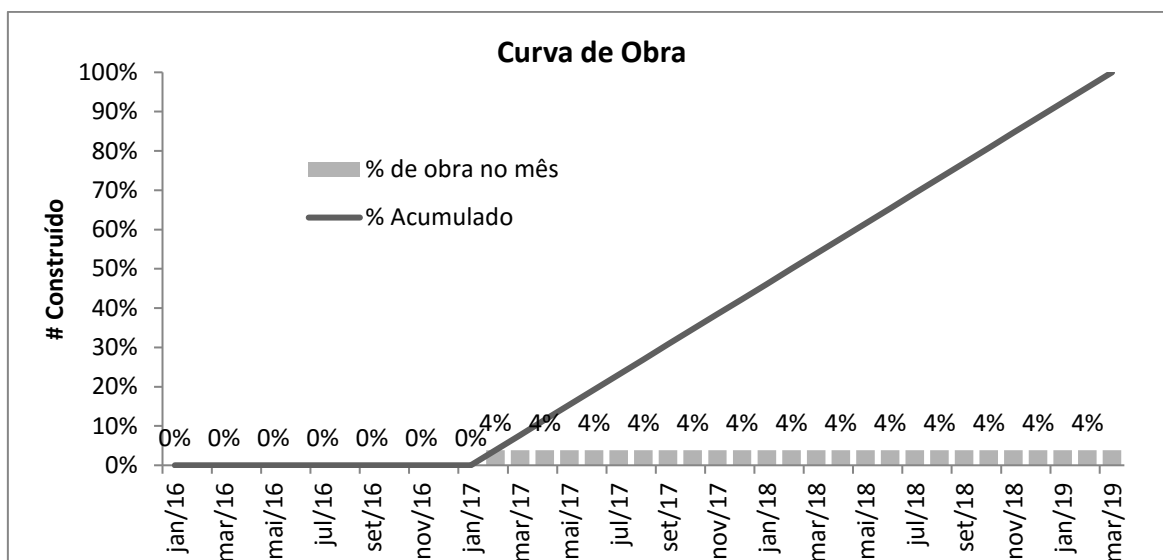


Figura 9 - Curva de Obra

	R\$/m ²	Área Total (m ²)	R\$ mil
Custo de Obra	1.350	33.426,9	45.126
Custo de Gerenciamento	3,0%	% Receita Bruta	2.992
Reserva de Reparos	2,5%	% Custo de Obra	1.207

Tabela 5 – Custos de Construção

Em relação aos gastos com incorporação, conforme a **Tabela 6**, de forma a simplificar o modelo foram consolidados em dois grupos: “Projeto e Planejamento”, gastos com a execução do projeto e planejamento geral do empreendimento, e “Incorporação e Aprovação”, gastos legais e relacionados com a aprovação do projeto.

Gastos Com Incorporação	%	Incidência	R\$ mil
Projeto e Planejamento	2,4%	% Custo de Obra	1.118
Incorporação e aprovação	1,3%	% Receita Bruta	1.315

Tabela 6 – Custos de Incorporação

Por último, na **Tabela 7**, são apresentados os índices, taxas e impostos considerados na análise da qualidade do investimento.

Índices Macroeconômicos		
IGP-M	5,0%	a.a, média Equivalente
INCC	7,2%	a.a, média Equivalente
TR	1,0%	a.a, eq, efetiva acima IGPM
CDI	10,0%	a.a, média Equivalente
Taxas		
Taxa Atratividade Setorial	200%	%CDI equivalente ³
Custo de Oportunidade	10,0%	a.a, eq, efetiva acima IGPM
Impostos		
PIS Confins	2,08%	% Receita Bruta
IR e CSocial	1,92%	% Receita Bruta

Tabela 7 – Taxas e Impostos e Índices Macroeconômicos

Como já demonstrado acima, o Crédito Imobiliário está passando por um momento de retração, fazendo com que os empreendedores tenham cada vez mais dificuldade para contrair financiamento à produção. Dessa forma, não será considerada a contratação de financiamento à produção para esse estudo de caso. Uma alternativa de *funding* para o empreendedor é via acesso ao mercado de capitais, mais especificamente, via Fundo de Investimento em Participações.

O regulamento do FIP permite diversas formas de parcerias, sendo que as duas formas de sociedade mais comuns para investimentos via FIPs são empréstimo e aporte de capital. Na primeira forma o empreendedor contrai uma dívida para executar o empreendimento com o FIP, enquanto na segunda forma o FIP é sócio do empreendedor.

A seguir serão apresentados os resultados do empreendimento sobre três óticas: desenvolvimento sem alavancagem, contração de um empréstimo para desenvolvimento com um FIP e venda de participação do empreendimento para um FIP. As regras de sociedade serão detalhadas adiante.

5.2. Cenário Base – Capital próprio

Neste cenário o empreendedor irá desenvolver o empreendimento sozinho, arcando com a totalidade dos investimentos no empreendimento. Na *Figura 10* e na *Figura 11*, a movimentação mensal de caixa e o fluxo de caixa acumulado do empreendimento:

³ CDI Equivalente considera imposto de 15% sobre a renda de aplicações financeiras de longo prazo à CDI

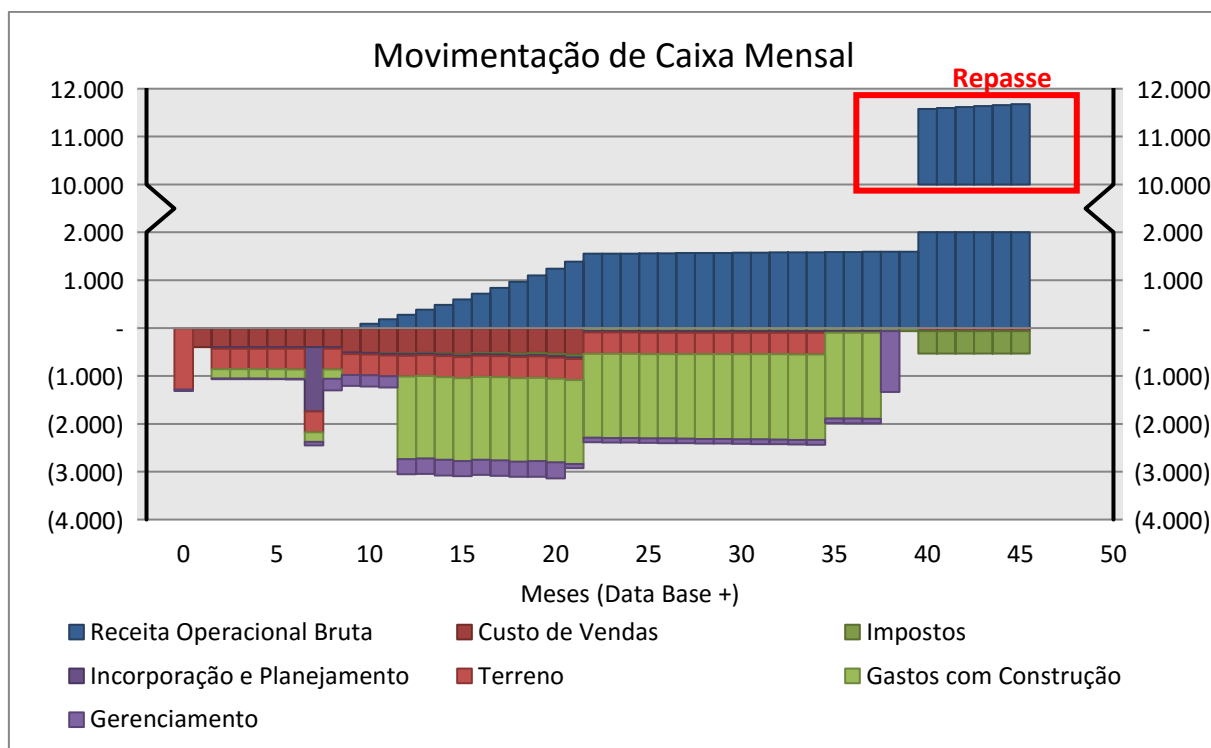


Figura 10 – Movimentação de Caixa do Empreendimento

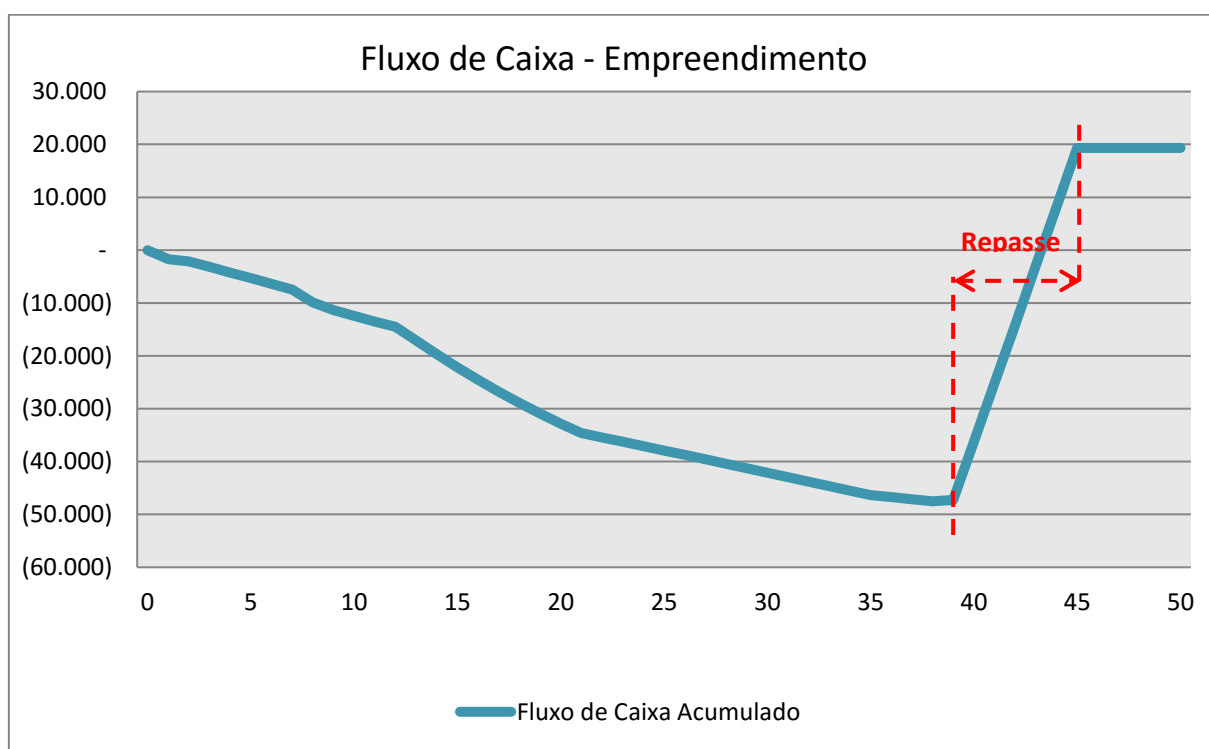


Figura 11 - Fluxo de Caixa do Empreendimento Acumulado

É possível perceber que, sem financiamento à produção ou qualquer tipo de parceria, a exposição de caixa total do empreendedor é de R\$ 48 milhões.

5.2.1. Balanço do Empreendimento

A partir da elaboração do fluxo de caixa, utilizando as premissas estabelecidas acima, é possível chegar ao seguinte balanço do empreendimento. Os valores abaixo estão expressos em R\$ mil da base (Janeiro/2016).

Balanço do Empreendimento	R\$ mil	%
Receita de Vendas	106.390	102,1 %
PIS/COFINS	(2.213)	(2,1%)
Receita Líquida	104.178	100,0 %
Custos	(72.321)	(69,4%)
Terreno	(15.353)	(14,7%)
Contas de Aquisição do Terreno	(544)	(0,5%)
Projeto e Planejamento	(1.118)	(1,1%)
Contas de Incorporação	(1.315)	(1,3%)
Honorários de Administração	(2.677)	(2,6%)
Honorários de Gerenciamento	(2.992)	(2,9%)
Reserva de Manutenção e Reparos	(1.207)	(1,2%)
Custo de Construção	(47.116)	(45,2%)
Resultado Bruto	31.857	30,6 %
<i>Margem Bruta</i>	<i>30,6%</i>	
Despesas com Vendas	(10.479)	(10,1%)
PP&M	(5.985)	(5,7%)
Corretagem	(4.095)	(3,9%)
Contas de Repasse	(399)	(0,4%)
EBITDA	21.378	20,5 %
<i>Margem EBITDA</i>	<i>20,5%</i>	
Custos do Financiamento	-	0,0 %
IR/CSLL	(2.043)	(2,0%)
Resultado Líquido	19.335	18,6 %
<i>Margem Líquida</i>	<i>18,6%</i>	

Tabela 8 – Resultado do Empreendimento

Espera-se uma margem líquida de 18,6% para o empreendimento em questão. A margem líquida pode ser considerada baixa, porém está alinhada com o esperado para empreendimentos do segmento econômico.

5.2.2. Estrutura de Funding

A estrutura de *funding* nada mais é que a caracterização das fontes de recursos que cobrem a totalidade dos recursos necessários para se desenvolver o empreendimento.

Funding	Empreendimento	Origem
Recursos Totais	87.055	100,0%
Equity	47.513	54,6%
Receita Vendas	39.542	45,4%

Tabela 9 – Estrutura de Funding

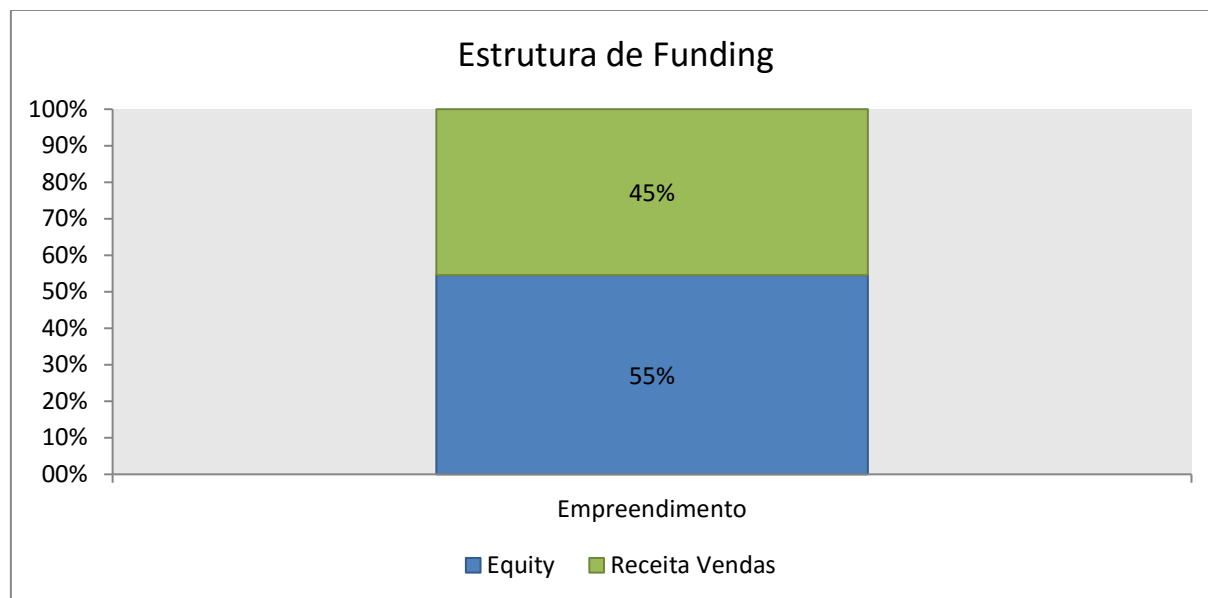


Figura 12 – Estrutura de Funding

A partir da análise da **Tabela 9** e **Figura 12** é possível perceber que dos R\$ 87.055 mil da base (custos, despesas e impostos) necessários para realização do empreendimento são necessários 55% deste montante de capital próprio e o restante é receita de vendas reinvestida, já que não há a contratação do financiamento à produção. Como podemos ver na **Figura 13**, o terreno corresponde a 18% da composição total de custos, comprometendo a margem líquida.

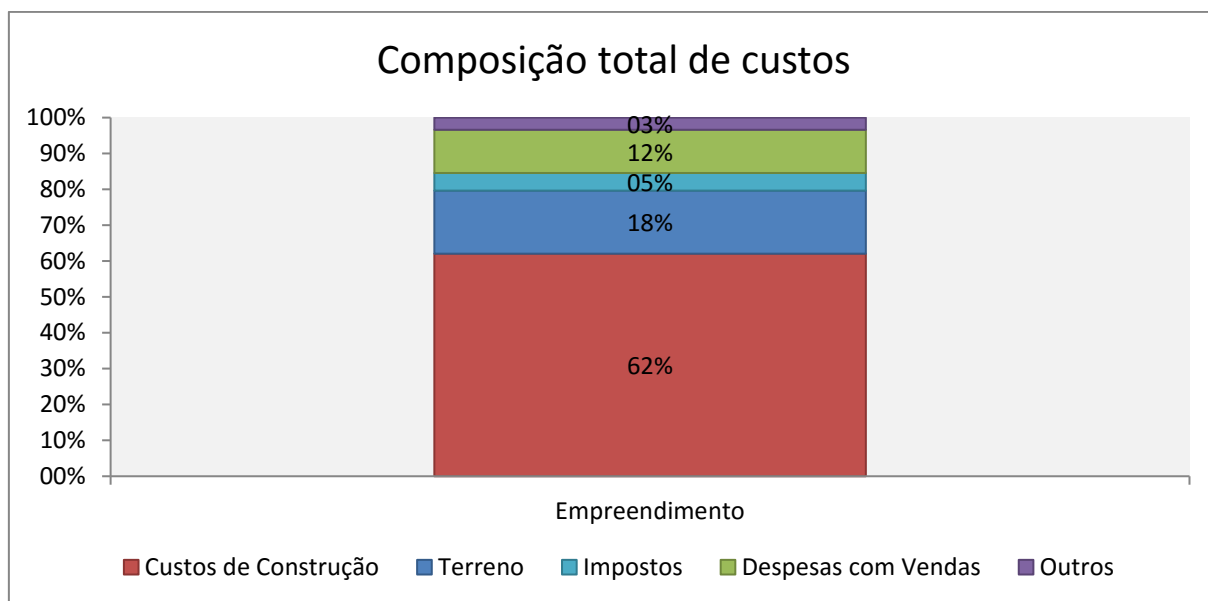


Figura 13 – Composição Total de Custos

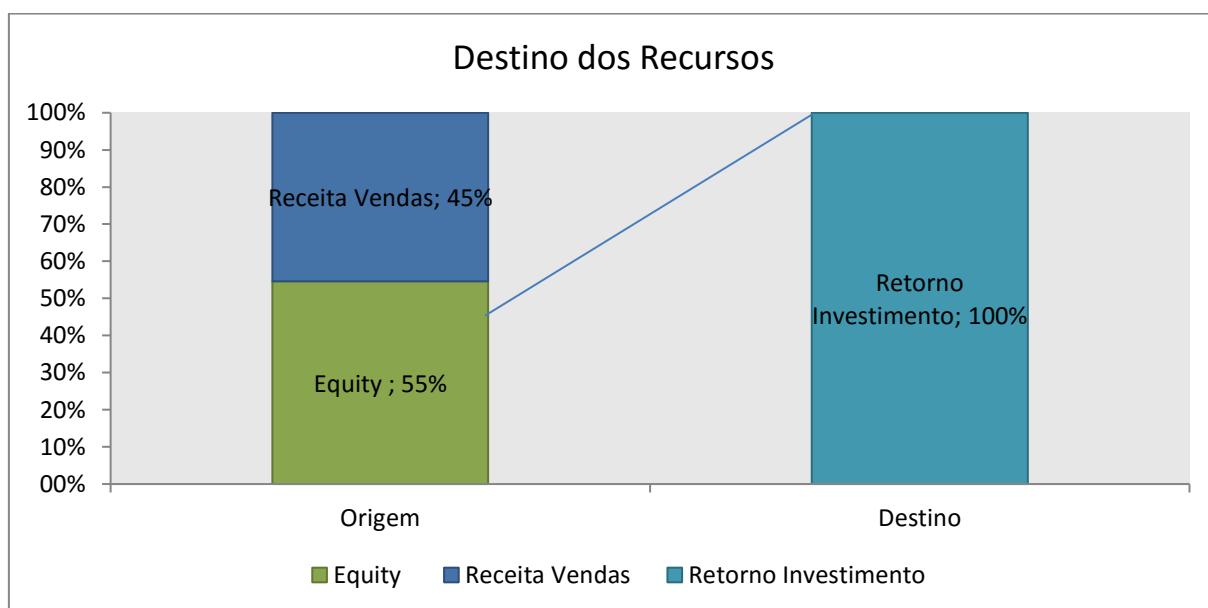


Figura 14 – Destino dos recursos

Como é possível observar na *Figura 14*, a totalidade dos recursos livres, aqueles que não são reinvestidos, são devolvidos ao empreendedor, totalizando R\$ 66.849 mil que representa 140% do total de Equity investido.

5.2.3. Indicadores da qualidade de investimento

Após serem consideradas todas as premissas e análises a respeito do fluxo do empreendimento e resultado futuro que se esperar ter, é importante analisar os indicadores da qualidade do investimento, que são aqueles indicadores que irão fundamentar a decisão de investimento. Dependendo do perfil do risco do investidor e do retorno esperado, será possível dizer se é um investimento que pode fazer sentido para o investidor.

É necessário levar em conta que ao investir em um empreendimento os recursos estão sendo imobilizados, ou seja, perdendo liquidez. A velocidade com que o recurso investido é devolvido ao empreendedor, o *payback*, é uma forma de quantificar a liquidez do empreendimento.

Sendo assim, a qualidade do investimento no empreendimento depende em grande parte da Taxa de Retorno, *Payback*, entre outros.

Indicadores da Qualidade	Empreendimento
Total Investimento (R\$ mil)	47.513
Total Retorno (R\$ mil)	66.849
Lucro Líquido (R\$ mil)	19.335
Margem Líquida	18,6%
Taxa de Retorno (a.a., eq ef acima do IGPM)	17,1%
Payback (Meses)	44

Tabela 10- Indicadores da Qualidade do Empreendimento

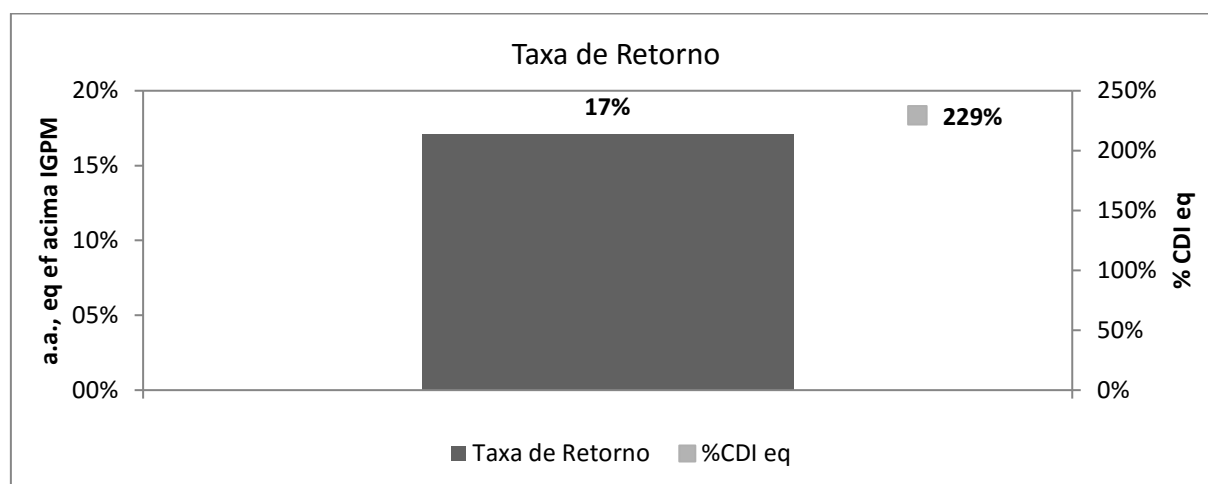


Figura 15- Taxa de Retorno

Como é possível perceber na **Tabela 10** e na **Figura 15** o empreendimento executado com recursos próprios tem uma taxa de retorno de 17,1% a.a. equivalente efetiva acima do IGP-M, ou 229% do CDI Equivalente. Além da Taxa de Retorno, vale ressaltar a Margem Líquida de 18,6%, que apesar de comprimida é condizente com empreendimentos para o segmento econômico, e o *Payback* de 44 meses, compatível com empreendimentos imobiliários onde a maior parte dos recursos é recebida no momento do repasse.

5.2.4. Conclusões Finais sobre o Cenário Base

O empreendedor não contrai financiamento à produção devido à retração de crédito, já demonstrada acima. Essa retração também afeta o cliente no momento do repasse, onde este recorre ao banco para financiar o saldo devido ao empreendedor, fazendo com que o empreendedor tenha dificuldades para fazer essa liberação junto ao banco. Isso pode acarretar em um atraso no repasse, portanto deve ser tratado como um risco. Nesse estudo de caso este fator não está sendo considerado, assumindo que seja criado algum programa do governo que priorize o crédito ao comprador ao invés do empreendedor.

Apesar do empreendimento estar em patamares acima do que o empreendedor define como atrativo, o empreendimento demanda uma exposição de caixa grande, o que pode não ser possível devido a outros fatores que não estejam relacionados ao empreendimento (endividamento corporativo, custos administrativos, etc.). Por essas e outras razões o empreendedor pode procurar alternativas para o desenvolvimento, como parcerias com FIPs, que serão analisadas a seguir.

5.3. Cenário 1 – Contração de Dívida com Fundos de Investimentos em Participações

Neste cenário, a parceria entre o empreendedor e o investidor se dá através da contração de uma dívida, onde o cedente é o FIP. O FIP, conforme já descrito acima, permite a criação de regulamentos e políticas de investimento flexíveis, onde a liberação de um financiamento para um desenvolvimento de um empreendimento voltado para o segmento econômico é possível. O financiamento, do ponto de vista do empreendedor, funciona como uma alavancagem, nos mesmos moldes que a contração de um financiamento à produção com

uma instituição bancária. O FIP, por não ter o mesmo lastro que um banco tem cobra taxas de mercado do empreendedor que são maiores do que um banco cobraria devido aos subsídios que este tem para oferecer crédito ao setor. Usualmente, a contração de dívida é associada a garantias dadas pelo contratante (nesse caso, o empreendedor) ao cedente. Nesse estudo de caso as garantias não serão detalhadas e, de forma a simplificar, é possível considerar o terreno como garantia real da dívida contraída.

No caso estudado, a dívida foi estruturada de forma a fazer jus ao risco corrido no momento da contratação da dívida. Isto é, foram arbitrados três patamares: aprovação, vendas e construção/entrega. O momento da aprovação e da compra do terreno é o momento em que o empreendedor está correndo o maior risco pois, se o empreendimento não for aprovado, os investimentos feitos até o momento serão perdidos. Após a aprovação o empreendimento pode ser lançado e as vendas têm início. Nesse momento o empreendedor está correndo o risco de aceitação comercial, onde o público-alvo pode ou não absorver as unidades comercializadas. Uma vez atingido um patamar de vendas conclui-se que o risco comercial já está relativamente mitigado. Nesse caso, o patamar de vendas arbitrado como satisfatório é aquele em que o VGV vendido represente a totalidade dos recursos necessários para a conclusão da construção, o que representa 55% do VGV bruto, e o empreendimento entra no terceiro patamar de risco: construção/entrega. Nesse momento as unidades já estão comercializadas, a obra está em andamento e o risco do empreendimento está na construção e execução deste. Esse é o momento de menor risco. Na **Figura 16**, estão especificados os patamares de risco e as etapas do processo à que estes estão associados.

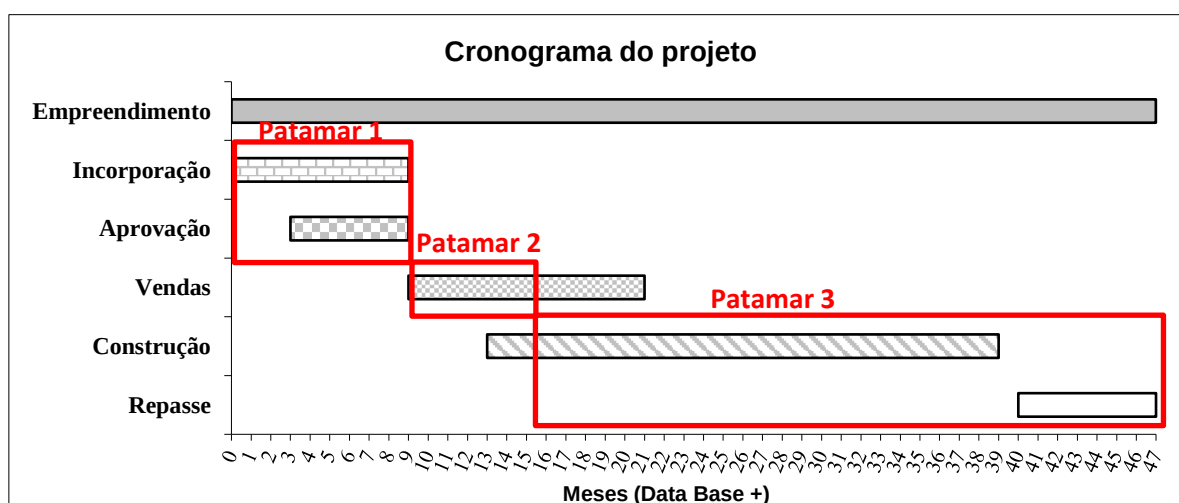


Figura 16 - Patamares de risco

Após a definição dos patamares foram arbitrados custos para a operação em cada um deles conforme a **Tabela 11**. No Patamar 1 o risco incorrido pelo credor é similar ao risco do empreendedor, portanto o custo arbitrado à dívida é o mesmo que a taxa de atratividade do empreendedor, ou seja, 200% do CDI Equivalente. A partir daí, o risco incorrido do credor diminui, conforme demonstrado acima, e consequentemente o custo da dívida cai. No terceiro patamar, com o menor risco, o custo da dívida é similar a um investimento imobiliário de baixo risco, aqui arbitrado em 150% do CDI Equivalente. O patamar intermediário considera um custo intermediário entre o patamar de maior risco e o de menor risco.

Patamares	Duração (meses)	Custo (%CDI)	Mês Liberação	Montante (R\$ 000)
Patamar 1 - Aprovação	8	200%	1	6.791
Patamar 2 - Vendas	7	175%	9	7.381
Patamar 3 - Construção/Entrega	25	150%	25	16.686

Tabela 11 - Custo da Dívida

Nos primeiros dois patamares, por terem pequenas durações, a liberação é feita de forma única tanto no primeiro quanto no segundo, enquanto no último patamar a liberação é feita de forma trimestral. Medição e projeção são feitas em um mês e a liberação dos recursos é feita no mês seguinte, ocorrendo um desencontro entre desembolso de recursos e liberação do financiamento, obrigando o empreendedor a ter capacidade financeira para arcar com os custos daquele mês. Além disso, a dívida não cobre 100% dos recursos necessário, mas somente 60%. Isso se dá, pois a garantia da dívida é o próprio empreendimento. Em cada mudança de patamar uma nova dívida é emitida onde o saldo devedor da dívida anterior é quitado e o excedente dos recursos é utilizado para fazer frente aos investimentos, conforme a **Figura 17**. Dessa forma, com a liberação de cada dívida e consequente quitação da dívida anterior, com diferentes custos, é possível operacionalizar os patamares acima descritos.

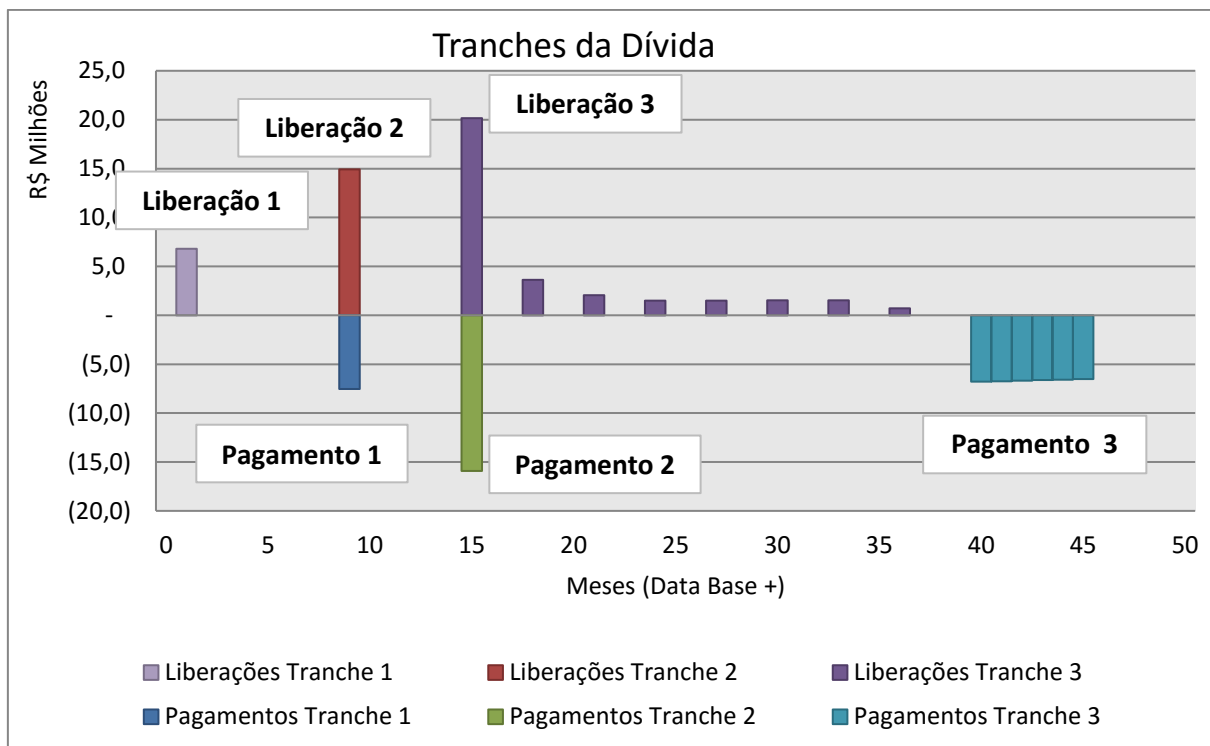


Figura 17 - Estrutura da dívida

Com os dados apresentados na **Figura 16**, **Figura 17** e na **Tabela 11**, é possível observar o seguinte fluxo de caixa para a dívida, apresentado na **Figura 18**. As “liberações” da dívida a seguir consideram a quitação do patamar anterior.

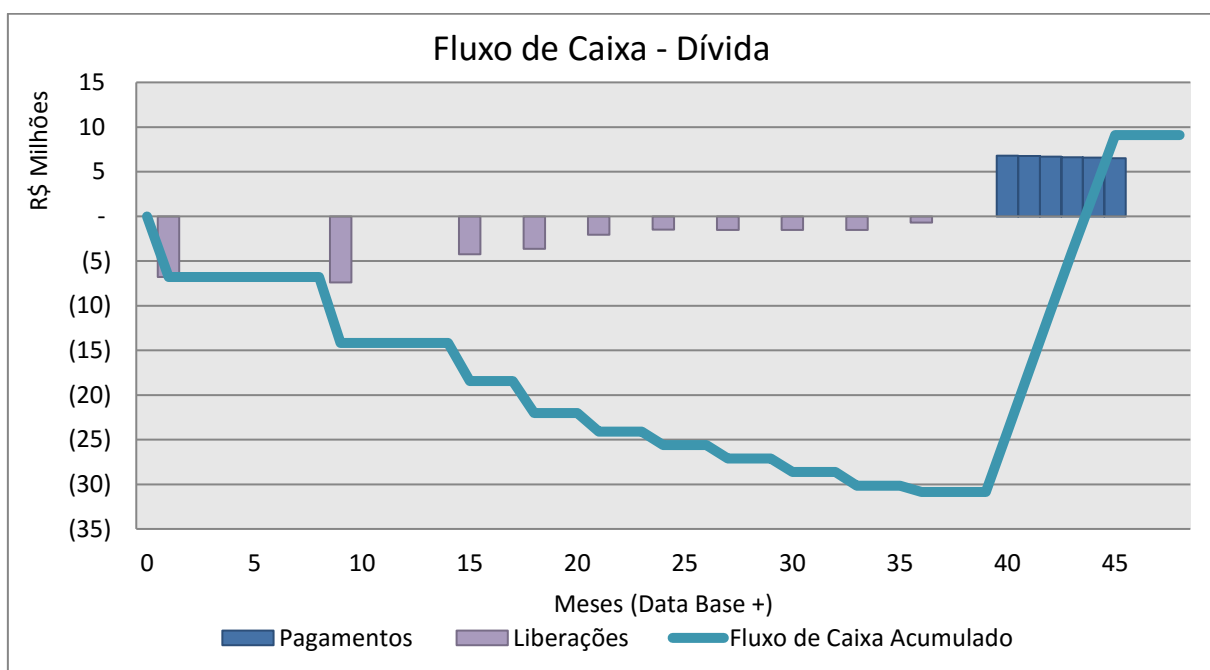


Figura 18 - Fluxo de Caixa Dívida

A seguir, serão detalhados os efeitos de uma contratação de uma dívida nesses moldes para o empreendedor e o dimensionamento de um Fundo de Investimento em Participações em que o principal ativo seja a dívida acima detalhada.

5.3.1. Visão Empreendedor

Para o empreendedor, a sociedade via Fundo de Investimento em Participações nos moldes acima apresentado, funciona como uma dívida. Apesar de a dívida ser dimensionada para diferentes patamares de risco, o empreendedor corre sozinho os riscos: aprovação, comercial e construção. Se por acaso ocorrer algum evento que impeça o empreendimento de se comportar conforme o esperado, o empreendedor continuará endividado com o FIP.

Na **Figura 19**, é possível notar que a exposição máxima de caixa do empreendedor é de R\$ 17 milhões, em comparação com uma exposição máxima de R\$ 48 milhões na configuração não alavancada do empreendimento como pôde ser visto na **Figura 10**.

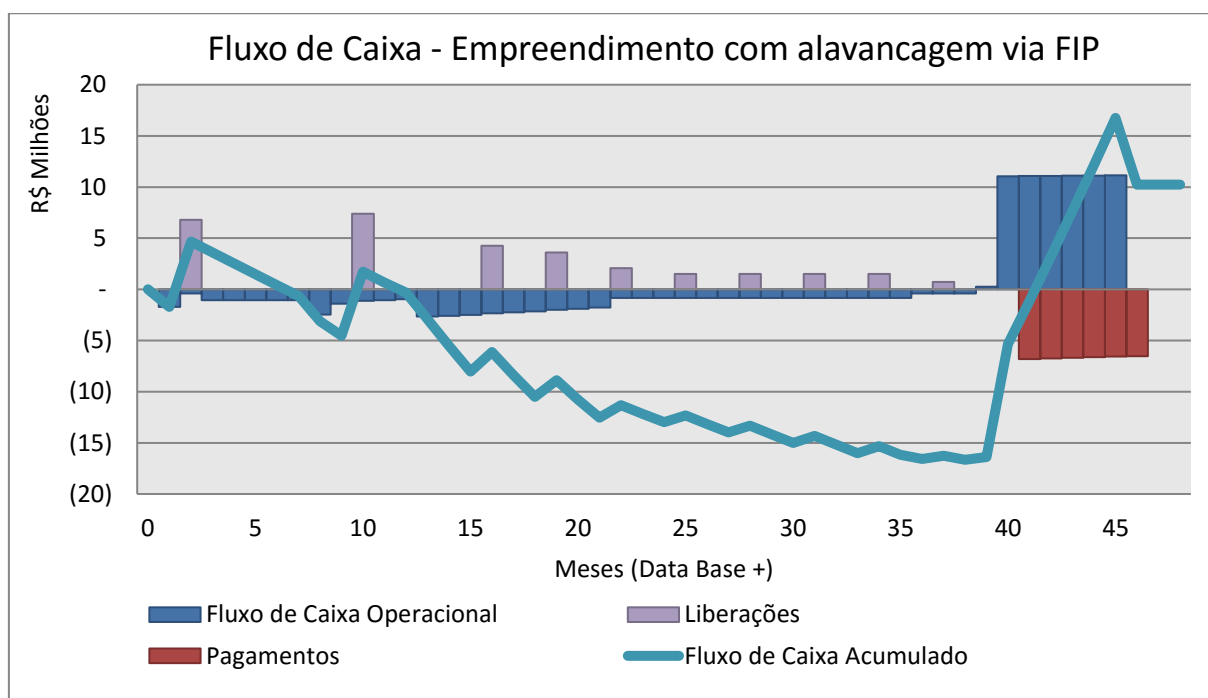


Figura 19 - Fluxo de Caixa do Empreendimento Alavancado

5.3.1.1. Balanço do Empreendimento

A partir da elaboração do fluxo de caixa alavancado, utilizando as premissas estabelecidas acima, é possível chegar ao seguinte balanço do empreendimento. Os valores abaixo estão expressos em R\$ mil da base (Janeiro/2016).

Balanço do Empreendimento	R\$ mil	%
Receita de Vendas	106.390	102,1 %
PIS/COFINS	(2.213)	(2,1%)
Receita Líquida	104.178	100,0 %
Custos	(72.321)	(69,4%)
Terreno	(15.353)	(14,7%)
Contas de Aquisição do Terreno	(544)	(0,5%)
Projeto e Planejamento	(1.118)	(1,1%)
Contas de Incorporação	(1.315)	(1,3%)
Honorários de Administração	(2.677)	(2,6%)
Honorários de Gerenciamento	(2.992)	(2,9%)
Reserva de Manutenção e Reparos	(1.207)	(1,2%)
Custo de Construção	(47.116)	(45,2%)
Resultado Bruto	31.857	30,6 %
<i>Margem Bruta</i>	30,6%	
Despesas com Vendas	(10.479)	(10,1%)
PP&M	(5.985)	(5,7%)
Corretagem	(4.095)	(3,9%)
Contas de Repasse	(399)	(0,4%)
EBITDA	21.378	20,5 %
<i>Margem EBITDA</i>	20,5%	
Custos do Financiamento	(9.101)	(8,7%)
IR/CSLL	(2.043)	(2,0%)
Resultado Líquido	10.235	9,8 %
<i>Margem Líquida</i>	9,8%	

Tabela 12 - Resultado do Empreendimento Alavancado

É possível perceber, através do balanço na **Tabela 12**, que a margem líquida que era de 18,6% (**Tabela 8**), foi para 9,6%. A alavancagem, apesar de beneficiar a taxa de retorno (como será demonstrado na página 52), consome a margem do empreendimento.

5.3.1.2. Estrutura de Funding

A seguir será detalhada a Estrutura de Funding do Empreendimento.

Funding	Empreendimento	Origem
Recursos Totais	96.156	100,0%
Capital Próprio	16.665	17,3%
Dívida	30.859	32,1%
Receita Vendas	48.642	50,6%

Tabela 13 - Estrutura de Funding do Empreendimento Alavancado

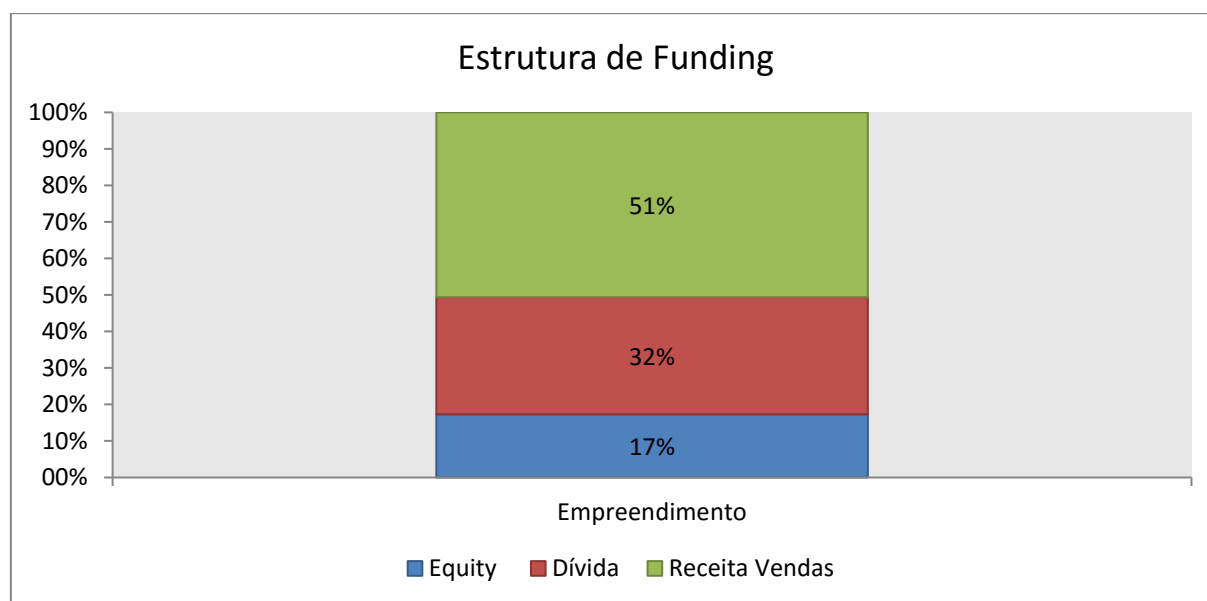


Figura 20 - Estrutura de Funding do Empreendimento Alavancado

Como é possível perceber na **Tabela 13** e na **Figura 20**, aproximadamente R\$31 milhões, ou 32% do total de recursos necessários para a execução do empreendimento são provenientes da dívida contraída junto ao FIP. Como já visto na **Figura 19**, o capital próprio necessário é somente R\$ 17 milhões, ou 17% dos recursos totais. No empreendimento sem o endividamento, são necessários R\$ 48 milhões ou 55% dos recursos totais. Como é possível perceber na **Figura 21**, a contratação da dívida implica na destinação de parte do retorno para pagamento da dívida conforme o contrato com o FIP.

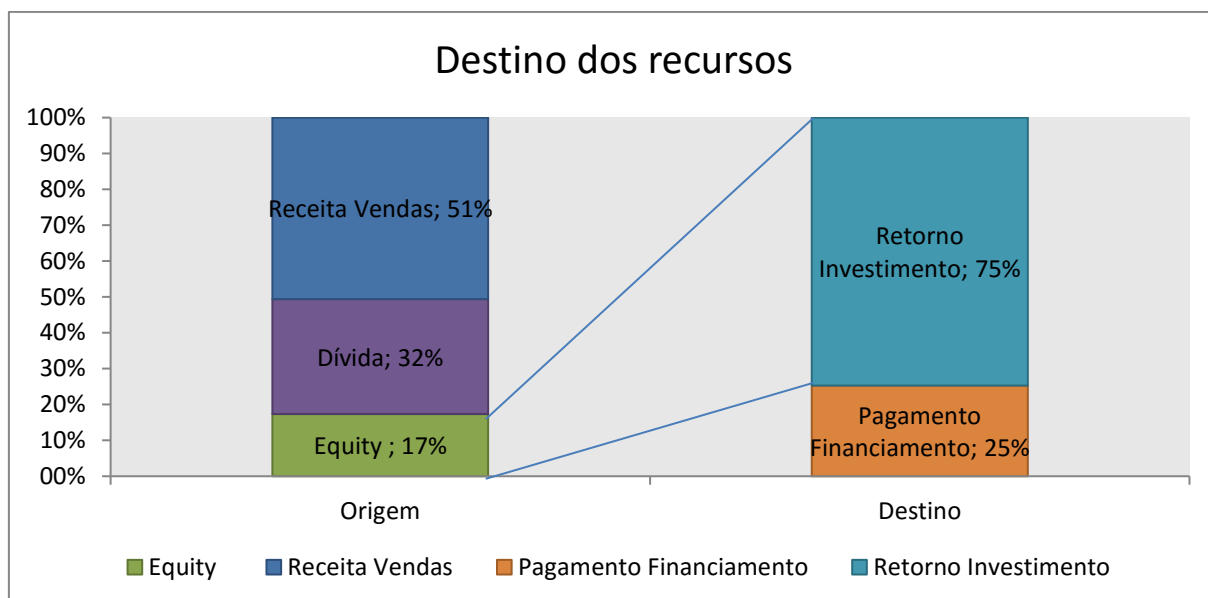


Figura 21 - Destino dos Recursos com a contratação da dívida

5.3.1.3. Indicadores da Qualidade do Investimento

Já feitas as considerações necessárias para a análise dos indicadores da qualidade do investimento no Capítulo 5.2.3, onde são analisados os indicadores para o empreendimento no Cenário Base (sem parceria com FIP), temos:

Indicadores da Qualidade	Empreendimento
Total Investimento (R\$ mil)	16.665
Total Retorno (R\$ mil)	26.890
Lucro Líquido (R\$ mil)	10.235
Margem Líquida	9,8%
Taxa de Retorno (a.a., eq ef acima do IGPM)	26%
Payback (Meses)	42

Tabela 14 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento Alavancado

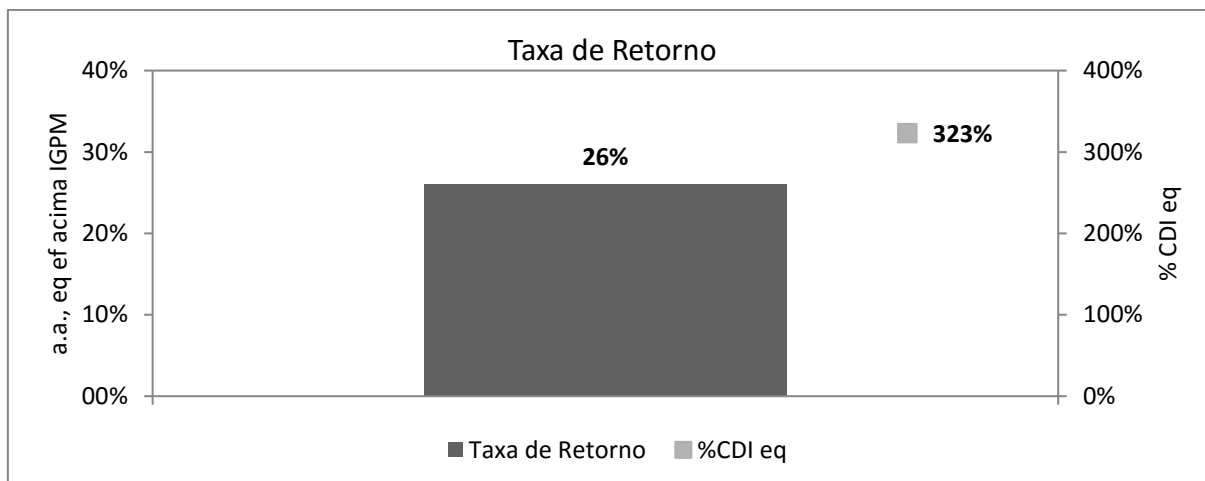


Figura 22 - Taxa de Retorno do Empreendimento Alavancado

Como é possível perceber na **Tabela 14** e na **Figura 22** o empreendedor, executado com recursos oriundos da parceria com o FIP, tem uma taxa de retorno de 26,0% ou 323% do CDI Equivalente. O aumento na taxa de retorno é decorrência da contratação da dívida a custos inferiores à taxa interna de retorno do empreendimento, ou seja, uma alavancagem positiva.

Apesar de a margem líquida desse cenário ser menor que a do Cenário Base, o empreendimento nessa configuração apresenta taxa de retorno superior (26,0% x 17,2%) e um *payback* similar (42 meses x 44 meses).

O empreendimento nessa configuração é considerado atrativo pelos patamares definidos pelo próprio empreendedor, porém a mesma análise deve ser feita pelo FIP, que irá ser o cedente da dívida que permite essa alavancagem.

5.3.2. Visão Investidor (FIP)

Como já escrito acima, um Fundo de Investimento em Participações (FIPs) tem alta flexibilidade em sua política de investimentos, permitindo o investimento em diversos tipos de ativo. Nesse cenário do estudo de caso o ativo investido pelo FIP é a dívida acima descrita com os respectivos custos e prazos.

O FIP pode ser integralizado na sua totalidade no momento inicial, ou seja, na primeira chamada de capital, ou em tranches à medida que há necessidade de capital. Nesse cenário do estudo de caso os investidores subscrevem no momento da primeira liberação e a integralização é feita conforme os patamares da dívida, e a partir do terceiro patamar, semestralmente de forma a minimizar a ociosidade.

Os custos de estruturação e administração do FIP foram dimensionados utilizando prospectos de FIPs com investimentos em *Real Estate* e estão descritos abaixo na **Tabela 15**.

Custos FIP	%	Indexador	R\$ mil
Custo de Estruturação	1,0%	% Total Capital	330
Contas de Adm	12	R\$ mil/mês	564
Taxa de Administração	1,0%	a.a.	1.291

Tabela 15 - Custos de Estruturação e Administração

O “Custo de Estruturação” é uma taxa cobrada no início do FIP, onde o estruturador cobra sua remuneração pela distribuição, captação e colocação do FIP. Essa taxa, de 1% nesse estudo de caso, é cobrada em cima do capital total subscrito, por mais que a primeira integralização não seja da totalidade de recursos.

As “Contas de Administração”, aqui arbitradas em doze mil reais por mês, são um custo mensal da manutenção do FIP, que envolve custos com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), despesas cartoriais, entre outros.

Por último, a remuneração do administrador, que não necessariamente é o estruturador, a “Taxa de Administração”. No caso em questão, essa taxa foi arbitrada em 1% do capital do FIP ao ano.

Estes custos e taxas são aproximações em relação aos custos cobrados na realidade, de forma a dimensionar os efeitos desse custo em um FIP. Consolidando o ativo com os custos acima descritos, temos o seguinte fluxo de caixa para o FIP na **Figura 23**.

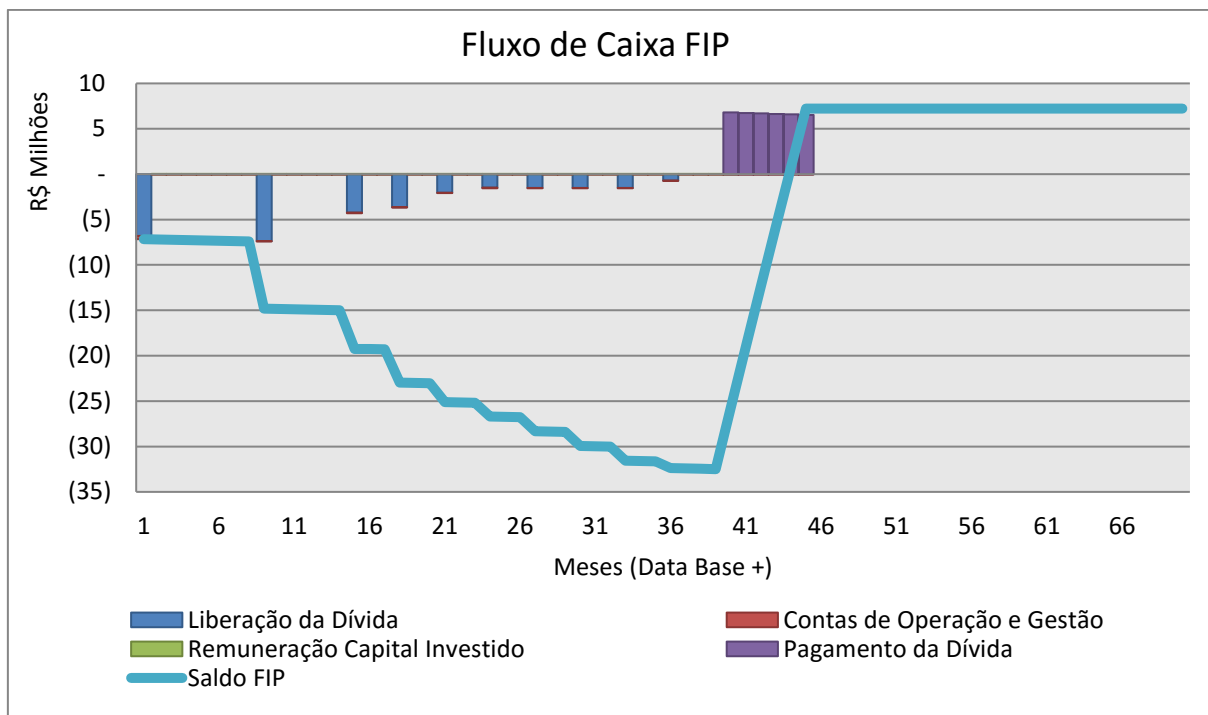


Figura 23 - Fluxo de Caixa FIP

Como já mostrado acima, o total de recursos liberados para o empreendimento em formato de dívida é de R\$ 31 milhões de reais. Acima é possível perceber que as contas de operação e gestão (Taxa de Estruturação, Contas de Administração e Taxas de Administração) correspondem a mais R\$ 2,2 milhões de reais. Como o empreendimento só irá pagar a dívida contratada no momento do repasse, esses custos terão que ser arcados pelo investidor do FIP, conforme a curva de capitalização abaixo.

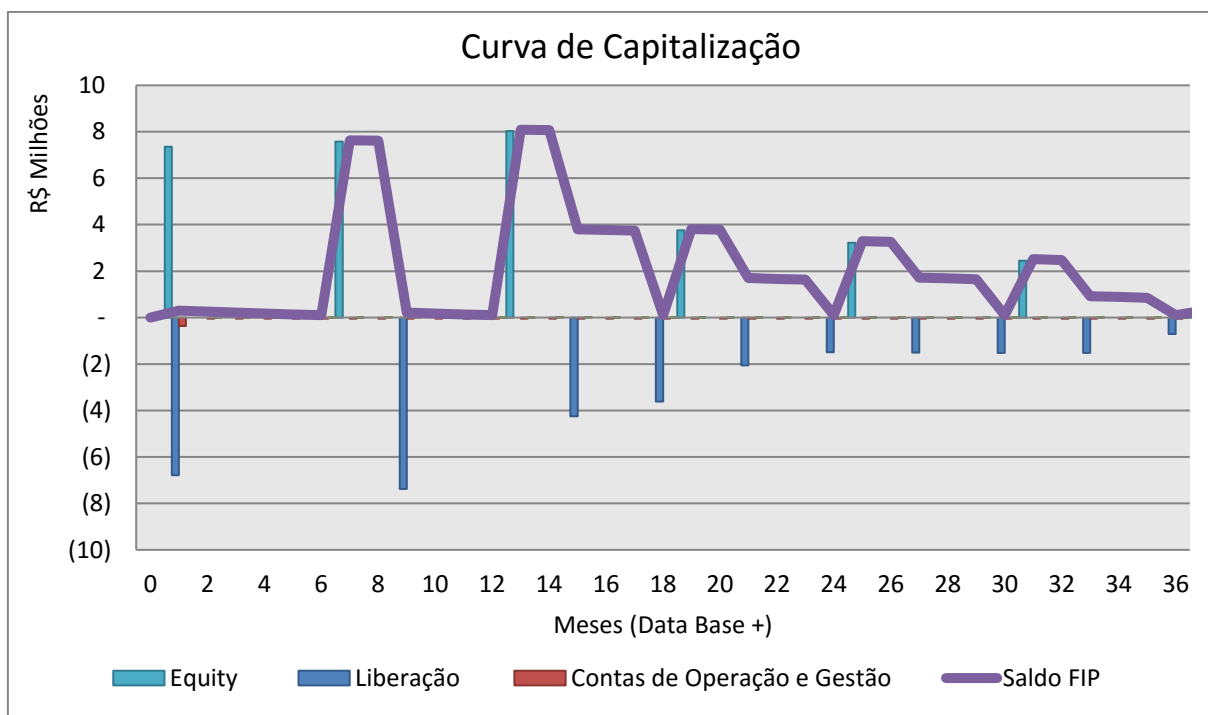


Figura 24 - Curva de Capitalização

A seguir serão analisados os indicadores da qualidade do investimento para o FIP.

5.3.2.1. Indicadores da Qualidade do Investimento

Na **Tabela 16** e na **Figura 25** temos os indicadores de qualidade do FIP.

Indicadores da Qualidade	FIP
Total Investimento (R\$ mil)	32.618
Total Retorno (R\$ mil)	39.942
Lucro Líquido (R\$ mil)	7.323
Margem Líquida	18,3%
Taxa de Retorno (a.a., eq ef acima do IGPM)	8,3%
Payback (Meses)	45

Tabela 16 - Indicadores da Qualidade do Investimento do FIP

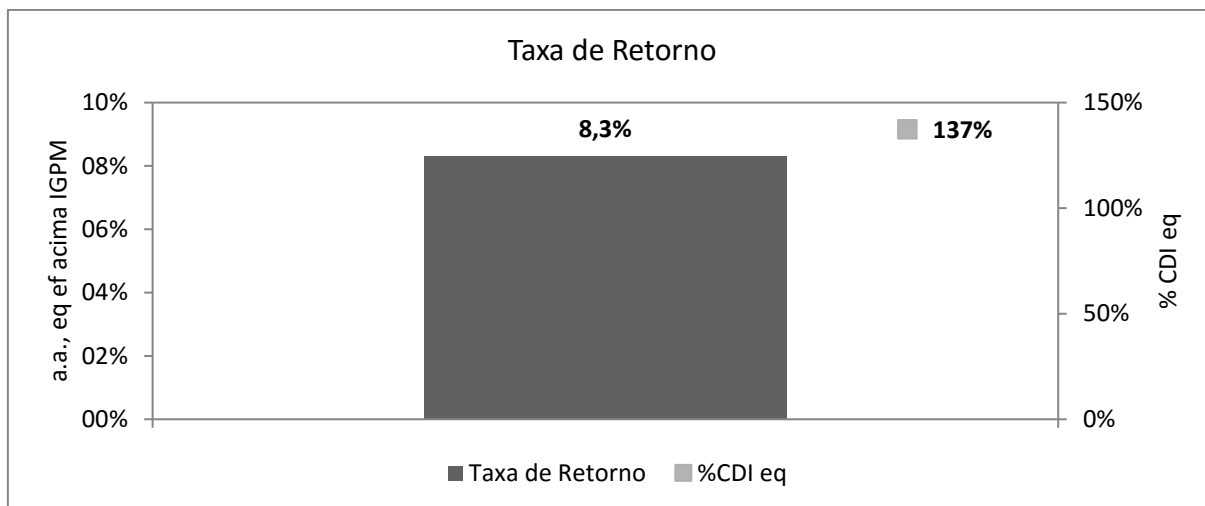


Figura 25 - Taxa de Retorno do FIP

É possível notar que a taxa de retorno do FIP, nessa configuração, é inferior à taxa de retorno do empreendimento. Enquanto o empreendimento tem uma taxa de retorno de 26%, o FIP tem uma taxa de retorno de 8,3%. Isso decorre do fato de que o FIP não tem o mesmo risco que o empreendimento em questão. O ativo final do FIP não é o empreendimento imobiliário desenvolvido pelo empreendedor e sim a dívida por este contraída. Por esta razão, o risco corrido pelo FIP não é o mesmo do risco empreendedor e, portanto, a taxa de retorno não é a mesma. A taxa de retorno do FIP pode ser comparada com o custo da dívida, considerando seus patamares, conforme a **Figura 26**.

É possível notar o efeito que as taxas e custos do FIP têm na taxa de retorno do FIP. Além disso, a integralização de capital semestral também tem um efeito negativo, pois os recursos ociosos no FIP são remunerados às taxas inferiores do que o investimento.

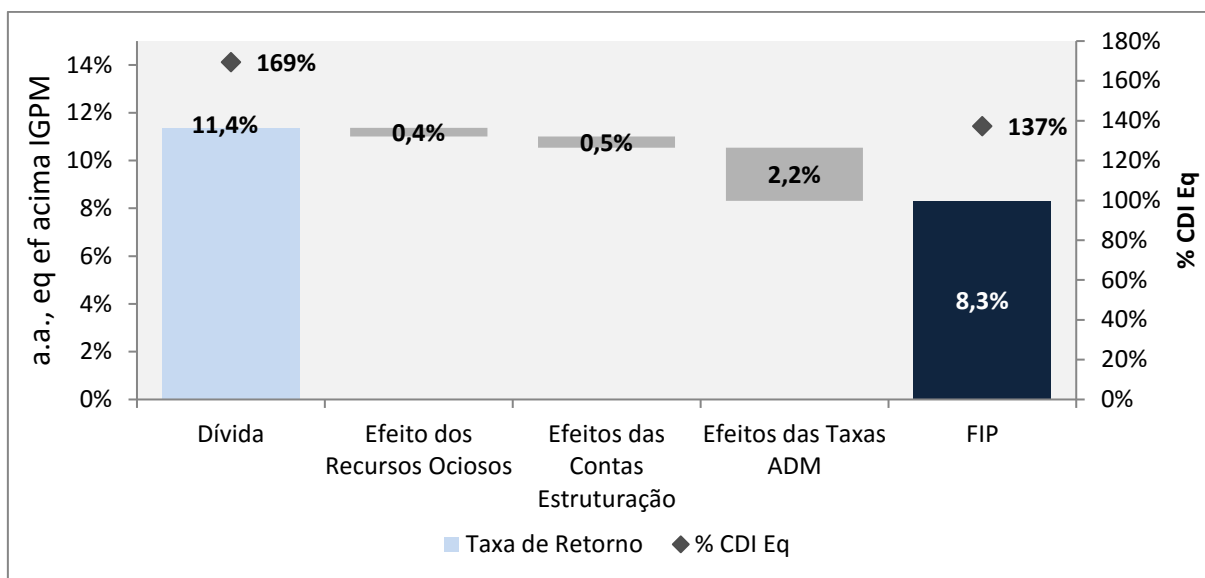


Figura 26 - Efeitos das taxas e ociosidade dos recursos no Retorno do FIP

5.3.3. Análise de Risco – Cenário 1

A tomada de decisão do investimento deve ser tomada de forma consciente, portanto é recomendável a execução de uma análise de risco. Nesse estudo de caso, foram realizadas duas simulações de sensibilidade da TIR considerando postergação da obra e postergação da aprovação (e consequente postergação da venda), conforme as **Figura 27** e **Figura 28**. Essas análises de sensibilidade permitem analisar os efeitos de um atraso na obra ou de um atraso na aprovação na TIR do empreendimento, e os efeitos para cada um dos sócios. Com isso, é possível verificar se os mecanismos de proteção ao investidor são eficientes e o efeito deles para o empreendedor.

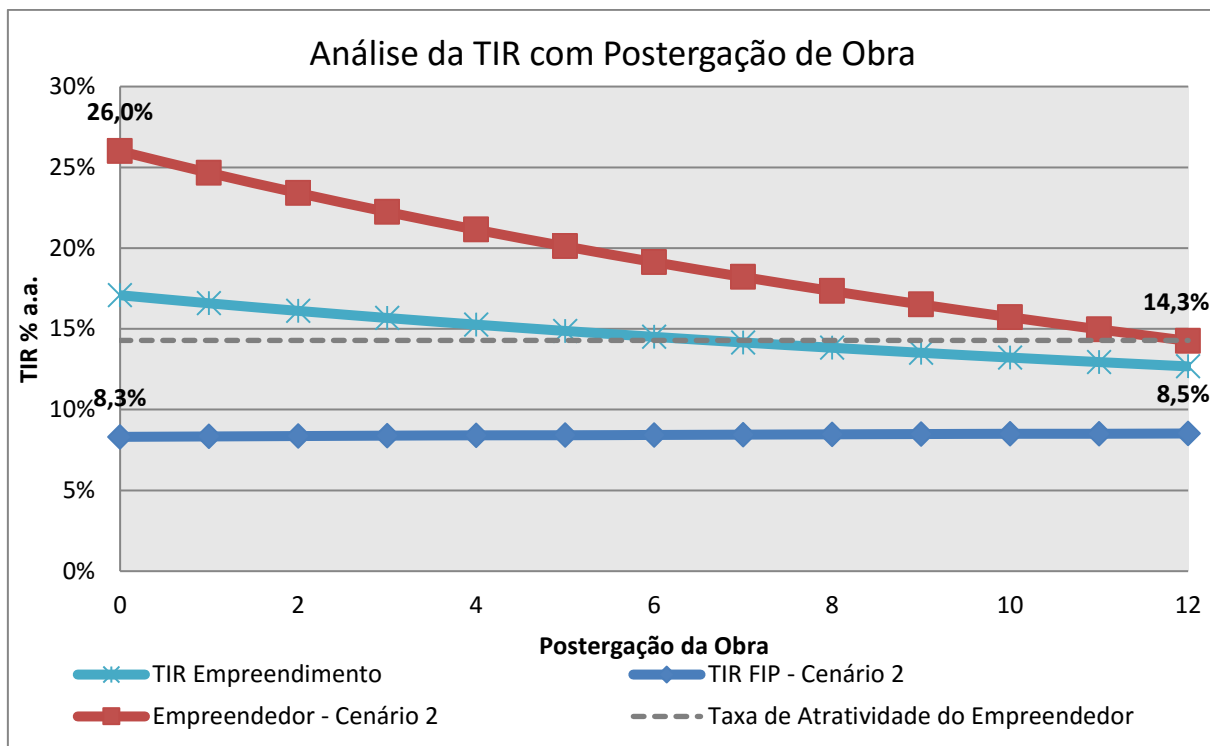


Figura 27- Postergação da Obra

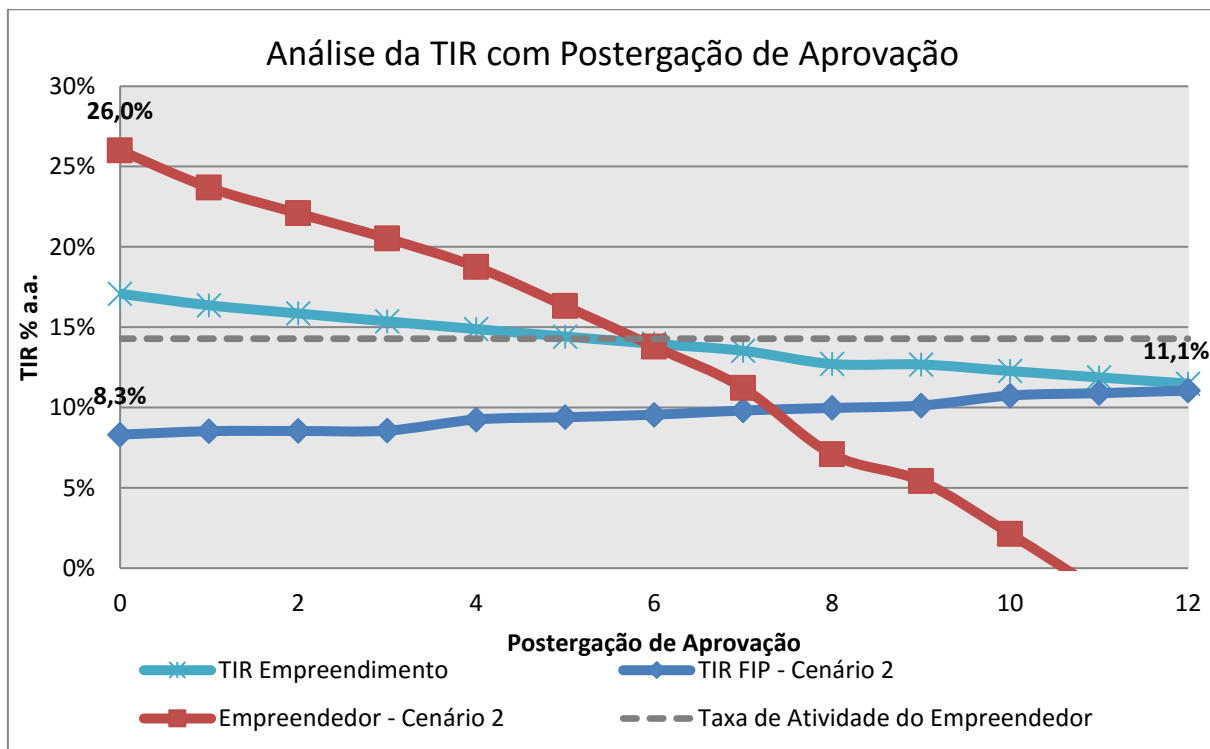


Figura 28 - Postergação de Aprovação

Como é possível perceber, a postergação de obra não tem efeitos na TIR do FIP. Os efeitos dessa postergação são integralmente absorvidos pelo empreendedor. A TIR do

empreendedor cai de 26,0% para 14,3%, ainda acima do que este considera atrativo, porém os benefícios da alavancagem são anulados por este atraso na construção.

Já no cenário onde ocorre um atraso na aprovação, ocorre uma melhora na TIR do FIP, de 8,3% para 11,1%, enquanto o empreendedor tem uma piora considerável na sua taxa de retorno, de 31% para valores inferiores a 0%. Isso ocorre, pois com uma postergação na aprovação as vendas não podem ocorrer e consequentemente a dívida continua no segundo patamar, conforme política de investimento acima descrita. Pelo fato da dívida no segundo patamar ser mais cara do que no terceiro patamar, os efeitos da alavancagem não são benéficos para o empreendedor nos casos em que a aprovação atrase mais de 6 meses, conforme **Figura 28**, quando a TIR esperada pelo empreendedor se encontra abaixo do patamar que este considera atrativo.

5.3.4. Considerações Finais sobre o Cenário 1

É possível concluir que essa forma de parceria com o FIP é benéfica para o empreendedor, pois tem um efeito positivo na taxa de retorno, apesar de consumir uma parte do resultado do empreendimento. O empreendedor pode ter seu retorno consideravelmente afetado em casos de postergação de aprovação e vendas, por outro lado, em casos de postergação de obra os efeitos não são expressivos. Apesar de ser uma dívida mais cara que o financiamento à produção tradicional, a contratação de uma dívida no mercado de capitais através de um FIP se apresenta como uma alternativa possível para o empreendedor se alavancar, mesmo que isso implique num aumento do endividamento do empreendedor.

Do ponto de vista do FIP, o risco corrido nesse modelo proposto é o risco de crédito do empreendedor, pois, no limite, se o empreendimento não obtiver sucesso, o empreendedor será o responsável pelo pagamento da dívida. Pela análise de risco realizada o FIP está protegido em casos de postergação de obras e postergação de aprovação, sendo até beneficiado em alguns dos casos. O retorno, de 137% do CDI equivalente, é condizente com aquele praticado no mercado.

5.4. Cenário 2 – Venda de Participação para Fundos de Investimento em Participações

Este cenário se apresenta como mais uma alternativa ao empreendedor. Diferente do Cenário 1, onde o FIP entra como cedente de uma dívida contraída pelo empreendedor, nesse cenário o investidor, via FIP, compra participação da SPE do empreendedor. Nesse caso, o ativo do FIP é a SPE utilizada para o desenvolvimento e, portanto o FIP incorre os riscos inerentes a um empreendimento imobiliário. No caso de baixo desempenho do empreendimento (aumento de custos, baixa aceitação comercial, demora na aprovação) a rentabilidade deste seria prejudicada, bem como o desempenho do FIP.

De forma a mitigar os efeitos dessas flutuações no FIP, há a possibilidade de utilizar mecanismos de preferência de retorno. Esse mecanismo consiste em dar prioridade na distribuição de retorno ao investidor até atingir um patamar de taxa de retorno pré-estabelecido. A partir do momento em que o investidor atinge esse patamar os retornos passam a ser distribuídos para o empreendedor até este atingir o mesmo patamar de taxa de retorno. A partir desse momento, o retorno excedente é distribuído ao investidor e ao empreendedor.

Apesar de o empreendedor vender participação do seu empreendimento, o desenvolvimento e vendas continuam sob sua responsabilidade. Dessa forma, ao empreendedor cabe a cobrança de taxas que o remunerem por esses serviços prestados. Tanto essas taxas quanto os patamares de retorno são definidos na política de investimentos da SPE.

Vale ressaltar a diferença entre a remuneração do investidor na SPE e a remuneração dos investidores Pessoa Física que investem no FIP. Os custos do FIP não são considerados no cálculo da taxa de retorno do sócio investidor da SPE. Na **Tabela 17**, estão detalhados os parâmetros da política de investimento que definem as regras de sociedade, além das taxas cobradas pelo empreendedor da SPE.

Política de Investimento	%	Indexador
% Participação da SPE	50,0%	
Piso de Remuneração	200%	% CDI
Tipo de Distribuição	Prioridade nos Retornos	
Taxas	%	Indexador
Adm. da Implantação	4,0%	% Custos de Implantação
Gerenciamento de Venda	2,0%	% Receita Operacional Bruta

Tabela 17 - Política de Investimento e Taxas de Desenvolvimento

A seguir serão detalhados os efeitos desse tipo de parceria para o empreendedor e para o investidor (via FIP).

5.4.1. Visão Empreendedor

Nesse cenário o fluxo de caixa operacional do empreendimento é igual ao já demonstrado no Cenário Base. A diferença é a cobrança das taxas da **Tabela 17** pelo empreendedor. Na **Figura 29** e na **Figura 30** temos a movimentação mensal de caixa e o fluxo de caixa acumulado do Empreendedor, considerando as movimentações mensais da SPE (Investimentos e Retornos), a política de investimentos acima detalhada, e a cobrança das taxas.

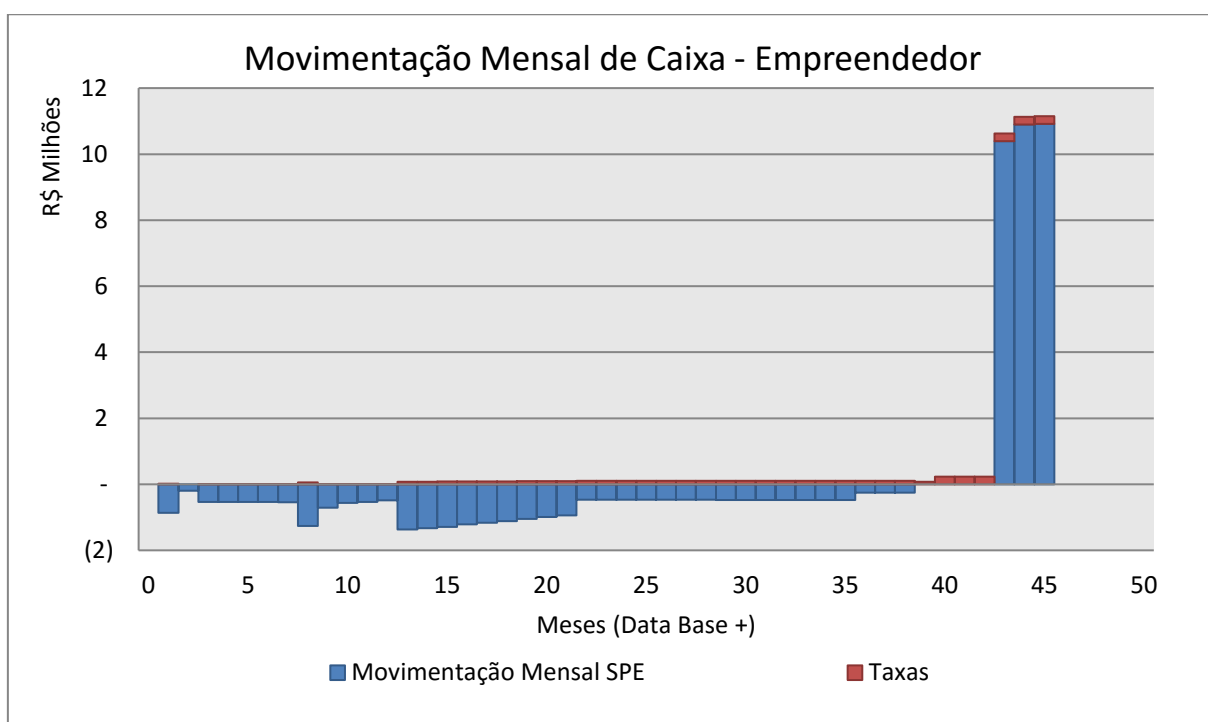


Figura 29 - Movimentação de caixa mensal do Empreendedor

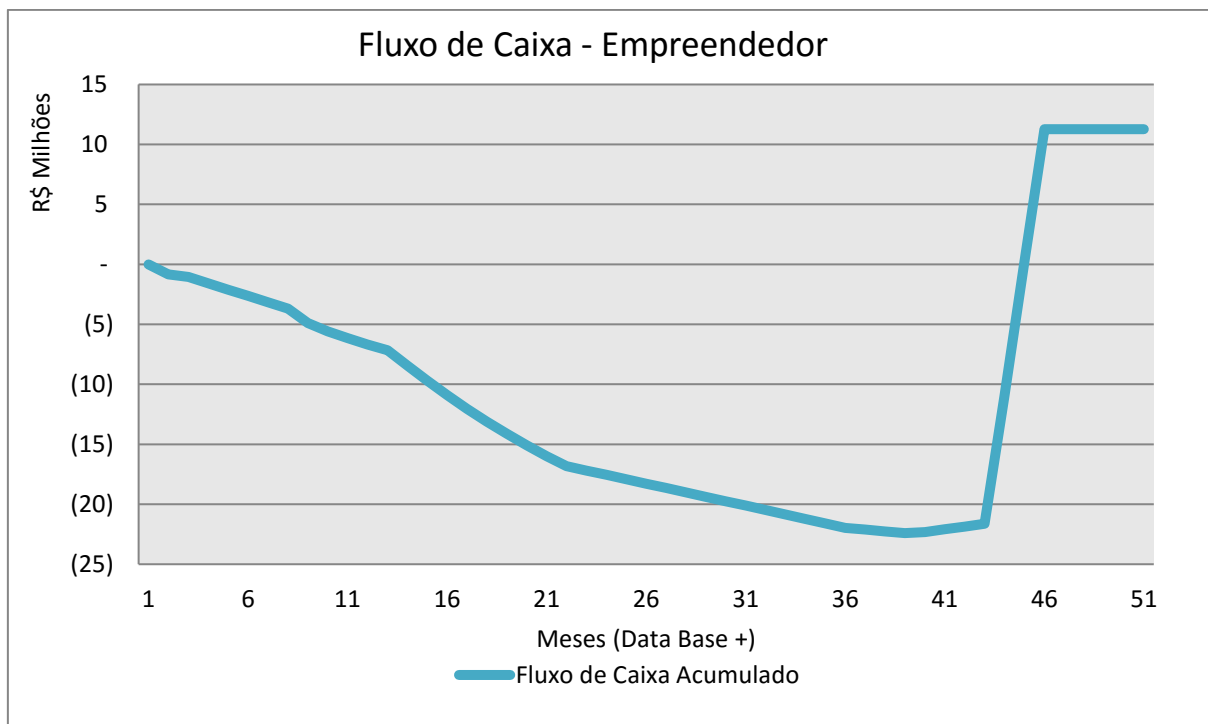


Figura 30 - Fluxo de Caixa Acumulado do Empreendedor

Enquanto no Cenário Base a exposição de caixa máxima do empreendedor é R\$ 48 milhões, nesse cenário a exposição máxima de caixa é de R\$ 22,5 milhões. Essa redução na exposição de caixa se dá por duas razões: venda de participação do empreendimento, fazendo com que o empreendedor tenha que arcar com somente metade dos investimentos e a cobrança das taxas.

5.4.1.1. Estrutura de Funding

A seguir será detalhada a estrutura de *funding* do empreendedor e do empreendimento considerando a política de investimento e a cobrança das taxas.

Funding	Empreendedor	Origem
Recursos Totais + Taxas	91.235	100,0%
Capital Próprio	25.109	28,0%
Capital de Terceiros	25.109	28,0%
Dívida	-	0,0%
Receita Vendas	41.017	45,0%

Tabela 18 - Estrutura de Funding do Empreendimento

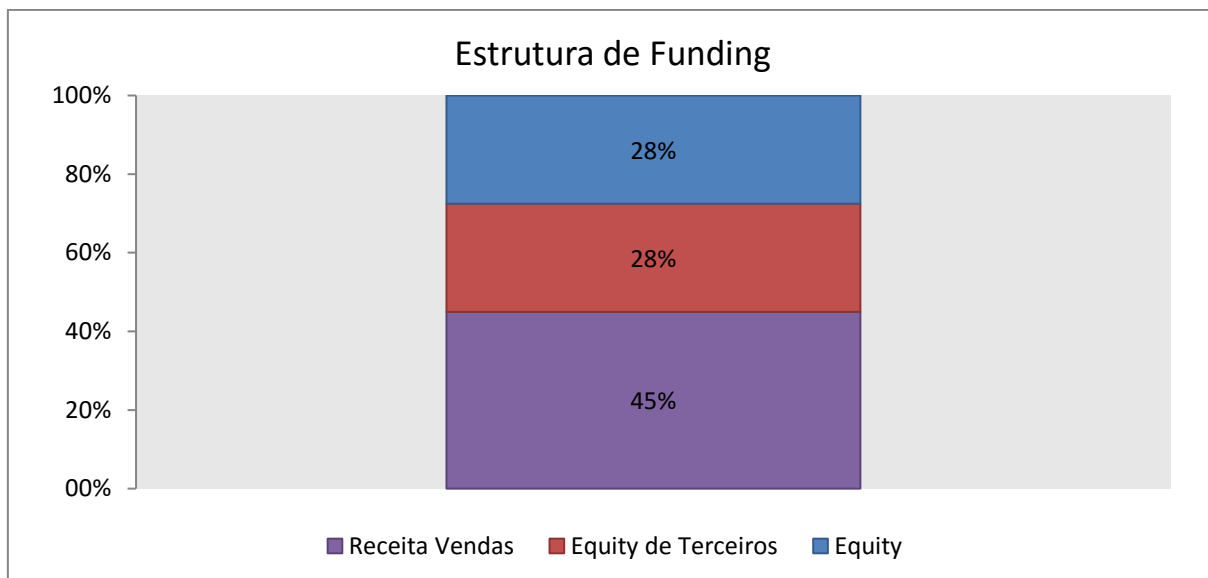


Figura 31 - Estrutura de Funding do Empreendimento

Na **Figura 31** e na **Tabela 18** é possível notar que o investimento próprio e o investimento de terceiros são iguais, respeitando a política de investimentos acima estabelecida.

Na **Figura 32** verifica-se que o retorno em reais do investidor é maior do que o retorno do empreendedor. O investidor tem prioridade de retorno, portanto, seus recursos são remunerados à frente do empreendedor conforme a política de investimentos estabelecida, demandando um montante maior para atingir o patamar mínimo de retorno.

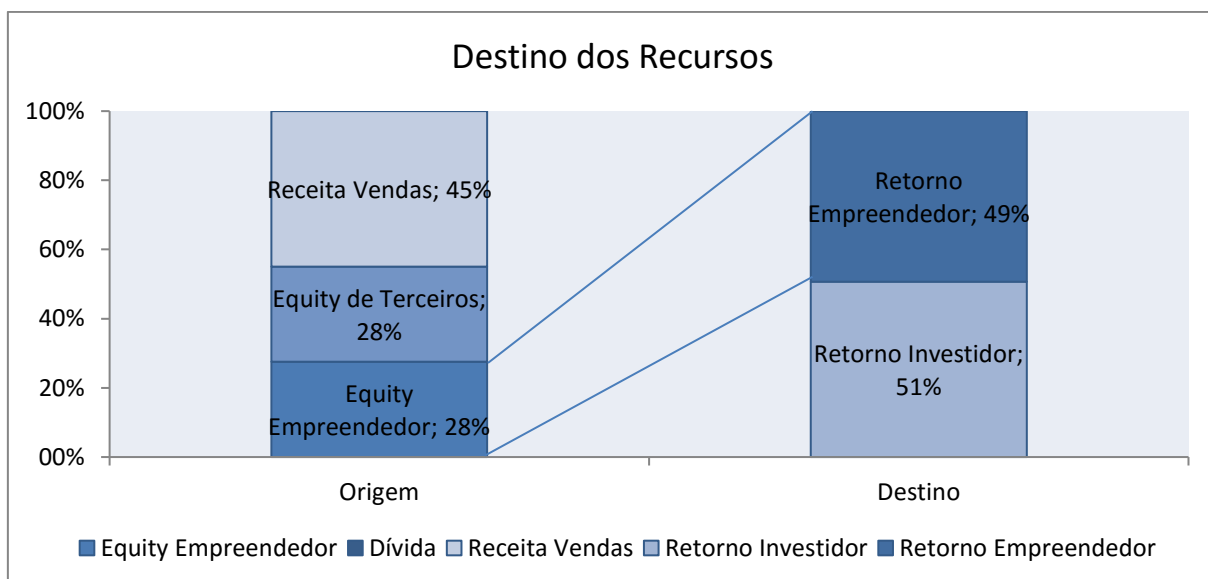


Figura 32 - Destino dos Recursos do Empreendimento

Nesse cenário o retorno do empreendedor é composto pelo retorno do empreendimento, bem como a receita de taxas. Na **Figura 33**, é possível perceber a composição de retorno do empreendedor, sendo R\$ 4,2 milhões de reais através da receita de taxas e R\$ 32,2 milhões de retorno do empreendimento, totalizando R\$36,4 milhões.

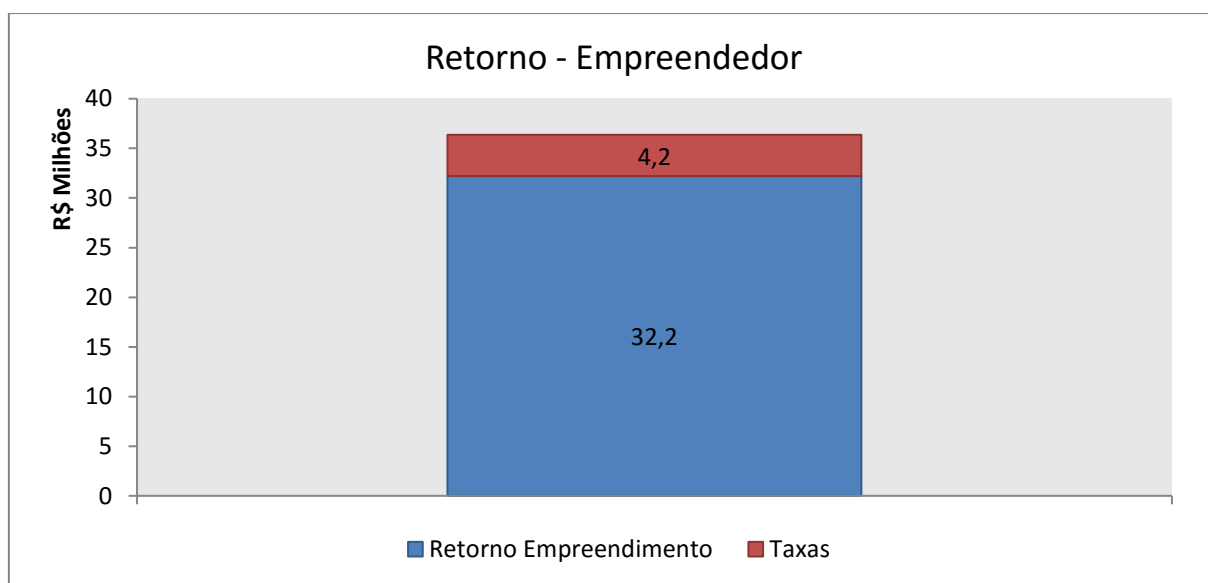


Figura 33 - Composição de Retorno do Empreendedor

5.4.1.2. Indicadores da Qualidade do Investimento

Com as informações apresentadas acima é possível calcular os indicadores da qualidade do investimento, conforme a **Tabela 19**:

Indicadores da Qualidade	Empreendedor
Total Investimento (R\$ mil)	25.109
Total Retorno (R\$ mil)	37.351
Lucro Líquido (R\$ mil)	12.242
Margem Líquida	32%
Taxa de Retorno (a.a., eq ef acima do IGPM)	19,1%
Payback (Meses)	44

Tabela 19 - Indicadores da Qualidade do Investimento do Empreendedor

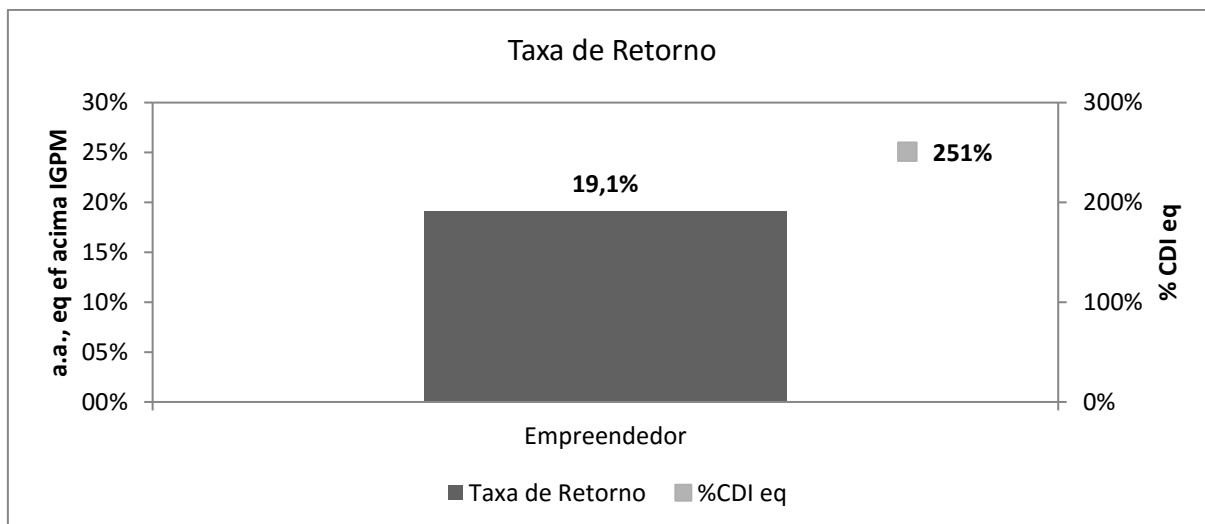


Figura 34 - Taxa de Retorno do Empreendedor

Como é possível perceber na **Tabela 19** e na **Figura 34**, no cenário em que o empreendedor desenvolve o empreendimento com a presença de um sócio, a taxa de retorno deste é de 19,1% ou 244% do CDI Equivalente. O aumento da taxa de retorno em comparação com o Cenário Base decorre da cobrança das taxas, como acima mencionado. A receita extra, proveniente dessas taxas, além de diminuir o investimento necessário, é um adicional de retorno para o empreendedor.

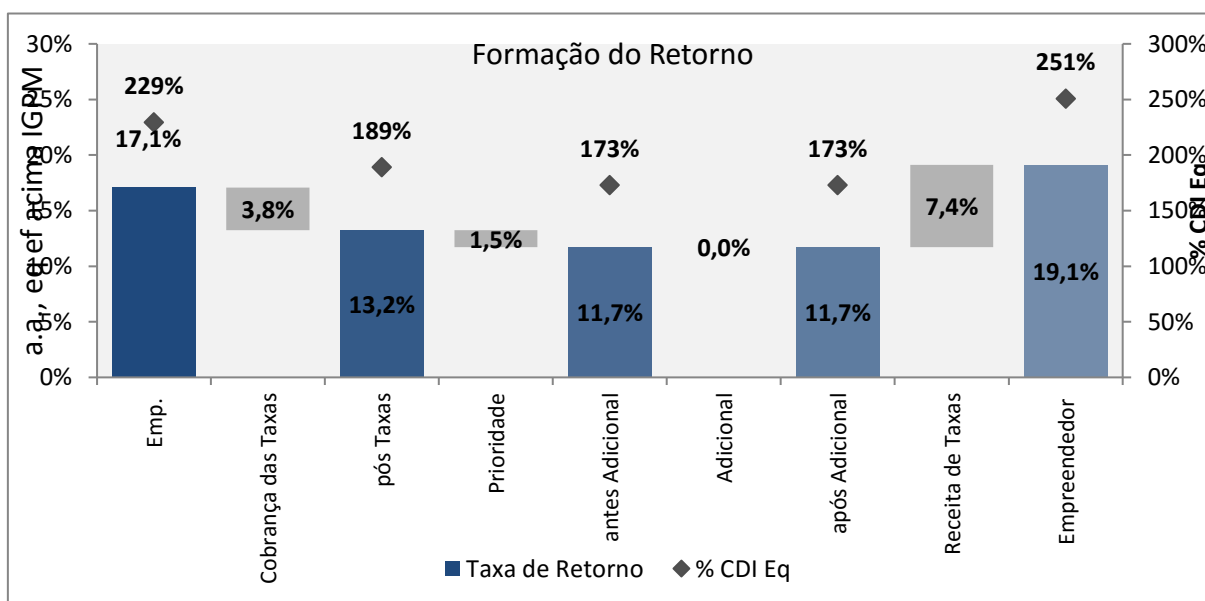


Figura 35 - Formação do Retorno do Empreendedor

Na **Figura 35** evidencia-se a formação do retorno do empreendedor. Apesar da existência de um patamar de rentabilidade para proteger o investidor, o efeito das taxas cobradas pelo empreendedor compensa o efeito negativo desse parâmetro específico da política de investimentos.

Apesar do empreendimento nessa configuração ser considerado atrativo pelos patamares definidos pelo próprio empreendedor, a mesma análise deve ser elaborada para o FIP, que irá ser o sócio investidor nesse empreendimento.

5.4.2. Visão Investidor (FIP)

Na configuração em que o empreendedor desenvolve o empreendimento com um parceiro investidor, a figura do investidor será representada pelo FIP, que será o sócio investidor do empreendimento. Nesse cenário do estudo de caso o ativo investido pelo FIP é o próprio empreendimento, onde o investidor e o empreendedor são parceiros no empreendimento conforme as regras da sociedade apresentadas anteriormente.

Conforme demonstrado neste estudo, o FIP pode ser integralizado na sua totalidade no momento inicial, em uma chamada de capital única, ou feito em tranches, à medida que há necessidade de capital. Nesse cenário, as chamadas de capital são feitas trimestralmente de forma a minimizar a ociosidade de capital.

Os custos de estruturação e administração, descritos abaixo na **Tabela 20**, seguem as mesmas premissas dos custos do FIP no Cenário 1.

Custos FIP	%	Indexador	R\$ mil
Custo de Estruturação	1,0%	% Total Capital	267
Contas de Adm	12	R\$ mil/mês	492
Taxa de Administração	1,0%	a.a.	975

Tabela 20 - Custos de Estruturação e Administração

Considerando as regras de sociedade, a integralização trimestral e os custos acima descritos, é possível determinar o fluxo de caixa do FIP a partir da **Figura 36** e da **Figura 37**. Conforme já demonstrado acima, o retorno do empreendimento se dá somente no momento do repasse, ou seja, o investidor do FIP deve custear, não só os investimentos necessários para a execução do empreendimento, totalizando R\$ 26,6 milhões, como também os custos de operação e gestão do FIP, totalizando R\$ 1,5 milhões. A exposição máxima de caixa, conforme a figura abaixo é de R\$ 26,6 milhões.

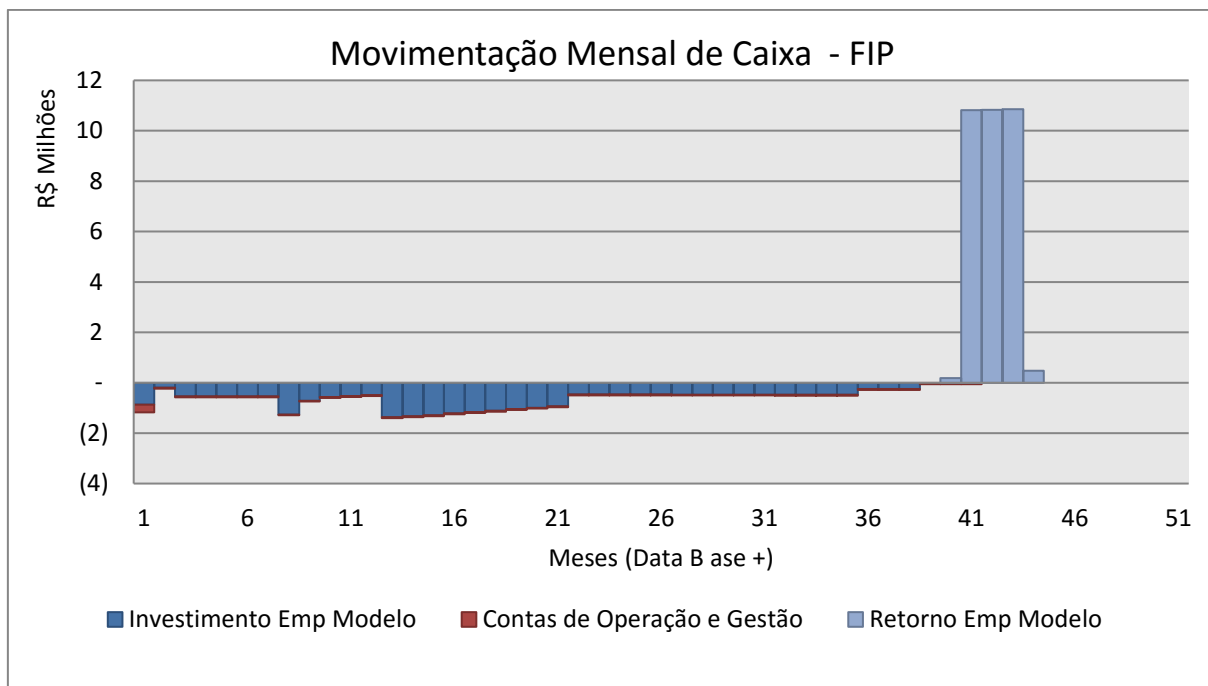


Figura 36 - Movimentação Mensal FIP

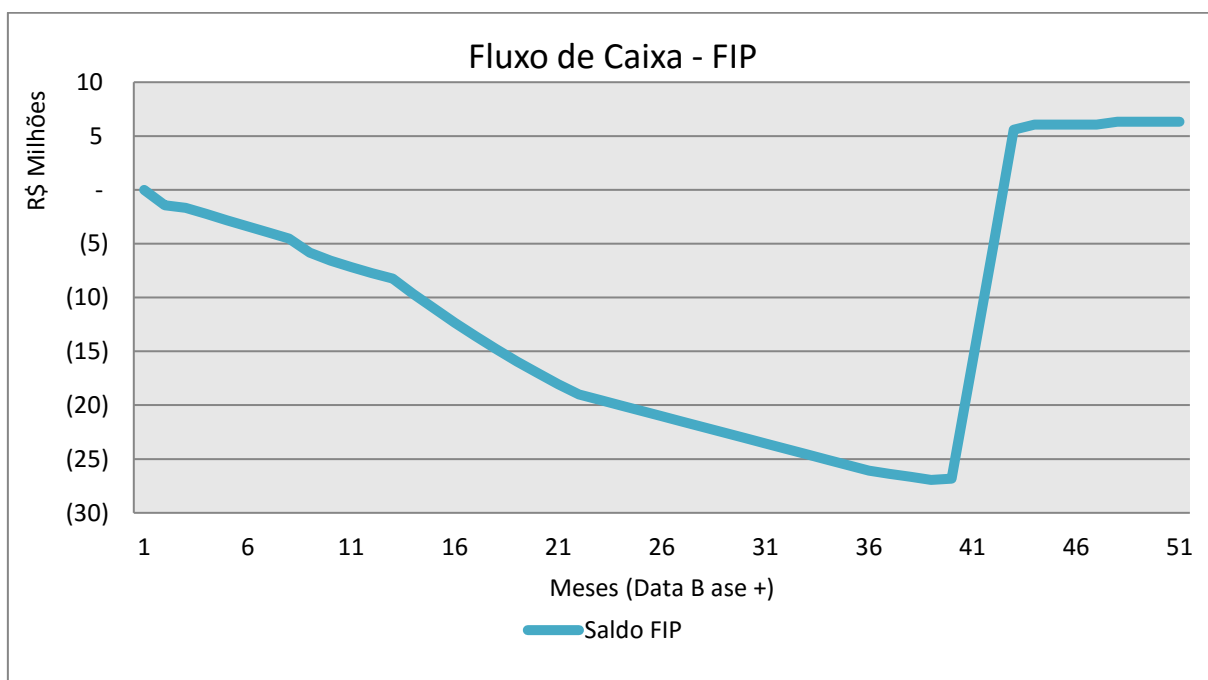


Figura 37 - Fluxo de Caixa Acumulado do FIP

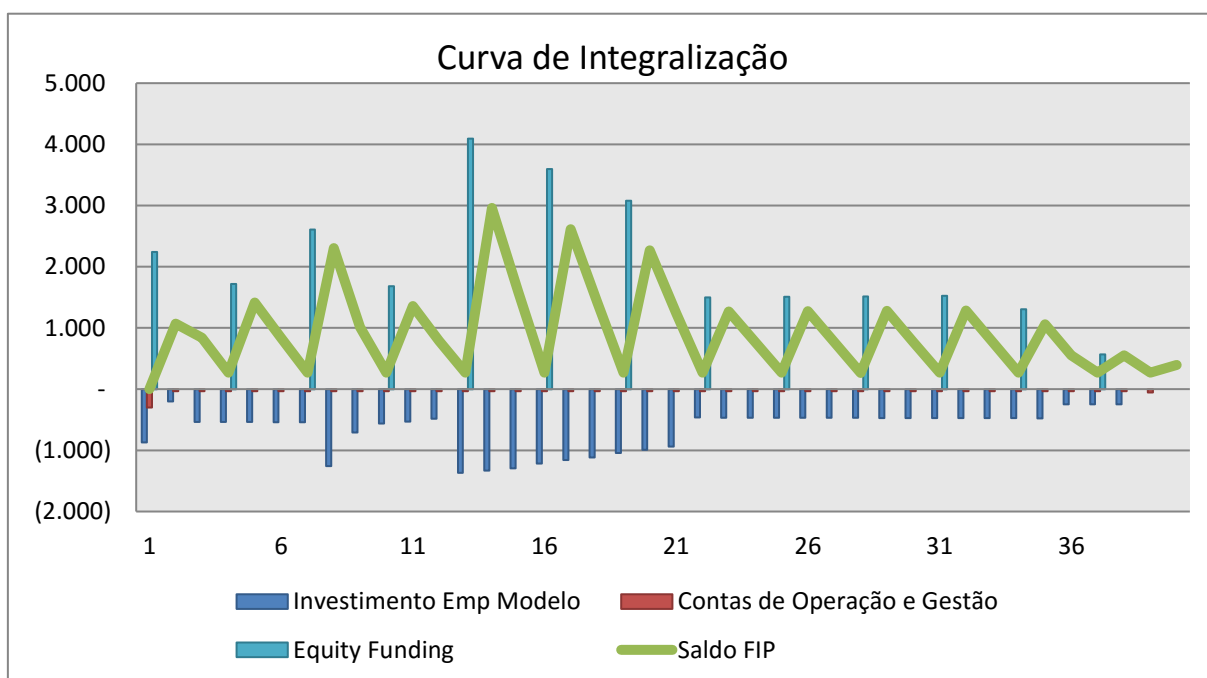


Figura 38 - Curva de Capitalização do FIP

A **Figura 38**, evidencia o efeito da chamada trimestral no saldo de caixa do FIP, diminuindo a ociosidade do caixa.

5.4.2.1. Indicadores da Qualidade do Investimento

Com as informações apresentadas acima é possível calcular os indicadores da qualidade do investimento:

Indicadores da Qualidade	FIP
Total Investimento (R\$ mil)	26.941
Total Retorno (R\$ mil)	33.271
Lucro Líquido (R\$ mil)	6.330
Margem Líquida	23,0%
Taxa de Retorno (a.a., eq ef acima do IGPM)	10,6%
Payback (Meses)	42

Tabela 21 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento do FIP

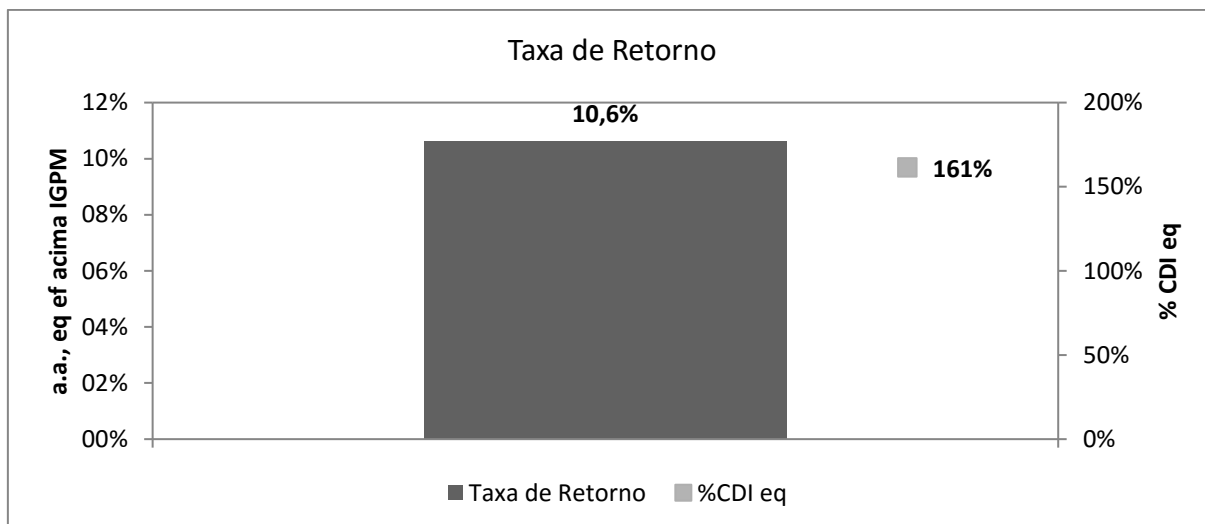


Figura 39 - Indicadores da Qualidade do Empreendimento do FIP

Como é possível perceber na **Figura 39** e na **Tabela 21**, a taxa de retorno do investidor do FIP é de 10,1% eq. efetiva acima do IGPM, ou 161% do CDI eq. A curva de composição do retorno, Figura, segue as regras de sociedade acima estabelecida, porém os custos do FIP detraem retorno do FIP, conforme a **Figura 40**.

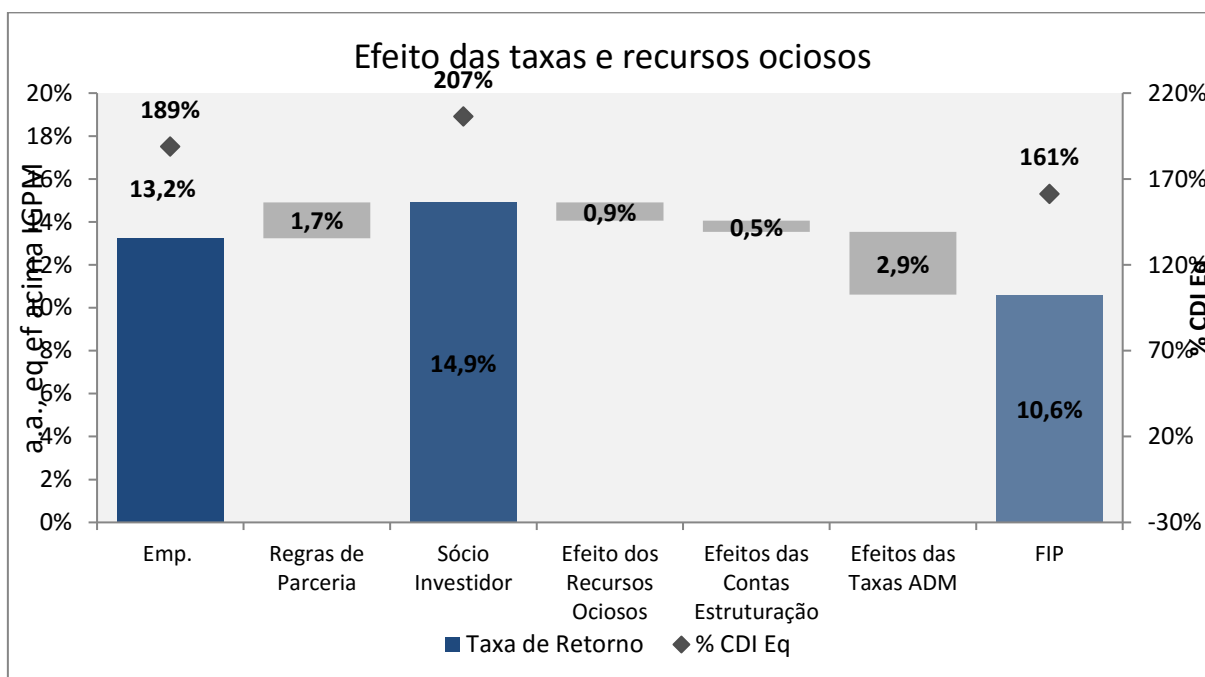


Figura 40 – Taxa de Retorno do FIP – Efeitos das taxas, ociosidades de recursos e regras de parceria

O empreendimento, após as cobranças das taxas, tem um retorno 189% CDI eq. As regras da parceria, que priorizam os retornos do investidor até um patamar de 200% CDI eq,

beneficiam o investidor fazendo seu retorno subir para 207% CDI eq. Entretanto, as taxas de administração e contas de estruturação detraem retorno do investidor, resultando em uma taxa de retorno final de 161% CDI eq.

5.4.3. Análise de Risco – Cenário 2

A análise de risco do Cenário 2 foi realizada nos mesmos moldes da análise realizada no Cenário 1, que pode ser encontrada no capítulo 5.3.3, de forma a analisar a sensibilidade dos cenários nas mesmas condições, conforme **Figura 41** e **Figura 42**.

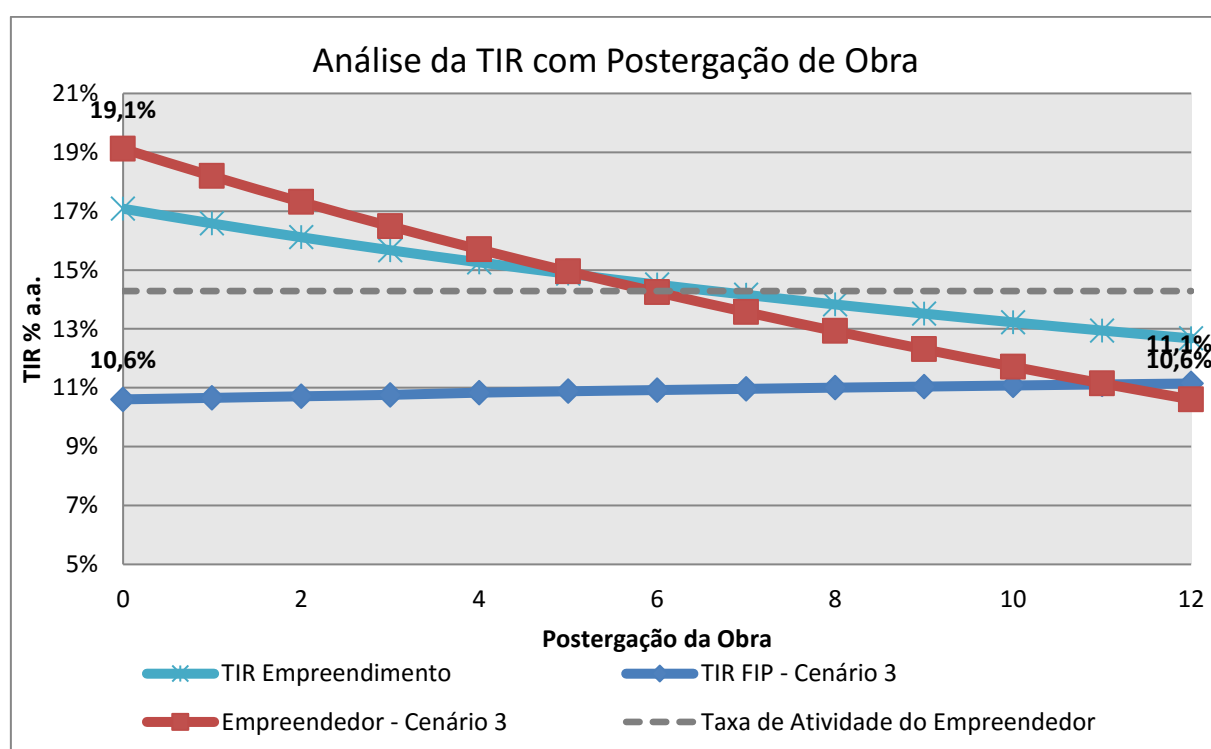


Figura 41 - Postergação de Obra

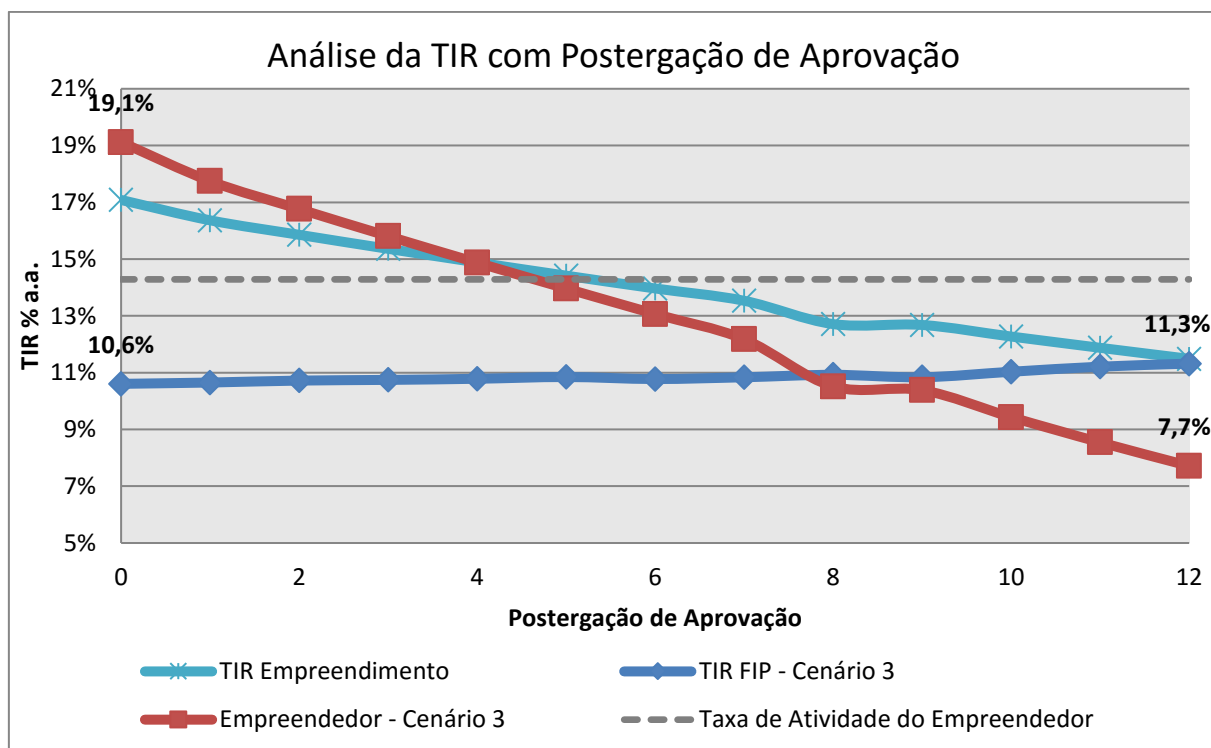


Figura 42 - Postergação de Aprovação

É possível perceber que, em ambos os casos analisados acima, as proteções ao investidor são eficientes fazendo com que os efeitos do atraso sejam integralmente absorvidos pelo empreendedor. Enquanto a TIR do FIP permanece constante, a TIR do empreendedor cai de 19,1% para 10,6% no cenário de postergação de obra e de 19,1% para 11,3% no cenário de postergação de vendas. O empreendedor terá uma taxa de retorno abaixo do que ele considera atrativo se a obra atrasar 6 meses ou as vendas atrasarem 5 meses.

5.4.4. Considerações Finais sobre o Cenário 2

É possível concluir que o essa forma de parceria com o FIP é benéfica para o empreendedor, pois, apesar do efeito negativo de 1,5% na taxa de retorno devido às regras de parceria, a cobrança das taxas gera um efeito positivo de 7,4%. Uma parceria conforme acima descrito pode ser considerada como atrativa para o empreendedor, uma vez que sua taxa de retorno está acima do valor mínimo considerado atrativo por este. Além da melhora na taxa de retorno, há uma diminuição no risco corrido devido à menor exposição de caixa e à parcela da formação de retorno que corresponde à cobrança de taxas, que não está exposta ao mesmo risco de mercado que o resto do empreendimento. As regras de parceria entre o empreendedor

e o FIP, condições impostas pelo investidor para a realização da parceria, podem detrair o resultado do empreendedor em casos de atraso de obra ou vendas.

Do ponto de vista do FIP, o risco corrido nesse modelo proposto é o risco do empreendimento, devido à forma de parceria onde o FIP é sócio do empreendimento. As proteções exigidas pelo FIP se mostram eficazes, protegendo o retorno do FIP em casos de atraso de obras ou vendas. Considerando as regras de parceria e custos cobrados, a taxa de retorno do FIP é de 161% CDI eq, taxa que pode ser considerada atrativa pelo investidor, vis-à-vis aos benefícios inerentes do FIP.

5.5. Comparações entre Cenários

De forma a ilustrar as diferenças entre cenários, temos a **Tabela 22**, onde são comparados os diferentes cenários sob a ótica do Empreendedor e do Investidor. Vale ressaltar que diferentes cenários têm diferentes riscos associados, tanto para o investidor, quando para o empreendedor.

	Cenário Base	Cenário 1	Cenário 2
Empreendedor			
TIR (% a.a. eq ef acima do IGPM)	17,1%	26,0%	19,1%
Investimento Total (R\$ mil)	47.513	16.655	22.405
Retorno Total (R\$ mil)	66.849	26.890	33.678
Lucro Líquido (R\$ mil)	19.335	10.235	11.273
Margem Líquida	18,6%	9,8%	33,0%
Payback (meses)	44	42	44
Investidor - FIP			
TIR (% a.a. eq ef acima do IGPM)	-	8,3%	10,6%
Investimento Total (R\$ mil)	-	32.618	26.941
Retorno Total (R\$ mil)	-	39.942	33.271
Lucro Líquido (R\$ mil)	-	7.323	6.330
Margem Líquida	-	18,3%	23,0%
Payback (meses)	-	45	42

Tabela 22 - Comparação entre Cenário

É possível perceber que nos dois cenários de parceria há uma melhora na taxa de retorno do empreendedor em relação ao Cenário Base, porém há uma queda na margem do empreendimento. No Cenário 1 a presença do investidor como cedente de uma dívida funciona como uma alavancagem financeira para o empreendedor, substituindo o financiamento à construção convencional contratado junto à uma instituição financeira com

lastro no Sistema Financeiro para Habitação (SFH). Pelas regras de parceria entre o FIP e o empreendedor, se o empreendimento não se comportar conforme o esperado, ou seja, velocidade de vendas abaixo do esperado, estouro de orçamento de construção ou até a não obtenção da aprovação do empreendimento, o empreendedor é obrigado a repagar o saldo devedor junto ao investidor. A dívida, que diminui a necessidade de investimento direto por parte do empreendedor, detrai resultado do empreendedor, pois há a cobrança de juros. Entretanto esse efeito combinado é benéfico para o empreendedor, conforme visto acima, com um aumento na taxa de retorno.

Do ponto de vista do investidor, o risco corrido está na capacidade de pagamento do empreendedor da dívida contraída. Isto porque, conforme já demonstrado, se o empreendimento não gerar caixa suficiente para a quitação da dívida esta responsabilidade é repassada ao empreendedor. Ao comparar com o Cenário 2, a taxa de retorno é inferior, o que pode ser explicado por essa proteção ao investidor, fruto das regras de parceria entre o investidor e o empreendedor.

No Cenário 2, tanto o empreendedor quanto o investidor estão expostos ao sucesso do empreendimento. As regras de parceria beneficiam o FIP, como é possível perceber na análise de risco realizada, porém os custos de estruturação e administração detraem boa parte do retorno deste. O retorno esperado para o FIP neste cenário é superior ao retorno esperado no Cenário 1, fruto do maior risco incorrido do ponto de vista do investidor.

As cobranças de taxas para o desenvolvimento, que detraem retorno do empreendimento, beneficiam o empreendedor. Portanto, mesmo com a presença de um patamar mínimo de retorno para o investidor, há um aumento na taxa de retorno deste.

6. Conclusão e Considerações Finais

O déficit habitacional brasileiro pode ser considerado como uma oportunidade para empreendedores que desejem atuar no segmento econômico. A demanda por produtos bem posicionados nesse mercado existe, cabendo ao empreendedor explorar esta oportunidade. Porém, em momentos de crise econômica, onde existe uma escassez de crédito para o setor imobiliário e uma baixa capacidade de pagamento do cliente, o empreendedor não pode contar com os métodos tradicionais de financiamento à produção ou financiar seus empreendimentos através de antecipações de pagamentos no momento da venda.

De forma a aproveitar a oportunidade, o empreendedor deve recorrer a outros meios para financiar seus empreendimentos. Dentre as diversas possibilidades, é possível a realização de uma parceria com um Fundo de Investimento em Participações. A análise da possibilidade de uma parceria entre um empreendedor que deseje atuar no segmento econômico e um investidor que deseje investir nesse segmento através de um FIP se deu através de um estudo de caso com informações fornecidas pela construtora *Plano e Plano*.

O estudo de caso não pode ser extrapolado para uma análise completa do segmento em que o originado está atuando. As análises realizadas nessa monografia foram feitas de forma a exemplificar os efeitos de uma parceria com um FIP. No caso do objeto de investimento do FIP ser um empreendimento de segmento econômico, há diversas formas de estabelecer essa parceria, sendo que duas dessas formas foram exploradas no estudo de caso.

Em ambos os cenários estabelecidos no estudo de caso, parceria em forma de dívida e parceria em forma de venda de participação societária, a presença de um investidor se mostra benéfica ao empreendedor. Seja através de uma alavancagem financeira, como o Cenário 1, ou através das taxas cobradas pelo empreendedor para o desenvolvimento, como o Cenário 2, há uma melhora na taxa de retorno do empreendedor. Porém, as proteções exigidas pelo investidor para a realização do investimento podem detrair o resultado do empreendedor conforme demonstrado nas análises de risco dos estudo de caso. Do ponto de vista do investidor, ambos os cenários apresentam uma relação risco e retorno condizente com o praticado no mercado, especialmente se for levado em conta os mecanismo de proteção exigida pelo investidor.

Em momentos de recessão econômica, onde a retração de crédito dificulta a execução de empreendimentos, a parceria com um FIP se apresenta como uma alternativa viável para o

empreendedor. A diminuição da exposição de caixa deste permite uma maior diversificação dos seus empreendimentos, diminuindo o risco agregado de seu portfólio.

7. Referência Bibliográfica

Banco Central do Brasil (BACEN). **Focus - Relatório de Mercado (2 de abril de 2015)**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20150402.pdf>>. Acesso em: 05/04/2015.

Banco Central do Brasil (BACEN). **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em: 09/04/2015.

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

BRASIL. **Lei nº 10.406**, de 10 de Janeiro de 2002. Institui o código civil.

BRASIL. **Lei complementar nº 128** de 19 de dezembro de 2008. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, altera as Leis nos 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil, 8.029, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências.

CAIXA. **Crédito Imóvel Próprio**. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/voce/credito-financiamento/credito-pessoal/credito-imovel-proprio/Paginas/default.aspx?pk_campaign=credito-pf&pk_kwd=landing-pos3>. Acesso em: 25/09/2015

CAMARA BRASILEIRA DA INDUSTRIA DA CONSTRUÇÃO CIVIL DO ESTADO DE SÃO PAULO (CBIC). **Déficit Habitacional no Brasil**. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/menu/deficit-habitacional/deficit-habitacional-no-brasil>>. Acessado em: 05/04/2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 391 de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/inst/300/inst391consolid.pdf>>. Acesso em: 24 de Agosto de 2015.

IBGE. Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento. **Pesquisa Mensal de Emprego - PME** Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/trabalhoerendimento/pme_nova/default.shtm>. Acesso em: 21/08/2015.

IBGE. Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Índices de Preços, Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor. **Índices de preços ao consumidor – IPCA e INPC** Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/ipca-inpc_201503_1.shtm>. Acesso em: 09/04/2015.

IBRE. Sondagens e Índices de Confiança. **Sondagem de Expectativas do Consumidor** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92BA032B198D>>. Acesso em: 25/09/2015.

MINHA CASA. Minha Casa Minha Vida. **Entenda as faixas I, II e III do Minha Casa, Minha Vida**. Disponível em: <<http://www.minha-casa.org/2014/03/diferenca-faixas-do-minha-casa-minha-vida.html>>. Acesso em: 09/02/2016.

MARKOWITZ, H.M. "**Portfolio Selection**". *The Journal of Finance*. v.7 n.1 p. 77, março 1952

MERCADANTE Advogados. **Criação de Sociedades de Propósito Específico (SPE)**. Disponível em: <<http://mercadanteadvocacia.com/artigo/criacao-de-sociedade-de-proposito-especifico-spe/>> Acesso em 18/01/2016

MHM Advogados. **Considerações tributárias relevantes sobre FIP brasileiro**. Disponível em: <<http://mhmlaw.com.br/site/pt/pages/newsletterDetail/214.html>> Acesso em: 14/01/2015

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

ROCHA LIMA JR. J. R. **Real Estate Residencial. A Contração do Crédito Imobiliário**. Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo: EPUSP, 2004. Disponível em: <http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanre40_2_15.pdf>. Acesso em: 25/09/2015.

UQBAR. **Securitização e Financiamento Imobiliário** 2015. Rio de Janeiro, 2015.1