

GABRIEL MALTA CAETANO DA SILVA

**O MODELO DE NEGÓCIOS DA MULTIPROPRIEDADE E SUA VIABILIDADE
ECONÔMICO-FINANCEIRA**

São Paulo

2021

GABRIEL MALTA CAETANO DA SILVA

**O MODELO DE NEGÓCIOS DA MULTIPROPRIEDADE E SUA VIABILIDADE
ECONÔMICO-FINANCEIRA**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para a obtenção do diploma de
Engenheiro de Produção

São Paulo

2021

GABRIEL MALTA CAETANO DA SILVA

**O MODELO DE NEGÓCIOS DA MULTIPROPRIEDADE E SUA VIABILIDADE
ECONÔMICO-FINANCEIRA**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para a obtenção do diploma de
Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr. Clovis Armando Alvarenga Netto

São Paulo

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo-na-publicação

Malta, Gabriel

O modelo de negócios da multipropriedade e sua viabilidade econômica financeira / G. Malta -- São Paulo, 2021.
93 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Multipropriedade 2.TIR 3.Exposição de Caixa 4.Segunda Residência 5.Fundos de Investimento Imobiliário I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Maria Zuleika e Luiz, por serem os grandes responsáveis por tudo que conquistei até hoje e por se dedicarem incansavelmente à minha formação como pessoa.

À minha irmã, Sofia, e a toda a minha família, por sempre me apoiarem em todos os momentos de minha vida.

Aos amigos que conheci na Poli, os quais levarei para vida, e que me acompanharam por todo o meu processo de aprendizagem e tornaram o ambiente da universidade mais agradável.

Ao Professor Dr. Clovis Netto, por toda sua disponibilidade, dedicação e valiosa orientação que tornou possível este trabalho.

Por fim, aos professores da Escola Politécnica, responsáveis pela minha formação como engenheiro.

RESUMO

O presente trabalho se propôs a elaborar um estudo do modelo de negócios de empreendimentos de multipropriedade e realizar uma avaliação econômico-financeira de um projeto protótipo a fim de identificar os principais fatores que podem afetar a rentabilidade e a exposição de caixa de um investimento no projeto, levando em consideração o ponto de vista de um Fundo de Investimento Imobiliário (FII). O trabalho foi motivado pelo estágio realizado pelo autor em uma gestora de investimentos alternativos, cujo principal veículo de investimentos é um FII e que estabeleceu a multipropriedade como alvo relevante à sua estratégia de buscar alternativas com maiores retornos. Para estudar e entender o modelo de negócios foi, primeiramente, realizado uma análise do setor de multipropriedade, seguido da definição do produto ofertado, suas vantagens, as etapas de desenvolvimento do projeto, os principais stakeholders, os principais riscos presentes e, finalmente, foi utilizado o *Business Model Canvas - framework* proposto por Osterwalder - para mapear o modelo de negócios de um empreendimento de multipropriedade. Para a realização de sua avaliação econômico-financeira foi, primeiro, estabelecido um protótipo de um projeto de multipropriedade, com base em um caso real vivenciado pelo autor, e, posteriormente, foi calculado o fluxo de caixa gerado pelo projeto ao longo de seu ciclo de vida em um cenário base para, assim, se obter a Taxa Interna de Retorno (TIR) e a exposição de caixa (valor total que o fundo deverá aportar para viabilizar o empreendimento) geradas pelo investimento. Por fim, foram realizadas algumas análises de sensibilidade em cima desses indicadores, a fim de se identificar quais são os principais fatores que podem afetá-los, considerando a variação de alguns parâmetros que irão compor cenários estressados. Além disso, os resultados podem servir para indicar se a rentabilidade de um projeto de multipropriedade, assim como sua necessidade de capital, está de acordo com a estratégia do fundo, levando em consideração os cenários estressados. Os resultados do estudo poderão ser utilizados não só pela empresa a qual o autor realizou seu estágio, mas, também, por aqueles interessados em investir e desenvolver projetos de multipropriedade, que possuem uma natureza mais arriscada e cujos riscos são de importante avaliação.

Palavras-chave: Multipropriedade. TIR. Exposição de Caixa. Segunda Residência. Fundos de Investimento Imobiliário. Avaliação de Projetos.

ABSTRACT

This paper aims to study the timeshare ownership - most specifically the deeded property ownership - business model and make a financial evaluation of a prototype project to assess its profitability and financial exposure, identifying the main factors that could affect them, taking in consideration a Real Estate Investment Trust point of view. The paper was motivated by the internship experienced by the author in an alternative investments firm that focus mainly on Real Estate assets, and that identified the timeshare ownership as a target for its high yield funds. First, to study and understand the business, an analysis of the sector was made, followed by the definition of the marketed product, its advantages, the main stages of development, the main stakeholders, the main risks and, finally, it was used the Business Model Canvas framework, proposed by Osterwalder, to map out the timeshare ownership business model. To evaluate the business financials, it was first elaborated a prototype of a timeshare project based on a real case experienced by the author. Then, it was calculated the cash flow generated by the project in its life cycle so that the Internal Rate of Return (IRR) and the financial exposure generated by the investment in the enterprise could be obtained. Finally, some sensitivity analysis in these indicators was made, to identify the main factors that could affect them, considering the variation of some parameters. Also, the results can be used to indicate if the project's profitability and its capital necessity are aligned with the funds objectives. The study's results can be used not only by investment firms, but also by all those interested in investing in and developing timeshare projects, considering that its risky nature demands a more diligent analysis of the business and its financials.

Keywords: Timeshare. IRR. Financial Exposure. Second home. REITs. Project Evaluation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Tipos e fases do Canal	23
Figura 2 – Ilustração do Quadro do Modelo de Negócios proposto por Osterwalder	26
Figura 3 – Série histórica das distribuições públicas de FIIs	34
Figura 4 – Evolução anual do número de investidores de FIIs na bolsa (mil).....	34
Figura 5 – Evolução anual do volume total de FIIs negociado na Bolsa (em R\$ bi)	35
Figura 6 – Histórico da taxa Selic	35
Figura 7 – Fluxo de caixa representativo de empreendimentos imobiliários	38
Figura 8 – Fluxo de caixa típico de EBIs	39
Figura 9 – Interações entre investidor, empreendimento e mercado	41
Figura 10 – Representação do fluxo de investimentos e retornos.....	43
Figura 11 - Distribuição do número de domicílios de uso ocasional no Brasil	48
Figura 12 - Distribuição dos projetos de multipropriedade nas regiões brasileiras	50
Figura 13 - Retrato das classes econômicas em 2003, 2009 e 2013	52
Figura 14 - Quadro esquemático dos stakeholders de um projeto de multipropriedade.	66
Figura 15 - Business Model Canvas de um empreendimento de multipropriedade	73
Figura 16 - Comportamento anual de vendas das frações	78
Figura 17 - Orçamento anual de obra.....	81
Figura 18 - Fluxo de caixa anual no cenário base.....	82
Figura 19 – Representação gráfica do fluxo de caixa anual no cenário base.....	83
Figura 20 - Fluxo de caixa acumulado do projeto	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ARDA – *American Resort Development Association*

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

CAPEX – *Capital expenditure*

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBI – Empreendimento de Base Imobiliária

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FIM – Fundo de Investimento Multimercado

FIP – Fundo de Investimento em Participação

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-M – Índice Geral de Preços – Mercado

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

PL – Patrimônio Líquido

PPP – Parceria Público-Privada

RET – Regime Especial de Tributação

Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SPE – Sociedade de Propósito Específico

TIR – Taxa Interna de Retorno

VGv – Valor Geral de Vendas

VPL – Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	Contexto	17
1.2	Justificativa e Definição do Problema.....	18
1.3	Objetivo	19
1.4	Objeto de Estudo	19
1.5	Estrutura do trabalho	20
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	21
2.1	Modelo de negócios.....	21
2.1.1	Business Model Canvas	21
2.1.2	O quadro do Modelo de Negócios	25
2.2	Economia Compartilhada	26
2.3	A Multipropriedade	27
2.4	Fundos de investimentos imobiliários.....	29
2.4.1	Tipos de Fundos de Investimentos Imobiliários	31
2.4.2	O mercado de FIIs.....	33
2.5	Sociedades de Propósito Específico	36
2.6	O setor de <i>Real Estate</i>	36
2.6.1	Produção de Unidades Para Venda	37
2.6.2	Empreendimentos de base imobiliária	38
2.7	Engenharia econômica	39
2.7.1	Elaboração do Fluxo de Caixa de Projetos Imobiliários.....	40
2.7.2	Taxa de Retorno	44
2.7.3	Funding de projetos imobiliários por meio de participação societária	45
3	ANÁLISE DO SETOR.....	46

3.1	O mercado de segunda residência.....	46
3.2	O mercado de propriedade fracionada	49
3.2.1	O mercado de multipropriedade no Brasil.....	49
3.2.2	Oportunidades.....	52
4	ANÁLISE DO PRODUTO E DO MODELO DE NEGÓCIOS	54
4.1	Definição do produto ofertado	54
4.2	Vantagens para o desenvolvedor e para o consumidor.....	56
4.2.1	Perspectiva do desenvolvedor	56
4.2.2	Perspectiva do consumidor.....	58
4.3	Etapas de um projeto de multipropriedade	60
4.3.1	Estágio 1: Estudo de viabilidade	60
4.3.2	Estágio 2: Desenvolvimento e construção.....	61
4.3.3	Estágio 3: Conclusão	61
4.3.4	Estágio 4: Marketing e vendas	62
4.4	Principais <i>stakeholders</i> de um empreendimento de multipropriedade	63
4.4.1	Incorporadora.....	63
4.4.2	Construtora	63
4.4.3	Comercializadora.....	64
4.4.4	Sócios	64
4.4.5	Gestora do Fundo de Investimento Imobiliário	64
4.4.6	Securitizadora	65
4.4.7	Clientes	66
4.4.8	Proprietário do terreno.....	66
4.5	Por que um fundo investe em multipropriedade?	67
4.6	Principais riscos	68
4.7	O Modelo de Negócios da multipropriedade	68
4.7.1	Segmento de Clientes	69

4.7.2	Proposta de Valor.....	69
4.7.3	Canais.....	69
4.7.4	Relacionamento com Clientes.....	70
4.7.5	Fontes de Receita	70
4.7.6	Recursos Principais	71
4.7.7	Atividades-Chave.....	71
4.7.8	Parcerias Principais	72
4.7.9	Estrutura de Custos	72
4.7.10	Modelo Canvas de um projeto de Multipropriedade	73
4.8	A multipropriedade no contexto da economia compartilhada.....	74
5	DESENVOLVIMENTO DO PROTÓTIPO E DO MODELO DE SIMULAÇÃO.....	75
5.1	Definição das Premissas.....	76
5.1.1	Premissas Gerais do Empreendimento.....	76
5.1.2	Premissas de Receita.....	76
5.1.3	Premissas de Custos e Despesas	78
5.1.4	CAPEX e outros investimentos.....	80
5.2	Resultados do Cenário Base	82
5.2.1	Fluxo de caixa anual	82
5.2.2	Fluxo de caixa acumulado.....	84
5.2.3	Margem e Taxa Interna de Retorno	85
5.3	Análise dos Cenários Estressados	85
6	CONCLUSÃO.....	90
7	REFERÊNCIAS	92

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto

A motivação do presente trabalho de formatura se deu pelo atual estágio realizado pelo autor em uma empresa de Gestão de Fundos de Investimentos alternativos e Gestão de Patrimônio. O principal foco da empresa é realizar investimentos no setor Imobiliário (setor usualmente referido como *Real Estate*), por meio dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs). Além disso, a empresa também realiza investimentos por meio de Fundos de Investimento Multimercados (FIMs) e Fundos de Investimento em Participação (FIPs), além de realizar a gestão de carteiras administradas de alguns clientes. Para o presente trabalho, o escopo de análise se limitará ao universo dos Fundos de Investimento Imobiliários, principal veículo de investimento da empresa.

Dentre todos os ativos que podem compor o patrimônio de um FII, os principais alvos de investimento da empresa em questão são: (i) os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que são títulos de renda fixa com lastro em negócios do mercado imobiliário; e (ii) cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas de um FII.

No contexto da empresa, o autor trabalhou junto à equipe de Novos Negócios, cujas principais atividades são (i) prospectar novas oportunidades de negócio; (ii) analisar as oportunidades realizando as devidas diligências necessárias, tendo como parâmetro questões regulatórias, jurídicas, econômicas e financeiras; (iii) estruturar os parâmetros do negócio (e, em alguns casos, o plano de negócios do empreendimento) e elaborar uma proposta a ser acordada com os outros sócios do negócio, o que inclui, mas não se limita a: constituição de sociedades, contratos de prestação de serviço, opções de compra ou de venda, entre outros.

Os ativos que são objeto de análise da equipe de Novos Negócios são aqueles em que o Fundo irá investir por meio de participação societária. Isso significa que aqueles ativos que passarem por todas as etapas acima descritas irão compor o patrimônio do Fundo e, para isso, o Fundo deverá desembolsar valores para viabilizar o desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários, com a expectativa de um fluxo de caixa futuro e, consequentemente, de gerar retorno para seus cotistas.

1.2 Justificativa e Definição do Problema

Entre os empreendimentos presentes no escopo de investimentos da empresa, tanto por meio da aquisição de CRIs, quanto pela participação em cotas de sociedades, os que representam o maior foco são os de multipropriedade. Isso se deve pelos seguintes motivos:

- i. O mercado da multipropriedade no Brasil, apesar de incipiente, está em franca expansão, chegando a 109 empreendimentos em 2020, o que representou um aumento de 18% se comparado ao ano de 2019. Além disso, nos últimos 3 anos, o crescimento médio anual da oferta de empreendimentos do setor foi de 26% (CALFAT et al, 2020);
- ii. Empreendimentos de multipropriedade possuem a grande vantagem de suportar flutuações econômicas (POWANGA e POWANGA, 2008);
- iii. Os empreendimentos de multipropriedade possuem a expectativa de gerar altos retornos a seus sócios – dessa maneira, quando um fundo entra como sócio em um empreendimento do tipo, ele poderá capturar esses altos rendimentos, beneficiando, assim, seus cotistas (vale lembrar que o alto retorno vem acompanhado de um alto risco);
- iv. O fato desses empreendimentos possuírem uma alta expectativa de retorno e, também, de risco, está em linha com a estratégia do principal fundo de investimento da empresa, caracterizado como um fundo *high yield* (fundos que oferecem maior expectativa de retorno e possuem maior volatilidade); e
- v. A combinação do movimento de queda da taxa básica de juros da economia (Selic) que ocorre desde 2017 – que trouxe um aumento do número de investidores no mercado financeiro e na demanda por projetos devido à queda de taxas de financiamento – com um mercado de fundos imobiliários impactado negativamente devido às restrições impostas pela crise do coronavírus estabelece uma ótima oportunidade do fundo se diferenciar no mercado, principalmente por fornecer um ativo que suporta melhor as flutuações econômicas e entrega maiores retornos a seus acionistas.

Dado, portanto, que a multipropriedade é um setor com alta relevância para a empresa, representando grande parte de seus investimentos atuais e com a expectativa de maiores investimentos no futuro, a alta gerência endereçou ao time de Novos Negócios a intenção de desenvolver uma inteligência interna do setor, desenvolvendo um *know-how* de seu modelo de

negócio, assim como entender com maior profundidade os riscos inerentes ao desenvolvimento dos projetos. Isso permitirá que os gestores do fundo analisem com maior profundidade os empreendimentos que se apresentarem como oportunidade de investimento, além de possuírem a capacidade de identificar e mensurar os possíveis riscos de determinado projeto, assim como os principais fatores que podem influenciar na rentabilidade do empreendimento.

1.3 Objetivo

Dados o contexto e o problema, o objetivo do presente trabalho é identificar os principais fatores que podem afetar a rentabilidade e a necessidade total de investimento em um projeto de multipropriedade. Para isso, pretende-se: estudar e entender o mercado e o modelo de negócio da multipropriedade, diferenciando esse setor de outros setores mais tradicionais do mercado imobiliário; elaborar um modelo de avaliação financeira do projeto, identificando as principais premissas a serem utilizadas e estruturando os cálculos que deverão ser utilizados para projetar as receitas, as despesas, os custos e os investimentos do projeto; e analisar os resultados obtidos, utilizando como principais parâmetros a Taxa Interna de Retorno (TIR) e a exposição de caixa.

1.4 Objeto de Estudo

O objeto de estudo do trabalho será uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) de multipropriedade, a qual irá fazer parte do patrimônio do FII por meio de participação societária. A SPE representará o empreendimento a ser desenvolvido e, para o desenvolvimento do projeto, a SPE dependerá do aporte dos sócios para desembolsar os valores necessários previstos no Plano de Negócios do empreendimento.

Da mesma forma, todas as entradas de recursos (considerando um fluxo de caixa positivo do projeto) serão destinadas, em um primeiro momento, para o caixa da SPE. Posteriormente, esses recursos serão distribuídos para os sócios, respeitando a proporcionalidade da participação de cada um na Sociedade.

É importante salientar que os Fundos de Investimento Imobiliário só podem receber rendimentos provenientes de atividades exclusivamente imobiliárias, conforme a Instrução

CVM 472, de 2008. Dessa maneira, considerando que o escopo do trabalho considera um FII investindo em uma SPE, será considerado que as entradas de caixa da Sociedade aqui estudada também deverão ser provenientes exclusivamente de atividades imobiliárias, como é o caso da venda de frações de um empreendimento de multipropriedade.

1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho se iniciará com uma revisão de literatura, na qual serão revisados os seguintes temas: o conceito de modelo de negócios e um possível *framework* de análise; a economia compartilhada; o conceito de multipropriedade; fundos imobiliários; SPEs; o setor de Real Estate; e conceitos de engenharia econômica para avaliações de projeto, mais especificamente projetos imobiliários.

Após isso, será realizada uma análise do setor no qual se insere a multipropriedade. Para isso, será feito um breve panorama geral do mercado imobiliário, seguido por uma análise do mercado de segunda residência e, finalmente, do mercado de multipropriedade, especificamente.

O próximo capítulo tratará de analisar mais a fundo o modelo de negócios da multipropriedade. Aqui, será entendido o que de fato é o produto vendido, quais são as vantagens tanto para o comprador de uma multipropriedade quanto para o investidor de um empreendimento do tipo, além de se entender quem são os stakeholders envolvidos e o que difere esse tipo de imóvel para um imóvel tradicional de veraneio ou do aluguel de um quarto de hotel. Ainda, serão discutidas as vantagens de um fundo de investimento investir nesse tipo de empreendimento, além de se entender a relação da multipropriedade com o contexto de economia compartilhada. Para encerrar a seção, será estruturado um *Business Model Canvas* – *framework* bastante utilizado atualmente para estruturar um modelo de negócios de maneira eficiente.

A sessão seguinte será dedicada à construção de um modelo econômico-financeiro de um projeto de multipropriedade. Para isso, será estruturado um protótipo, com parâmetros que definirão as premissas gerais do empreendimento - o produto, os custos e despesas envolvidos, além dos investimentos e financiamentos necessários para sua execução. Com isso, será possível realizar a projeção adequada desse empreendimento para a posterior análise do fluxo de caixa do projeto, que servirá para analisar parâmetros de risco e retorno do projeto – a Taxa

Interna de Retorno e a exposição de caixa, por meio de uma análise de sensibilidade. Por fim, serão apresentados os resultados obtidos e será realizada uma discussão desses resultados.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A fim de sustentar o estudo e a análise do modelo de negócios da multipropriedade e analisar econômica e financeiramente um protótipo de um projeto do tipo, será realizada uma revisão da bibliografia disponível sobre os temas de interesse do trabalho, a saber:

- Seção 2.1: O conceito de Modelo de Negócios e o entendimento de um dos frameworks mais utilizados atualmente para a estruturação de novos negócios, proposto por Osterwalder – o *Business Model Canvas*;
- Seção 2.2: O conceito de economia compartilhada;
- Seção 2.3: O que é a Multipropriedade;
- Seção 2.4: Conceitos básicos sobre os Fundos Imobiliários, os tipos de fundos, em quais ativos investem e como obtém recursos;
- Seção 2.5: o que é uma SPE, objeto de estudo do presente trabalho;
- Seção 2.6: Conceitos básicos do setor de *Real Estate*; e
- Seção 2.7: Engenharia econômica e a análise de investimento de projetos, com foco na análise de projetos imobiliários, incluindo os principais indicadores que serão utilizados para posterior análise.

2.1 Modelo de negócios

2.1.1 Business Model Canvas

Segundo Osterwalder e Pigneur (2011, p. 14) “um Modelo de Negócios descreve a lógica de criação, entrega e captura de valor por parte de uma organização”. Considerando esses aspectos, a descrição e discussão de um Modelo de Negócios deve ser sempre simples, facilitada e intuitiva, tomando-se o devido cuidado para que a compreensão da complexidade de uma empresa não seja afetada.

Buscando essa esquematização simplificada e completa de um Modelo de Negócios, na qual se buscará explicitar os mecanismos os quais permitem e explicam o funcionamento de uma organização, Osterwalder e Pigneur (2011) propõem o levantamento de 9 componentes básicos que, em última análise, buscam explicitar a maneira como uma empresa busca gerar seu valor. Tais componentes são:

- i. **Segmento de Clientes:** estabelece o grupo (ou grupos) de pessoas que possuem necessidades e comportamentos em comum e que a empresa buscará atingir e servir. Isso permite que, ao definir claramente qual o público que deseja ter como alvo, a empresa defina com maior acurácia as características daquele cliente específico e, assim, customize sua entrega de valor. Alguns exemplos de Segmento de Clientes para o caso em estudo são:

- Mercado de Massa;
- Nicho de Mercado;
- Segmentado;
- Diversificada; e
- Plataforma Multilateral.

Os principais aspectos que diferenciam esses segmentos e exigem diferentes enfoques são: necessidades; canais; tipos de relacionamentos; lucratividade; e disposição de desembolso dependendo da oferta.

- ii. **Proposta de Valor:** representa o conjunto de produtos e serviços necessário para se criar valor ao cliente tido como alvo. O ato de “criar valor”, nesse sentido, pode ser traduzido como “resolver um problema” ou “satisfazer uma necessidade”. Exemplos de valor que pode ser entregue a um cliente são: novidade; desempenho; personalização; design; status; preço; redução de custos; redução de riscos; acessibilidade; entre outros.
- iii. **Canais:** para uma empresa alcançar e se comunicar com um Segmento de Clientes específico, e, assim, entregar seu valor, ela deverá usar um Canal. Em outras palavras, o Canal será o meio que permitirá que a empresa entre em contato e estabeleça uma troca de informações com seus clientes, servindo a diversas funções para a empresa. Osterwalder e Pigneur (2011) identificam 5 fases distintas para os canais, além de distinguir entre Canais diretos e indiretos, assim como Canais particulares e Canais em parceria, como pode ser visto na Figura 1.

Figura 1 – Tipos e fases do Canal

	Tipos de Canais		Fases do Canal				
Particulares	Direto	Equipes de Venda	1. Conhecimento Como aumentamos o conhecimento sobre nossos produtos e serviços?	2. Avaliação Como ajudamos os clientes a avaliarem a Proposta de Valor de nossa organização?	3. Compra Como permitimos aos clientes comprar produtos e serviços específicos?	4. Entrega Como entregamos uma Proposta de Valor aos clientes?	5. Pós-venda Como fornecemos apoio pós-venda aos clientes?
		Vendas na Web					
Parceiros	Indiretos	Lojas Própria					
		Lojas Parceiras					
		Atacado					

Fonte: Adaptado de Osterwalder e Pigneur (2011)

iv. Relacionamento com Clientes: esse componente descreve a maneira como a empresa estabelece sua relação com um Segmento de Clientes em particular. É importante destacar que a experiência que um cliente vivencia com determinada empresa pode estar fortemente ligada com o Relacionamento com Clientes por ela adotada. As seguintes motivações podem guiar a relação com o cliente:

- Conquista do cliente;
- Retenção do cliente; e
- Ampliação das vendas.

Alguns exemplos de categorias de Relacionamentos que podem ser adotadas por uma companhia, e que podem coexistir são: assistência pessoal; assistência pessoal dedicada; self-service; serviços automatizados; comunidades; e cocriação.

v. Fontes de Receita: representa o dinheiro advindo da entrega de valor a cada Segmento de Clientes. Existem dois tipos diferentes de Fontes de Receita:

- Fluxos de entrada resultantes de um único pagamento; e
- Renda recorrente, resultante do pagamento constante, que pode incluir um suporte pós-compra.

Exemplos bastante comuns de obtenção de Fontes de Receita são: venda de recursos; taxa de uso; taxa de assinatura; empréstimos ou aluguéis; licenciamento; taxa de corretagem; e anúncio.

As Fontes de Receita podem ser geradas por meio de diferentes mecanismos de precificação, que poderão impactar de maneira relevante na receita gerada. Osterwalder e Pigneur (2011) destacam dois deles: preço fixo e dinâmico. A definição desses dois mecanismos pode ser vista no Quadro 1.

Quadro 1 – Os mecanismos de Precificação Fixa e Precificação Dinâmica

Mecanismos de Precificação			
Precificação Fixa Preços predefinidos baseados em variáveis estáticas		Precificação Dinâmica Preços mudam com base nas condições do mercado	
<i>Preço de Lista</i>	Preços fixos para produtos, serviços ou outras Propostas de Valores individuais	<i>Negociação (barganha)</i>	Preço negociado entre dois ou mais parceiros, depende do poder e/ou das habilidades de negociação
<i>Dependente da característica do produto</i>	O preço depende do número ou da qualidade das características da Proposta de Valor	<i>Gerenciamento de Produção</i>	O preço depende do inventário e do momento da compra (normalmente utilizado para recursos esgotáveis, como quartos de hotel ou assentos de linhas aéreas)
<i>Dependente dos Segmentos de Clientes</i>	O preço depende do tipo de todas as características dos Segmentos de Clientes	<i>Mercado em tempo real</i>	O preço é estabelecido dinamicamente, com base na oferta e na demanda
<i>Dependente de volume</i>	O preço fica em função da quantidade comprada	<i>Leilões</i>	Preço determinado pelo resultado de um leilão competitivo

Fonte: Adaptado de Osterwalder e Pigneur (2011)

vi. Recursos Principais: para que uma empresa possa criar e oferecer sua Proposta de Valor a seus clientes, ela precisa que seu Modelo de Negócios estabeleça quais serão seus Recursos Principais. Esses recursos permitirão que a organização alcance mercados e mantenha relacionamentos com os Segmentos de Clientes, por fim obtendo suas Fontes de Receita. As principais categorias de Recursos são as que seguem:

- Físico;
- Intelectual;
- Humano; e
- Financeiro.

vii. Atividades-Chave: Para que o Modelo de Negócios da empresa opere com sucesso é necessário que se exerça uma lista de Atividades-Chave. Em conjunto com os Recursos Principais, permite que a Proposta de Valor seja criada e oferecida a seus clientes, assim como permite que os outros componentes do Modelo de Negócio funcionem. Podemos, então, identificar três categorias de Atividades-Chave, sejam elas:

- Produção;
- Resolução de Problemas; e

- Plataforma/rede.

viii. Parcerias Principais: Diz respeito às alianças que a empresa precisa estabelecer com fornecedores e parceiros para viabilizar seu Modelo de Negócios. Essas parcerias podem ter as seguintes motivações:

- Otimizar o Modelo e adquirir economia de escala;
- Reduzir riscos e incertezas; e
- Adquirir recursos e atividades particulares.

Entre as Parcerias, pode-se destacar quatro categorias: alianças estratégicas entre não competidores; coopetição (parcerias estratégicas entre concorrentes); joint ventures; e relação comprador-fornecedor.

ix. Estrutura de Custo: incluem os custos mais relevantes exigidos para a operacionalização do Modelo, necessários para a criação e oferecimento de valor, manter relacionamentos etc. Pode-se dividir essa Estrutura de Custos em duas grandes classes, sejam elas:

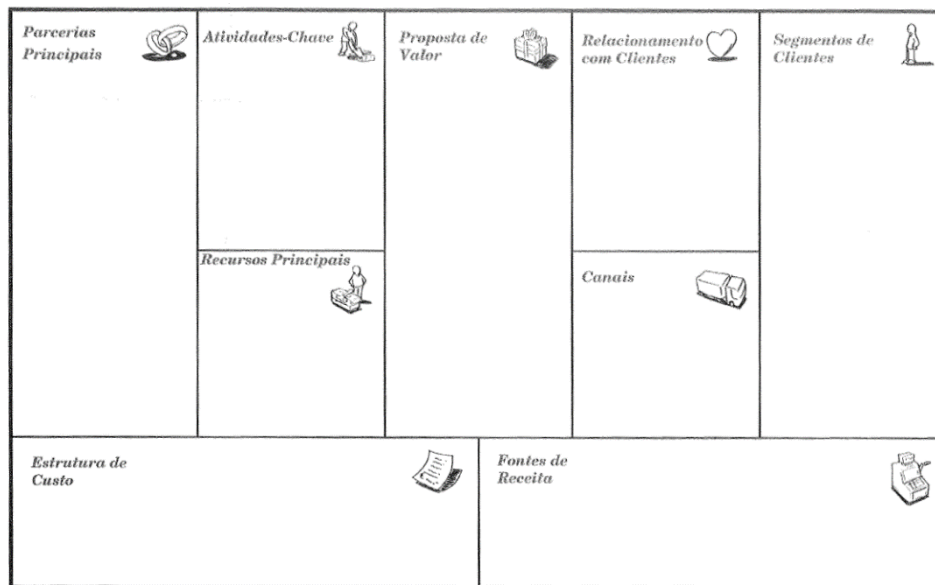
- Direcionadas pelo Custo; e
- Direcionadas pelo Valor.

Além disso, podemos identificar em qualquer Estrutura de Custos adotada os seguintes componentes e características: custos fixos; custos variáveis; economias de escala; e economias de escopo.

2.1.2 O quadro do Modelo de Negócios

Dados os 9 componentes que compõem o entendimento do Modelo de Negócios, Osterwalder e Pigneur (2011) oferecem um quadro, comumente referenciado como *Canvas*, para que seja possível a visualização intuitiva e completa desses 9 elementos, além de facilitar sua manipulação. A figura 2 ilustra esse quadro.

Figura 2 – Ilustração do Quadro do Modelo de Negócios proposto por Osterwalder



Fonte: Osterwalder e Pigneur (2011)

2.2 Economia Compartilhada

O modelo da economia compartilhada tem aparecido em diversos setores da economia, e seus princípios fazem parte dos novos modelos de negócio que estão surgindo com o aparecimento de diversas *start ups* de sucesso, principalmente devido ao aprimoramento das tecnologias digitais, sobretudo com a popularização do uso de aplicativos. Podemos citar, como exemplos de novas empresas que representam o modelo de economia do compartilhamento: Airbnb, Uber, Localiza, Movida e Housi.

O *timeshare* e a multipropriedade são frequentemente associados à economia compartilhada, e essa associação será discutida mais à frente no trabalho. Neste momento, serão expostos seus conceitos fundamentais, ainda que a literatura existente seja bastante difusa.

Segundo Bardhi e Eckardht (2012), a economia compartilhada permitiu que consumidores passassem a ter acesso a produtos e a pagar pela experiência de tê-los temporariamente, sem a necessidade de adquiri-los. Dessa maneira, o compartilhamento de bens individuais ociosos se popularizou nos últimos anos (CHOI et al., 2014). Além disso, a economia compartilhada é vista como uma importante etapa em direção à sustentabilidade (RITTER e SCHANZ, 2018). Segundo Ferrell et al. (2017), o termo “economia compartilhada” se traduz em um modelo econômico que permite o acesso a recursos subutilizados. Nesse sentido, o argumento que

favorece a tese de sustentabilidade da economia compartilhada é de que ela propicia uma melhor utilização de recursos. Um exemplo bastante típico que ilustra esse ponto é a utilização de carros, que em 95% do tempo estão ociosos, sendo que a possibilidade de acesso por usuários que não são donos desses carros reduziria de maneira significativa o número de veículos necessários (FRENKEN e SCHOR, 2017).

Alguns autores também ressaltam o lado social da economia compartilhada, se for levado em consideração o fato de que permite acesso mais barato a serviços diversos (Hira e Reilly, 2017).

2.3 A Multipropriedade

Essa seção servirá para entender o que é a multipropriedade, suas origens e suas particularidades. Uma discussão mais aprofundada de seu modelo de negócios será realizada mais à frente do trabalho, assim como suas principais vantagens, os principais riscos que o projeto pode trazer, o setor e suas perspectivas, além de outros aspectos relevantes que devem ser considerados pelo investidor do empreendimento.

Segundo o Manual de Melhores Práticas para Multipropriedades Turísticas – relatório produzido em 2019 pelo Secovi-SP – o conceito da multipropriedade imobiliária é praticado no Brasil há mais de 40 anos. Contudo, essa prática só começou a ganhar tração no mercado nos últimos anos, principalmente devido às mudanças socioeconômicas ocorridas no Brasil, onde pôde ser observada a entrada de 100 milhões de novos consumidores das classes A, B e C que fazem turismo, além do aumento da taxa de câmbio, que força o brasileiro a buscar oportunidades de turismo em território doméstico (SECOVI-SP, 2019).

Todavia, o marco para o início do crescimento e consolidação desse mercado teve início apenas em 2018, quando foi instituída a lei nº 13.777, de 20 de dezembro de 2018, que trouxe a segurança jurídica que o setor precisava e que permitiu o início do processo de disseminação desse tipo de empreendimento nas diversas localidades do Brasil (SECOVI-SP, 2019). Na lei, é definido que a multipropriedade é “o regime de condomínio em que cada um dos proprietários de um mesmo imóvel é titular de uma fração de tempo, à qual corresponde a faculdade de uso e gozo, com exclusividade, da totalidade do imóvel, a ser exercida pelos proprietários de forma alternada”. A lei ainda define que a duração mínima para essa fração de tempo será de 7 dias,

seguidos ou intercalados, que serão desfrutados pelo proprietário a cada ano, e cuja periodicidade poderá ocorrer de três maneiras:

- i. **Fixa e determinada**, ou seja, todo ano o proprietário irá utilizar o imóvel no mesmo período pré-estabelecido;
- ii. **Flutuante**, ou seja, a definição do período de usufruto para cada ano será realizada de maneira periódica; ou
- iii. **Misto**, na qual serão combinados os sistemas fixo e flutuante.

Também, é estabelecida a possibilidade de aquisição de frações maiores que a mínima (sete dias), contanto que todos os multiproprietários tenham pelo menos a possibilidade de adquirir a fração mínima.

A lei nº 13.777 ainda define, por meio de seu artigo 1.358-I, que a multipropriedade deverá ser registrada em cartório de registro de imóveis, no qual deverá constar a duração daquela fração de tempo adquirida.

Por fim, vale destacar que o proprietário possui os direitos de:

- i. Ceder sua fração por meio de locação ou comodato; e
- ii. Alienar sua fração de tempo, a título oneroso ou gratuito.

Em linhas gerais, o modelo se propõe a dividir a propriedade de um imóvel, casa ou apartamento, em frações de tempos, por meio da criação de um condomínio especial (SECOVI-SP, 2019).

Nos Estados Unidos, onde os modelos de *fractional* e *timesharing* são praticados, esse conceito não é nada novo e já é bastante difundido. Porém, a multipropriedade praticada no Brasil possui algumas particularidades que a diferencia do modelo americano e de outros modelos praticados no mundo. Existe, atualmente, bastante confusão acerca dos conceitos de multipropriedade e *timesharing*, sendo eles, muitas vezes, tratados erroneamente como sinônimos. É importante, portanto, destacar suas diferenças.

A prática do *timeshare*, que se insere no arcabouço da lei 11.771, de 17 de setembro de 2008, é reconhecida como prestação de serviço de hospedagem. Nesse modelo, um hóspede adquire, por meio de uma compra antecipada, o direito de hospedar-se em um empreendimento por certo período, a partir de pontos ou número de diárias, a um preço mais baixo comparado com o que é praticado no mercado. Ainda, a formatação do *timeshare* é definida por uma relação obrigacional, ou seja, é suportado por um sistema de pontos atrelado a um contrato entre partes

(SECOVI-SP, 2019). Desse modo, diferente do que acontece na multipropriedade, o hóspede não adquire um direito real da propriedade imobiliário. Além disso, a taxa de manutenção que o cliente do *timeshare* deverá pagar será fixo, com reajustes pré-definidos em contrato. No caso da multipropriedade o cliente pagará taxas condominiais estabelecidas conforme Convenção de condomínio, além de taxas de manutenção, caso existam. O Quadro 2 mostra uma comparação entre o *timeshare* e a multipropriedade.

Quadro 2 – Comparação entre os modelos de *timeshare* e multipropriedade

	TIMESHARE	MULTIPROPRIEDADE
LEI VIGENTE	Art. 23,§2º da Lei Federal 11.771/2008 (Lei Geral do Turismo)	Lei Federal 13.777/2018
INTERCAMBIADORA / CLUBES DE BENEFÍCIOS	Possibilidade de uso ¹	Possibilidade de uso
SERVIÇOS HOTELEIROS	Aproveita a estrutura de serviços hoteleiros já existentes	Aproveita a estrutura de serviços hoteleiros já existentes ou possui serviços próprios ²
PROPRIEDADES	De regra direito obrigacional	Direito Real de Propriedade Imobiliária, escriturada e registrada
TAXA DE MANUTENÇÃO / CONDOMÍNIO	Fixa com reajuste pré-definido em contrato	Despesas condominiais, conforme Convenção de condomínio, e taxa de manutenção (se houver) rateadas entre os proprietários

Fonte: Secovi-SP (2019)

Pode-se observar, portanto, que a principal diferença entre os dois conceitos diz respeito à regulamentação e ao direito real de propriedade, presente apenas no caso da multipropriedade, onde o imóvel é escriturado e registrado em cartório.

2.4 Fundos de investimentos imobiliários

Por se tratar do veículo pelo qual se realiza o investimento no empreendimento que será foco do presente trabalho – a multipropriedade – é importante que se entenda o que é o Fundo de Investimento Imobiliário, quais são suas particularidades, suas vantagens, como é

regularizado, e o porquê é atrativo para os investidores e faz parte da estratégia utilizada pela empresa na qual o estágio foi realizado.

A constituição desse veículo de investimento conhecido com Fundo de Investimento imobiliário – e popularmente referenciado com “FII” – se deu a partir da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. A Lei caracteriza esse tipo de fundo como uma comunhão de recursos que serão destinados para a aplicação de empreendimentos imobiliários. Além do fato de seu objeto de investimento ser exclusivamente empreendimentos imobiliários, um FII poderá ter prazo determinado ou indeterminado e, ainda, deverá ser constituído sob forma de condomínio fechado, ou seja, o cotista do fundo não poderá resgatar suas cotas, devendo ele aplicá-las no mercado secundário – representado pela Bolsa de Valores brasileira (B3).

O órgão responsável pela autorização, disciplina, e por fiscalizar a constituição, funcionamento e administração dos FIIs será a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A gestão desses fundos de investimento será de responsabilidade de uma instituição administradora, autorizada pela CVM. Essa administradora deverá ser, necessariamente, um:

(...) banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas. (Brasil, 1993).

A Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, realiza algumas alterações na legislação dos FIIs, sobretudo no que diz respeito à tributação desses fundos. Os principais pontos adicionados são:

- I. Fundo deverá distribuir a seus cotistas pelo menos 95% por cento de seus lucros auferidos, a serem apurados pelo regime de caixa
- II. A distribuição dos rendimentos apurados pelos Fundos de Investimento Imobiliário será retida na fonte, à uma alíquota de 20%
- III. A alíquota de 20% também incidirá nos ganhos obtidos nas operações de venda dessas cotas no mercado por parte do cotista

Todavia, pela Lei 11.196 de novembro de 2006, as distribuições de rendimento de FIIs que possuam, no mínimo, 50 quotistas, estarão isentas de imposto de renda, isenção essa não aplicável aos cotistas que possuírem, pelo menos, 10% do total das cotas dos fundos. Essa

isenção de imposto de renda é um dos principais fatores que tornam os Fundos de Investimento Imobiliários muito atrativos no Brasil.

Podemos incluir, também, como fator que impulsiona o mercado dos Fundos Imobiliários, o fato de que grande parte dos FIIs são negociados na Bolsa (B3). Esse fator traz uma grande redução em um eventual risco de liquidez, caracterizado por uma situação em que a demanda por cotas no mercado pode eventualmente ser muito baixa, forçando o cotista a reduzir bastante o preço para se desfazer de sua posição. Além disso, a negociação em Bolsa traz bastante agilidade e transparência para as transações.

Ainda, considerando que o ativo alvo de um FII – o empreendimento imobiliário – muitas vezes se configura como de baixa liquidez (por se tratar de um imóvel), a impossibilidade do cotista de resgatar suas cotas – e, nesse caso, forçando o fundo a se desfazer de seus ativos – traz muito mais segurança para ambiente de negociação (tanto fundo como cotistas).

Por fim, a regulação dos FIIs é realizada pelas instruções CVM 472/2008 e 516/2011. Vale destacar que a instrução 472, por meio de seu artigo 45, permitiu que o investimento permitido por um FII não fosse limitado apenas à aquisição de imóveis, incluindo, também, ativos lastreados em imóveis, como segue:

Ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII. (CVM, 2019)

Essa inclusão regulatória ampliou o universo de investimentos que o fundo pode fazer e contribuiu para a popularização desse veículo de investimento.

2.4.1 Tipos de Fundos de Investimentos Imobiliários

De acordo com as Regras e Procedimentos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) do Código de Administração de Recursos de

Terceiros (2019), os Fundos de Investimento Imobiliário devem respeitar a seguinte classificação, quanto ao mandato:

- I. **FII de Desenvolvimento para Renda:** aquele fundo que possua pelo menos 2/3 de seu patrimônio líquido direcionado ao investimento em desenvolvimento de empreendimentos que estejam em fase de projeto/construção, com o objetivo de gerar renda a partir da locação ou arrendamento;
- II. **FII de Desenvolvimento para Venda:** aquele fundo que possua pelo menos 2/3 de seu patrimônio líquido direcionado ao investimento em desenvolvimento de empreendimentos que estejam em fase de projeto/construção, com o objetivo de gerar renda a partir da alienação futura a terceiros;
- III. **FII de Renda:** aquele fundo que possua pelo menos 2/3 de seu patrimônio líquido direcionado ao investimento em empreendimentos já construídos, com o objetivo de gerar renda a partir da locação ou arrendamento;
- IV. **FII de Títulos e Valores Mobiliários:** aquele fundo que possua pelo menos 2/3 de seu patrimônio líquido direcionado ao investimento em:
 - a. Ações;
 - b. Cotas de sociedades;
 - c. FIP e FIDCs (cujas políticas de investimento estejam em linha com as atividades permitidas dentro de um FII);
 - d. Cotas de outros FIIs;
 - e. Fundos de Investimento em ações setoriais;
 - f. Certificado de Potencial Adicional de Construção (“CEPAC”);
 - g. Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”);
 - h. Letras Hipotecárias (“LH”);
 - i. Letra de Crédito Imobiliário (“LCI”); e
- V. **FII Híbrido:** Aquela fundo que não observe nenhuma das concentrações estabelecida nas classificações dadas acima.

O mesmo documento, ainda, classifica os FIIs quanto aos tipos de Gestão:

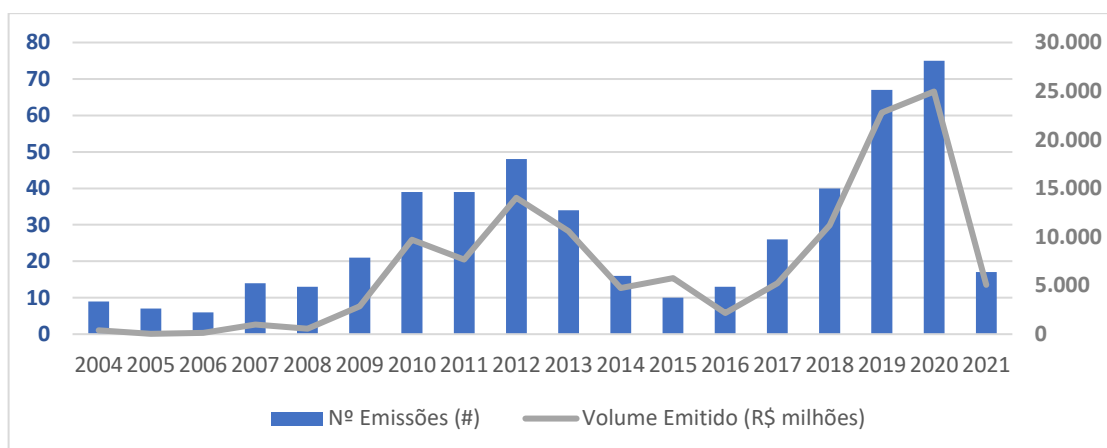
- I. **Gestão Passiva:** Podem acompanhar um benchmark específico do setor ou especificam em seus regulamentos quais são os imóveis que comprarão sua carteira de investimentos;
e
- II. **Gestão Ativa.**

As subcategorias que os FIIs podem ser enquadrados são nomeadas de acordo com o tipo de imóvel ou empreendimento em que investem (pelo menos 2/3 do PL do fundo), e são as que seguem:

- I. Agências;
- II. Educacional;
- III. Híbrido;
- IV. Hospital;
- V. Hotel;
- VI. Lajes Corporativas;
- VII. Logística;
- VIII. Residencial;
- IX. Shoppings;
- X. Títulos e Valores Mobiliários; e
- XI. Outros.

2.4.2 O mercado de FIIs

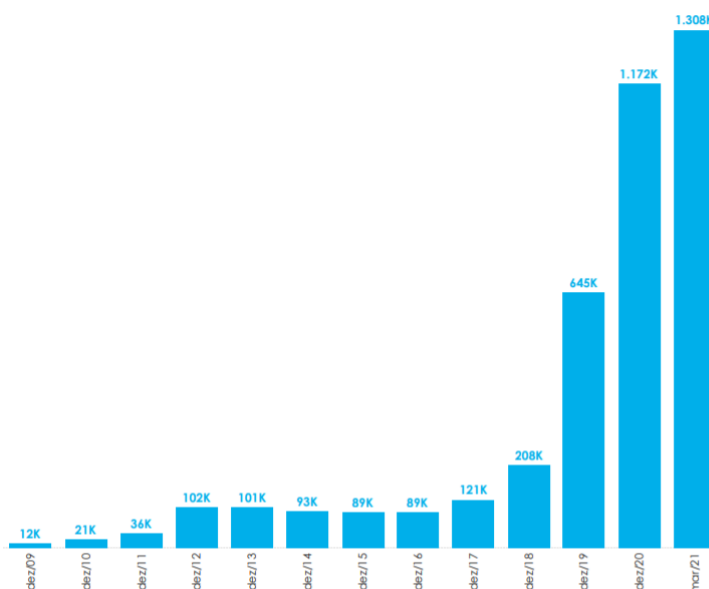
O mercado doméstico de Fundos Imobiliários vem apresentando um crescimento bastante expressivo nos últimos anos. A Figura 3 evidencia isso demonstrando o aumento no número de distribuições públicas (processo de emissão de novas cotas no mercado) de FIIs, tendência observada após a recessão sofrida pelo país entre os anos de 2014 e 2016. Em 2020 foram registradas mais de 70 novas emissões, o que representou um valor próximo de R\$ 25 milhões, ou seja, um aumento de aproximadamente 12 vezes se comparado a 2016 (cuja emissão no período foi de R\$ 2 milhões).

Figura 3 – Série histórica das distribuições públicas de FIIs¹

Fonte: CVM (2021). Gráfico Elaborado pelo autor.

Esse aumento no número de emissões veio acompanhado de um aumento no número de investidores de FIIs na bolsa, que puderam absorver essa oferta. A Figura 4 evidencia esse crescimento, na qual podemos observar que, desde 2009, o número de investidores foi de 12 mil para mais de 1 milhão.

Figura 4 – Evolução anual do número de investidores de FIIs na bolsa (mil)



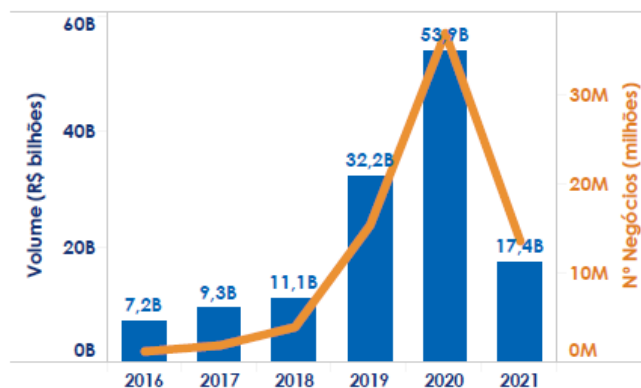
Fonte: B3 (2021)

O aquecimento no setor também permitiu que o mercado oferecesse maior liquidez para a compra e venda de cotas – o que, portanto, diminui bastante o risco para o investidor e torna o investimento mais atrativo. Na Figura 5 podemos observar o desempenho desse mercado a

¹ Dados obtidos até março de 2021

partir de 2016, quantificado aqui pelo volume negociado na bolsa anualmente. Esse volume passou de R\$ 7,2 bilhões em 2016 para R\$ 53,9 bilhões em 2020 – ou seja, um aumento de 649% no período.

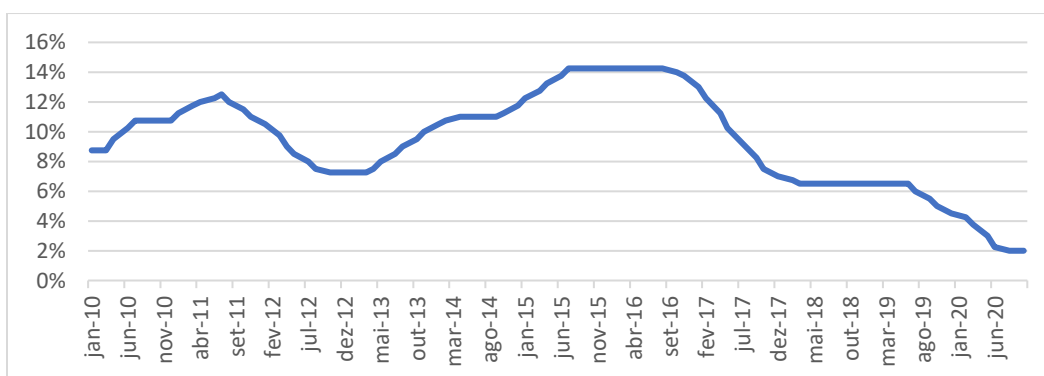
Figura 5 – Evolução anual do volume total de FIIs negociado na Bolsa (em R\$ bi)



Fonte: B3 (2021)

Além disso, pode-se observar que o crescimento do mercado dos Fundos Imobiliários acompanha, também, de maneira inversa, a redução na taxa básica de juros do país – que torna os investimentos mais tradicionais em renda fixa atreladas à essa taxa menos atrativa, além de tornar o financiamento imobiliário mais barato, estimulando assim a demanda por imóveis e, portanto, aquecendo o mercado imobiliário. A Figura 6 mostra a evolução da taxa Selic, desde 2010, demonstrando essa diminuição a partir do ano de 2016, chegando à taxa mínima histórica de 2% em 2020

Figura 6 – Histórico da taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil (2021)

2.5 Sociedades de Propósito Específico

Segundo o Sebrae (2020), a Sociedade de Propósito Específico (SPE), cuja fundamentação legal é a Lei Complementar 128/2008, é estabelecida quando uma empresa, limitada ou sociedade anônima, é constituída com um objetivo específico, sendo caracterizada por uma atividade restrita, podendo, em alguns casos, ter seu prazo de existência determinado. A SPE é bastante utilizada como uma forma de compartilhar o risco financeiro de uma atividade a ser desempenhada, por meio de um empreendimento coletivo. Se tratam, dessa maneira, da modalidade de *joint venture*.

Ainda, as SPEs são comumente utilizadas: (i) para o desenvolvimento de grandes projetos de engenharia (que podem contar com a participação do Estado); (ii) nas construções de usinas hidroelétricas ou redes de transmissão; e (iii) nos projetos de Parceria Público-Privada (PPP). Podemos, também, incluir o fato de que a SPE possui personalidade jurídica, tendo, assim, escrituração contábil própria, além das demais características comuns a empresas limitadas ou S/A (SEBRAE, 2020)

2.6 O setor de *Real Estate*

A palavra “*Real Estate*” não possui uma tradução literal para o português, mas podemos identificá-lo como “bem imóvel” ou “bem tangível”. Na prática, seu significado é equivalente ao que entendemos no Brasil como “mercado imobiliário”. Como o objeto de estudo do presente trabalho – um empreendimento de multipropriedade – está inserido no universo do *Real Estate*, será importante entender os principais conceitos e as principais dinâmicas desse mercado para que o trabalho esteja mais bem contextualizado e orientado, levando em consideração as particularidades desse setor.

Para tal, será utilizado como referência o texto técnico “Análise de Investimentos: Princípios e Técnicas para Empreendimentos do Setor da Construção Civil”, de João da Rocha Lima Junior, cujo capítulo 3 apresenta os três tipos de empreendimentos do setor e suas particularidades, quais sejam: (i) Serviços de Construção por Empreitada; (ii) Produção de Unidades para Venda; e (iii) Empreendimentos de Base Imobiliária. Os tipos (ii) e (iii) serão descritos a seguir.

2.6.1 Produção de Unidades Para Venda

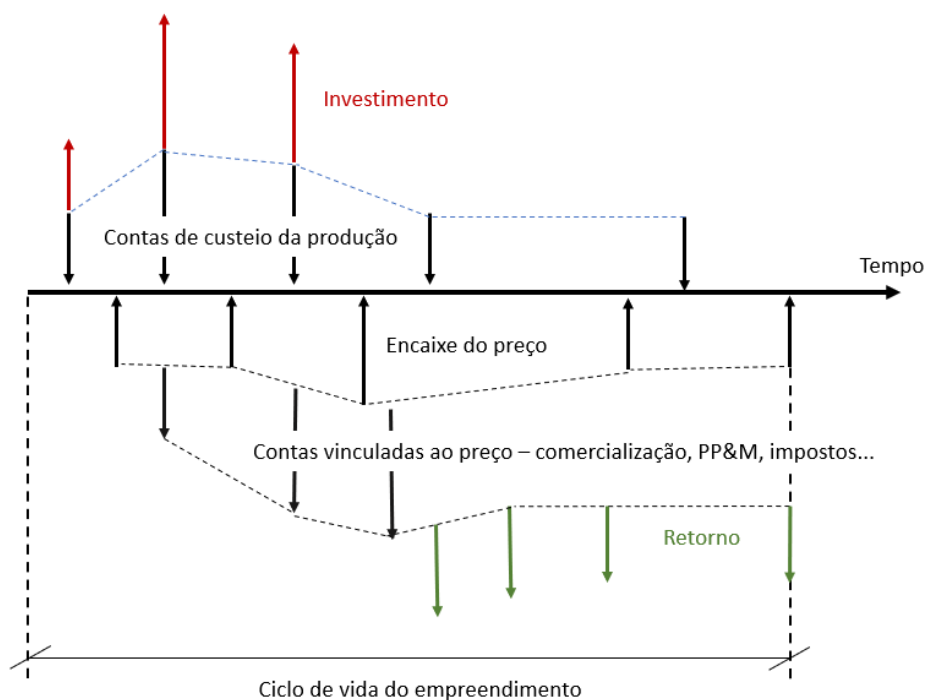
Também chamados simplesmente de “empreendimentos imobiliários”, esses empreendimentos consistem em, como o próprio nome já diz, produzir unidades para a posterior venda. Exemplos de tipos de imóveis usualmente transacionados nesses empreendimentos são: residenciais, escritórios, lojas, lotes e imóveis para uso industrial (ROCHA LIMA JR., 1993).

Rocha Lima Jr. (1993) define que, para esses tipos de projetos, o investimento, ou seja, o desembolso de caixa, será realizado para necessidades pré-operacionais (usualmente custos com projetos e aprovações legais) e em investimentos de base. O período em que será realizado esse desembolso compreenderá a fase de produção até que se alcance uma velocidade de vendas que supere o custeio de produção, momento esse em que o empreendimento passará a oferecer retorno aos investidores. Ainda, esse tipo de investimento apresenta dois lastros que servirão para proteger o investidor: (i) o próprio estoque de imóveis, para os produtos ainda não comercializados; e (ii) para os produtos já comercializados, o lastro serão as contas a receber – ou seja, o fluxo de recebíveis oriundos da venda parcelada do imóvel.

Assim, podemos inferir que, dado que um projeto de multipropriedade se trata, em sua essência, de uma venda de frações de imóveis voltados para o uso residencial, ele, portanto, se enquadra nesse tipo de empreendimento.

A Figura 7 mostra a estrutura de fluxo de caixa de projetos desse tipo, onde podemos observar que, durante o ciclo de vida do empreendimento, o custeio da produção ocorre de maneira concomitante às despesas gerais (comercialização, impostos etc.) e aos encaixes de preço – representados pelas entradas de caixa oriunda das vendas das unidades.

Figura 7 – Fluxo de caixa representativo de empreendimentos imobiliários



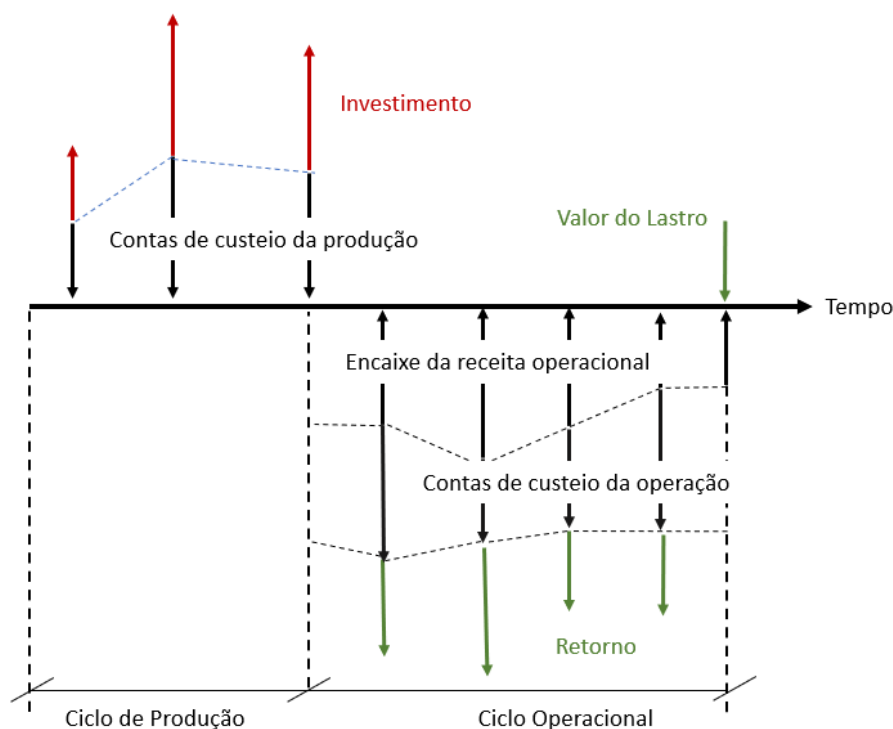
Fonte: Adaptado de Rocha Lima Jr. (1993)

2.6.2 Empreendimentos de base imobiliária

Os empreendimentos de base imobiliária (EBI), por sua vez, tratam de imóveis adquiridos para locação. Exemplos usuais são os shopping centers, lajes corporativas, hotéis e galpões logísticos. O retorno financeiro desse tipo de empreendimento será oriundo do aluguel recebido a partir do uso desse imóvel – em geral utilizado como local para o desempenho de alguma atividade econômica – por uma empresa terceira. Nesse sentido, o lucro do locador virá, portanto, da diferença entre os preços cobrados pelo uso dessa edificação e dos custos da operação (ROCHA LIMA JR., 1993).

A Figura 8 representa o fluxo de caixa típico dessas operações, na qual podemos observar um ciclo de produção – no qual serão realizados os investimentos – e um ciclo operacional – no qual serão observados os encaixes de receita e os custos de operação, e cuja diferença resultará no retorno do investimento.

Figura 8 – Fluxo de caixa típico de EBIs



Fonte: Adaptado de Rocha Lima Jr. (1993)

2.7 Engenharia econômica

Para se avaliar a qualidade de um empreendimento de multipropriedade e seu potencial de retorno para o investidor (entendido aqui como o fundo de investimento imobiliário), será necessário entender como que se constrói o fluxo de caixa do projeto, observando quais são as movimentações financeiras necessárias para viabilizar o desenvolvimento do empreendimento e a captura de valor exercida pelo empreendedor.

Para tal, como a multipropriedade está inserida no universo dos empreendimentos imobiliários, será utilizado como texto de referência o Boletim Técnico elaborado por João da Rocha Lima Jr., intitulado “O Conceito de Taxa de Retorno”. No texto, Rocha Lima incorpora diversos conceitos da engenharia econômica para aplicá-los de maneira específica à projetos imobiliários – tanto para os empreendimentos imobiliários voltados à venda quando os empreendimentos de base imobiliária (voltados à exploração do imóvel).

Além do entendimento acerca da construção do fluxo de caixa de um projeto, é importante que se utilize indicadores para permitir a avaliação da qualidade do investimento e, assim, alinhar as expectativas de retorno com a tolerância de risco que o investidor está disposto a tomar. Para isso, será estudada a Taxa Interna de Retorno (TIR), indicador bastante utilizado pelo mercado para avaliar investimento em projetos e, também, explorada no texto de Rocha Lima.

2.7.1 Elaboração do Fluxo de Caixa de Projetos Imobiliários

Segundo Rocha Lima Jr. (1996), antes da extração da medida da taxa de retorno, deve-se simular o desempenho do empreendimento, por meio de um modelo simulador, no qual serão observadas as seguintes duas partes:

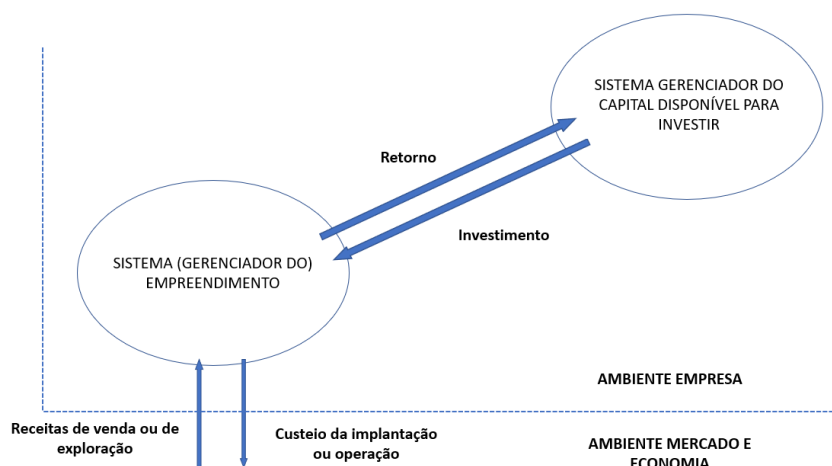
- I. A imobilização do empreendimento por meio das transações financeiras (aportes) realizadas pelo empreendedor/investidor, na qual ele perde seu poder de compra, compondo o fluxo dos investimentos; e
- II. A obtenção de recursos líquidos por parte do empreendedor, oriundos da exploração do empreendimento ou venda de seus ativos, compondo o fluxo de retorno.

Ainda, de acordo com Rocha Lima Jr. (1996), dois aspectos fundamentais devem ser considerados para garantir a qualidade de um processo de simulação, sejam quais:

- I. A qualidade intrínseca do modelo, no qual a manipulação das informações é simplificada na medida exata, e cuja especulação tenha certo grau de segurança; e
- II. Possibilidade de obter um cenário esperado – que irá representar as transações que ocorrerão na simulação – com determinado grau de probabilidade de ocorrência.

Para facilitar o entendimento das movimentações financeiras ocorridas no ciclo de vida do empreendimento, que será representado no fluxo de caixa a ser construído, Rocha Lima Jr. (1996) elaborou um esquema que mostra o funcionamento do “sistema gerenciador”, que inclui as interações existentes entre: (i) o empreendimento e o investidor – que estão inseridos no ambiente “Empresa”, e (ii) o empreendimento e o mercado, representando as interações do ambiente “Empresa” com o ambiente “Mercado”. Esse esquema pode ser visto na Figura 9.

Figura 9 – Interações entre investidor, empreendimento e mercado



Fonte: Adaptado de Rocha Lima Jr. (1996)

O modelo de fluxo de caixa irá simular o funcionamento do sistema gerenciador do empreendimento que, conforme mostrado na Figura 9, terá como vetores: (i) o custeio necessário para a implantação ou operação; (ii) as receitas de venda ou exploração; (iii) os investimentos; e (iv) os retornos.

Para entender os dois últimos vetores acima evidenciados, Rocha Lima Jr. (1996) explica que, em momentos em que as receitas obtidas não são suficientes para cobrir os custos do projeto (ou, ainda, quando não há qualquer fluxo de receita), o “sistema gerenciador do capital” deverá transferir recursos a ele, configurando, assim, um “investimento”. Da mesma forma, em situações opostas, na qual a receita supera a necessidade de custeio, esse “excesso” irá configurar um recurso sem função dentro do sistema, sendo ele destinado ao “sistema gerenciador”, configurando, assim, um “retorno”.

Assim, para a construção do fluxo de caixa esperado, deve-se elaborar um cenário esperado de comportamento relativo às contas de receitas e custeio, presentes no sistema do empreendimento. O Quadro 3 a seguir mostra essas contas que estarão presentes no fluxo.

Quadro 3 – Representação das contas presentes no fluxo de caixa do Sistema Gerenciador

PERÍODO	CONTAS DE CUSTEIO	RECEITAS	MOVIMENTO NO PERÍODO	FLUXO DE CAIXA
0	(C ₀)		M ₀ = (C ₀)	F ₀ = M ₀
1	(C ₁)		M ₁ = (C ₁)	
2	(C ₂)		M ₂ = (C ₂)	
3				
				...
k	(C _k)	L _k	M _k = L _k - C _k	F _k = $\sum_{q=0}^k M_q$
k+1	(C _{k+1})	L _{k+1}	M _{k+1} = (C _{k+1} - L _{k+1})	...
k+2		L _{k+2}	M _{k+2} = L _{k+2}	
k+j		L _{k+j}	M _{k+j} = L _{k+j}	
n		L _n	M _n = L _n	

Fonte: Rocha Lima Jr. (1996)

A formatação mostrada no Quadro 3 é bastante usual em projetos inseridos no mercado da construção civil, nos quais podemos observar um ciclo de implementação, que compreende o intervalo 0 até k+1, e um ciclo operacional, compreendido entre k+3 até n. A superposição de k e k+1 é menos frequente em empreendimentos de base imobiliária, podendo ser bastante vista em empreendimentos imobiliários (ROCHA LIMA JR., 1996)

Dadas essas linhas básicas do fluxo, podemos calcular os investimentos e os retornos. O cálculo de determinado **investimento** necessário em um período k (I_k) é dado conforme a Equação 1 (ROCHA LIMA JR., 1996):

$$I_k = \max \left[0; - \left(F_k + \sum_{q=0}^{k-1} I_q \right) \right] \quad (1)$$

Sendo:

I_k = nível de investimento na posição k

F_k = fluxo de caixa na posição k, considerando somente receitas e custeio

O cálculo do **retorno** em determinado período k, por sua vez, poderá ser calculado conforme a Equação 2 (ROCHA LIMA JR., 1996):

$$R_k = -\min \left[\left(F_k + \sum_{q=0}^k I_q \right); \left(F_n + \sum_{q=0}^n I_q \right) \right] - \sum_{q=0}^{k-1} R_q \quad (2)$$

Onde:

R_k = nível de retorno possível na posição k

F_k = fluxo de caixa na posição k , considerando somente receitas e custeio

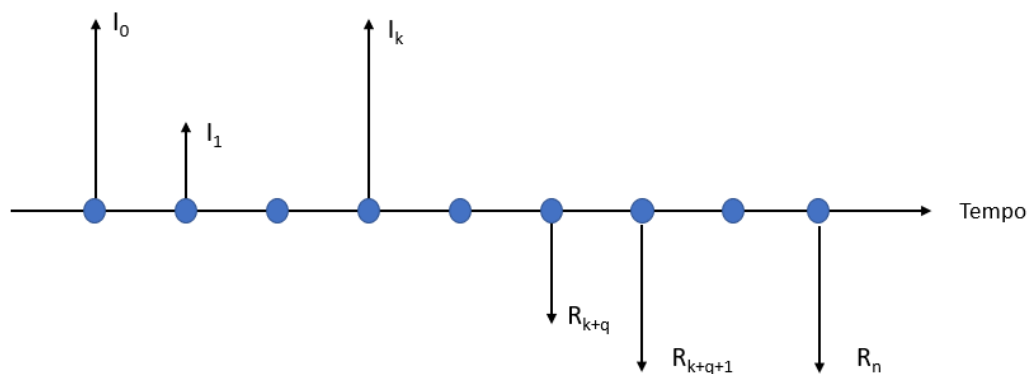
F_n = fluxo de caixa na posição n , considerando somente receitas e custeio

I_q = nível de investimento exigido em cada posição q

Em suma, podemos montar um fluxo básico, mostrado na Figura 10, apenas com os componentes “investimento” e “retorno”, no qual não haverá a superposição desses dois fluxos, mantendo o racional de que só há retorno quando há superávit de recursos livres, ou seja, não há a necessidade de aporte de capital para o funcionamento do empreendimento – do contrário, iremos considerar a necessidade de investimento.

Nota-se que, na Figura 10, o vetor “Investimento” está com o sentido apontado para cima, representando um fluxo positivo, e o vetor “retorno” está com o sentido apontado para baixo, indicando um fluxo negativo. Isso ocorre porque a figura está montada com o objetivo de representar o ponto de vista do empreendimento, e não do empreendedor (representando o Sistema Gerenciador do Capital).

Figura 10 – Representação do fluxo de investimentos e retornos



Fonte: Adaptado de Rocha Lima Jr. (1996)

2.7.2 Taxa de Retorno

Segundo Rocha Lima Jr. (1996), a taxa de retorno faz parte da análise econômica de um empreendimento – compondo a análise mais ampla acerca da qualidade do projeto. Para tal, procura indicar o potencial aumento do poder de compra do investidor, comparando, “caixa contra caixa”, os investimentos que imobiliza no empreendimento *versus* os retornos que dele recebe. Portanto, é um indicador bastante utilizado para auxiliar na decisão de investir em um empreendimento, utilizando, para tal, os fluxos de investimento *versus* retorno que ocorrem ao longo do ciclo de vida do projeto.

Ainda, para a Taxa de Retorno, utiliza-se o conceito de taxa equivalente de uma operação virtual, que simula os mesmos movimentos do fluxo visto na Figura 10, na medida em que esse fluxo representa um fundo de aplicações financeiras, entendendo que os investimentos I_k representam as aplicações de recursos do empreendedor, que irão crescer a uma taxa ti , e os retornos R_k representam as retiradas de recursos. (ROCHA LIMA JR., 1996)

Para se construir a equação da Taxa de Retorno, será primeiro analisado os fluxos de investimentos. Considerando o fluxo da Figura 10, o saldo S_k , que representa o saldo credor do investidor até o período k , no qual apenas foram realizados investimentos, será calculado a partir da Equação 3 (ROCHA LIMA JR., 1996):

$$S_k = \sum_{j=0}^k I_j(1 + ti)^{k-j} \quad (3)$$

A ocorrência de retornos, a partir do período $k+q$, simula o ato de o empreendedor sacar os recursos aportados, em montante idêntico ao apresentado na Figura 10. Ao final do ciclo do empreendimento, ou seja, ao final do período n , o saldo do fundo deverá ser necessariamente zero, já que se considera que todos os fluxos de retornos já foram transferidos ao empreendedor. Assim, resulta-se a Equação 4², que permitirá calcular a Taxa de Retorno Equivalente, ou a Taxa Interna de Retorno (TIR), e que servirá para indicar o poder de alavancagem que o empreendimento irá oferecer ao investidor (ROCHA LIMA JR., 1996):

$$\sum_{j=0}^n I_j(1 + ti)^{n-j} = \sum_{j=0}^n R_j(1 + ti)^{n-j} \quad (4)$$

² É comum encontrar essa expressão apresentada da seguinte forma: $\sum_{j=0}^n \frac{I_j}{(1+ti)^j} = \sum_{j=0}^n \frac{R_j}{(1+ti)^j}$, na qual apenas se divide os dois lados da equação por $(1+ti)^n$.

2.7.3 *Funding* de projetos imobiliários por meio de participação societária

Segundo Gatto e Porto (2015), um método alternativo de captação de recurso, que ocorre de maneira cada vez mais frequente no mercado imobiliário, sobretudo a partir de 2014, é a venda de participação societária. Essa estratégia tem como justificativa, principalmente, a diminuição da exposição de caixa (necessidade de aporte de capital para o desenvolvimento de um empreendimento) por parte do empreendedor e a possibilidade de diversificação da posição de seus investimentos. Para tal, as formas mais comuns de se estruturar uma parceria societária entre originador e investidor são as Sociedades de Propósito Específico (SPE) e a Sociedade de Conta de Participação (SCP).

Alguns exemplos de investimentos diretos, ou seja, realizados por meio da compra de participação societária (frequentemente referenciada como *equity*) para o setor de *Real Estate* são os que seguem (GATTO e PORTO, 2015):

- Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs)
- Fundos de Investimento em Participações (FIPs)
- Parcerias com Pessoas Físicas ou Jurídicas

Não obstante, existem, também, outras formas de obtenção de recursos, obtidos por meio de financiamentos (dívida), sejam quais:

- Financiamento bancário
- Securitização de Recebíveis Imobiliários
- Debêntures

Ainda, segundo Gatto e Porto (2015), o que motiva um originador de um empreendimento a vender a participação de seus empreendimentos são: (i) a impossibilidade de se obter todos os recursos necessários para desenvolver o empreendimento; e (ii) a necessidade de se obter uma carteira diversificada de investimentos sem a necessidade de se aumentar os recursos obtidos.

Além disso, apesar do compartilhamento da participação do empreendimento significar uma partilha do resultado futuro para o sócio que vende sua participação, há uma possibilidade de adiantamento de caixa, extremamente importante em momentos de imprevisibilidade do mercado, que pode influenciar nos resultados das vendas (GATTO e PORTO, 2015).

3 ANÁLISE DO SETOR

Considerando que o objeto de estudo sofre influência de um mercado mais amplo, é necessário entender as dinâmicas desse mercado, de maneira geral. Assim, será possível contextualizar a análise a ser realizada mais a frente, considerando as interações do empreendimento com o ambiente externo.

3.1 O mercado de segunda residência

Considerando que a multipropriedade é comercializada como um imóvel de férias, ou seja, aquele em que a família passa uma ou algumas semanas do ano em seu imóvel, pode-se considerar que o mercado em que está inserido é aquele com características semelhantes, ou seja, a da segunda residência, representado por casas ou apartamentos de veraneio. Nessa sessão, serão expostos os principais dados desse mercado e o que pode ser entendido como uma “segunda residência”.

Segundo Arrais (2012), a segunda residência pode ser associada ao tipo de domicílio definido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) como domicílio de uso ocasional. O IBGE (2010) define o domicílio de uso ocasional aquele domicílio particular permanente que sirva ocasionalmente de moradia, ou seja, “o domicílio usado para descanso de fins de semana, férias ou outro fim, mesmo que, na data de referência, seus ocupantes ocasionais estivessem presentes”.

Segundo dados do Censo do IBGE, em 2010 a quantidade domicílios de uso ocasional totalizou 3,9 milhões, o que representou 5,8% do total de domicílios brasileiros. Em 2000, esse número era de 2,7 milhões (4,9% do total de domicílios). Nesse período de dez anos, portanto, houve um aumento de 44% no número do moradias de uso ocasional. Trata-se de um crescimento significativo, segundo Arrais (2012), principalmente considerando o contexto do déficit habitacional brasileiro. Analisando, ainda, os dados fornecidos pelo Censo do IBGE de 2010, pode-se notar que existe uma concentração expressiva da quantidade de moradias de uso ocasional na região Sul, sobretudo no estado de Santa Catarina.

Arrais (2012) caracteriza o padrão de concentração de domicílios de uso ocasional no Brasil conforme ilustra o Quadro 4

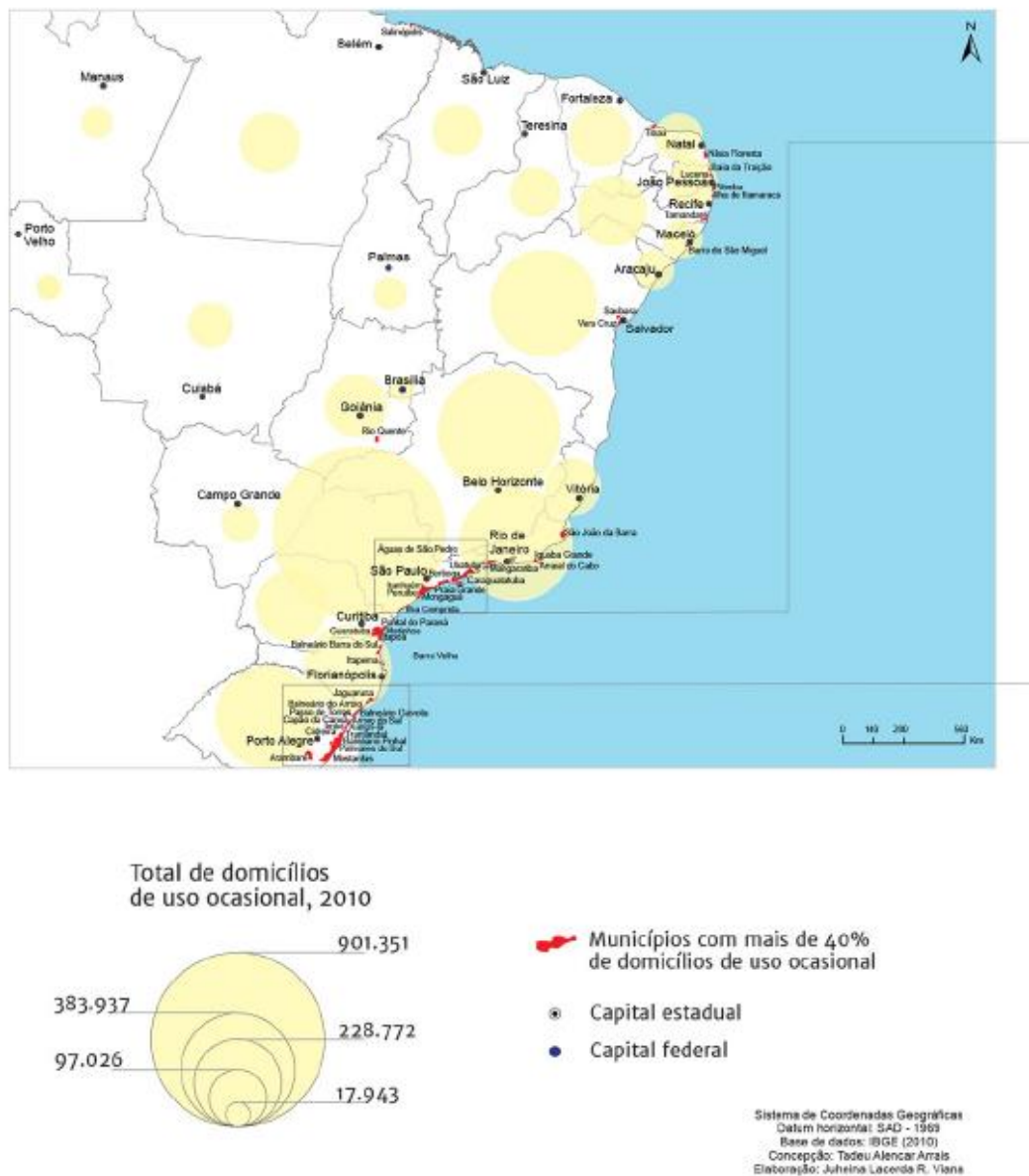
Quadro 4 – Padrões de concentração dos domicílios de uso ocasional no Brasil

Denominação	Ocorrência		Caracterização
Litorânea	Regiões metropolitanas		Presença de domicílios horizontais e verticais, com expansão de domicílios em condomínios verticais e horizontais fechados e complexos hoteleiros residenciais.
	Distante das regiões metropolitanas		Predomínio de domicílios horizontais dispersos, com presença de domicílios em condomínios fechados horizontais de pequeno e médio porte.
Hinterlândia	Metropolitana		Predomínio de domicílios horizontais, com presença de chácaras e condomínios horizontais fechados em áreas rurais ou expansão urbana descontínua.
	Balneários	Hidrotermal	Presença de domicílios horizontais e verticais, com destaque para condomínios (<i>flats</i>) e empreendimentos de hotelaria.
		Lagos	Ocorrência de domicílios horizontais isolados e/ou em condomínios horizontais fechados nas margens dos rios e lagos, denominados de ranchos e/ou sítios.
		Rios	

Fonte: Arrais (2012)

A distribuição dos domicílios de uso ocasional no Brasil pode ser vista na Figura 11, a qual mostra o total desse tipo de domicílio por Estado e os municípios onde sua presença supera 40% do total de domicílios.

Figura 11 - Distribuição do número de domicílios de uso ocasional no Brasil



Fonte: IBGE (2011).

Fonte: IBGE (2011)

Ainda, segundo Tulik (2001) a segunda residência pode ser associada aos conceitos de “alojamento turístico” e “turismo de final de semana”. Segundo Arrais (2012), essa expressão pode ser entendida como sinônimo de hospedagem turística. Nesse sentido, o Sistema Brasileiro de Meios de Hospedagem (Brasil, 2010) utiliza essa expressão para qualificar hotéis, *resorts*, hotel fazenda, cama e café, hotel histórico, pousada, *flat* e apartamentos.

Porém, a Organização Mundial do Turismo (OMT) elevou esse conceito de turismo para além do “sair de férias”. Segundo a Organização, o turismo “inclui as atividades de

deslocamento e permanência em locais fora de seu ambiente de residência, por período inferior a um ano consecutivo, por razões de lazer, negócios ou outros propósitos”. Com isso, e considerando o conceito de segunda residência e, mais precisamente, da propriedade fracionada, podemos segregar a ideia de que o turista é necessariamente um hóspede – ou seja, o proprietário de uma segunda residência ou de uma multipropriedade também está realizando turismo.

3.2 O mercado de propriedade fracionada

Por ser um mercado incipiente no Brasil, a multipropriedade ainda carece de uma base de dados mais extensa a ser disponibilizada. Ainda assim, algumas organizações e grupos de consultoria, em parceria com incorporadores e desenvolvedores, produzem relatórios específicos do mercado e que são reconhecidas como fontes confiáveis para consulta. Para o desenvolvimento deste trabalho utilizou-se como fonte de dados o relatório produzido pela organização Caio Calfat Real Estate Consulting, que atua nas áreas de planejamento, desenvolvimento e gestão de empreendimentos imobiliários, hoteleiros e turístico. O relatório foi produzido com o apoio de empresas reconhecidas que atuam no setor no Brasil, como a Gramado Parks, a RCI e a GR Group.

3.2.1 O mercado de multipropriedade no Brasil

No Brasil o mercado de propriedade fracionada ainda está se consolidando, sendo o modelo de multipropriedade o mais popular do setor. Nesse contexto, o mercado observou, em 2020, um total de 109 empreendimentos de multipropriedade, crescendo 18% em relação a 2019. Ainda, de 2018 a 2020 houve um crescimento médio anual de 26% no número de empreendimentos (CALFAT et al, 2020). A Tabela 1 mostra essa evolução anual a partir de 2017.

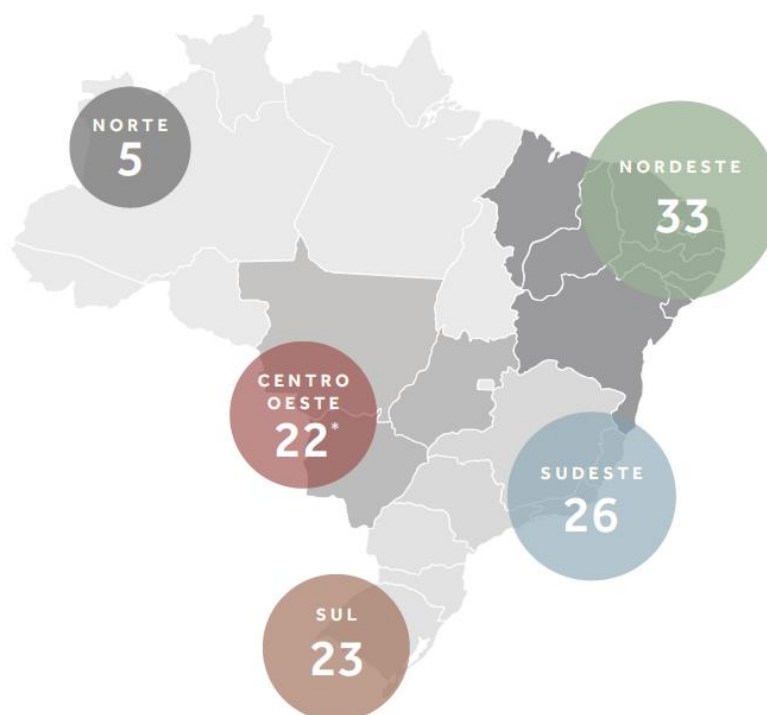
Tabela 1 – Evolução do número de empreendimentos de multipropriedade no Brasil

Pesquisa	2020	2019	2018	2017	TCM
Total de empreendimentos	109	92	80	54	26%
Pronto	53	46	32	19	41%
Em construção	39	34	40	23	19%
Lançamento	17	12	8	12	12%

Fonte: Calfat et al (2020)

O ano de 2020 contou com uma concentração maior de projetos no Nordeste, com 33 projetos na região, seguido da região Sudeste, com 26 projetos. O Nordeste também foi a região que apresentou o maior crescimento projetos de 2019 para 2020, com aumento de 32%. A Figura 12 mostra a distribuições do total de projetos de multipropriedade nas diferentes regiões do Brasil.

Figura 12 - Distribuição dos projetos de multipropriedade nas regiões brasileiras



Fonte: Calfat et al (2020)

Analisando as cidades com projetos de multipropriedade e a quantidade de projetos em cada uma delas, pode-se observar uma concentração maior em destinos com alto tráfego de

turistas, como Caldas Novas (18 projetos), Gramado (7 projetos), Natal (6 projetos) e Porto Seguro (4 projetos).

A Tabela 2 mostra a evolução anual do número de cidades e estados com projetos de multipropriedade, desde 2017, assim como a taxa média de crescimento anual. Nota-se que, apesar de grande parte dos Estados já possuírem projetos, esses projetos estão concentrados em um número limitado de cidades (60 cidades). Todavia, percebe-se uma notável evolução nos últimos 3 anos, com um crescimento médio anual de 30% no número de cidades.

Tabela 2 – Evolução anual do número de Cidades e Estados com projetos de multipropriedade no Brasil

Item	2020	2019	2018	2017	TCM
Cidades	60	45	39	27	30%
Estados	18	16	14	12	14%

Fonte: Calfat et al (2020)

Ainda segundo os dados fornecidos pelo relatório da Caio Calfat Real Estate Consulting, o valor médio da semana fornecida em um pacote de multipropriedade foi de R\$ 22.345,31/semana em 2019 para R\$ 23.407/semana em 2020 (aumento de 4,75%), com uma média de 2,40 semanas fornecidas (aumento de 3,36% se comparado a 2019), tendo um preço médio de pacote de R\$ 56.280,00 (aumento de 8,27% em um ano). O Valor Geral de Vendas (VGV) – calculado pela multiplicação do número de frações totais comercializadas por um empreendimento de multipropriedade pelo valor médio de cada fração – potencial de todos os empreendimentos em 2020 foi de R\$ 24 milhões (aumento de 5,93% se comparado a 2019). A Tabela 3 resume todas essas informações.

Tabela 3 – Valores praticados no mercado de multipropriedade em 2019 e 2020

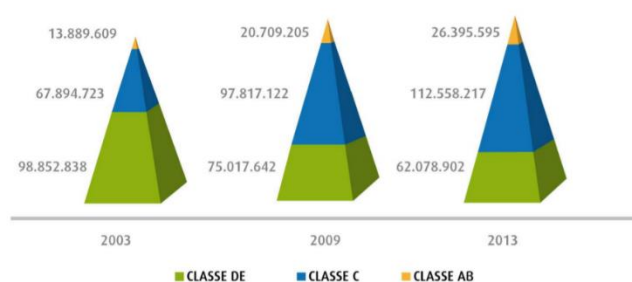
	2020	2019	%
VGV Potencial	24.144.240.714	22.793.403.334,59	5,93%
VGV Vendido	13.783.486.227	12.469.527.952	10,54%
Estoque VGV	43%	45%	-5,26%
Valor da Semana*	23.407,56	22.345,31	4,75%
Programas/semanas	2,40	2,33	3,36%
Preço Médio Pacote*	56.280,28	51.981,50	8,27%

Fonte: Calfat et al (2020)

3.2.2 Oportunidades

Segundo dados do PNAD/IBGE, observou-se que, de 2003 a 2013, o tamanho das classes A, B e C aumentou de maneira significativa, enquanto o número de habitantes das classes D e E diminuiu. A parcela da população, em 2003, que fazia parte das classes A, B e C era de 81 milhões, e representava 45% da população total. Esse número, em 2013, subiu para 139 milhões, e representou 69% do total. Ou seja, a diferença na proporção foi de 24%. Enquanto isso, o número de habitantes da classe D e E diminuiu em 36 milhões de pessoas, indo de 98 milhões em 2003 (55% do total) para 62 milhões em 2013 (31% do total). Essa evolução pode ser vista na Figura 13.

Figura 13 - Retrato das classes econômicas em 2003, 2009 e 2013



Fonte: Microdados da PNAD/IBGE

Essa evolução demonstra uma tendência de longo prazo de aumento gradual da parcela de habitantes das classes A, B e C e diminuição da parcela de habitantes das classes D e E no país. Essa evolução certamente foi afetada pela crise político-econômica de 2014 sofrida pelo país e, mais recentemente, pela crise mundial do coronavírus. Todavia, uma eventual estabilidade na economia poderia restabelecer, no longo prazo, essa evolução observada. Assim, a continuidade nesse crescimento implicará no aumento gradual do mercado potencial consumidor de bens, lazer e viagens, impactando positivamente o setor de multipropriedade, que possui como principal tipo de cliente aquele inserido nas classes B e C.

Considerando, agora, o cenário atual, temos que, pelo Censo de 2010 do IBGE, o número de domicílios particulares no Brasil era de 57 milhões, o que representou 30% do total da população brasileira no ano (190 milhões de pessoas). Desses 57 milhões de domicílios, 21% (12 milhões) eram de famílias com mais de 5 salários-mínimos. Se mantivermos essas proporções (% da população brasileira com domicílio particular e % dos domicílios particulares com mais de 5 salários-mínimos, ou seja, um cenário conservador sem considerar um

crescimento real) e, considerando que a população brasileira em 2021 é de 213 milhões, temos que, neste ano, o total de domicílios acima de 5 salários-mínimos é de, aproximadamente, 13,6 milhões. Assumindo, portanto, que um pacote de multipropriedade é vendido a uma família com renda familiar acima da faixa dos 5 salários-mínimos (sobretudo entre 5 e 10 salários-mínimos), temos que o mercado potencial total atualmente é de 13,6 milhões de famílias.

Se multiplicarmos esse número pelo preço médio do pacote, calculado em R\$ 56.280, temos um mercado endereçável de R\$ 767 bilhões. Comparando esse valor com o VGV potencial de R\$ 24 bilhões observado em 2020 (CALFAT et al, 2020), temos um crescimento potencial de mercado de aproximadamente 31 vezes. Obviamente esse número é apenas uma aproximação e esse crescimento potencial dificilmente ocorrerá, principalmente porque o setor dificilmente irá atingir todo seu mercado potencial, mas o cálculo serve para demonstrar o tamanho do mercado a ser preenchido por esse setor caso as desenvolvedoras de multipropriedade consigam atingir essa fatia de mercado.

4 ANÁLISE DO PRODUTO E DO MODELO DE NEGÓCIOS

4.1 Definição do produto ofertado

Empreendimentos de multipropriedade, usualmente *resorts*, criam um condomínio especial que permite que suas unidades habitacionais sejam divididas nas chamadas frações imobiliárias, que serão os produtos a serem comercializados. Cada fração imobiliária oferece ao comprador o direito de usufruir daquela unidade por um determinado número de semanas, anualmente.

Como exemplo, um *resort* que possua 100 unidades habitacionais, com cada unidade sendo ofertada para uma semana de uso, oferecerá o total de 5.200 frações a serem vendidas (considerando 52 semanas/ano). O preço de cada semana pode variar de acordo com o tamanho da unidade habitacional, e cada fração pode oferecer o direito de uma ou mais semanas de uso no ano.

O período contratado se mantém fixo ao longo do período de usufruto do imóvel. Isso significa que, se a primeira semana de janeiro for adquirida por um comprador, ele frequentará o empreendimento neste período, todos os anos, até o final do contrato (ou perpetuamente, a depender do contrato realizado).

A manutenção do empreendimento, após a conclusão das suas obras, poderá ser feita pelo próprio desenvolvedor do *resort*, ou por uma operadora hoteleira contratada. A manutenção é financiada pelo pagamento de condomínios realizado pelos próprios usuários das frações, com diferenças de preços dependendo do produto ofertado.

Como já dito anteriormente, existe mais de um tipo de propriedade fracionada. As principais delas são (POWANGA e POWANGA, 2008):

- ***Deeded property ownership***: equivalente à multipropriedade praticada no Brasil, na qual o proprietário, ao adquirir uma semana (ou mais) em determinada unidade, possuirá uma escritura do imóvel, similar a uma compra normal de uma propriedade. Assim, o dono terá o direito perpétuo de vender e alugar o imóvel, por exemplo.

- ***Right of use ownership***: equivalente ao *timeshare*, bastante popular nos EUA. Esse modelo é bastante similar ao da multipropriedade, com a diferença que o imóvel não é escriturado e o direito de uso possui um prazo de validade, com a possibilidade de opção de renovação. Esse modelo costuma ter duas formas de contratos:
 - A primeira delas envolve uma estrutura de crédito de pontos. As unidades podem ser divididas em semanas ou em pontos equivalentes de créditos. Esses pontos, então, poderão ser trocados pela fruição da unidade, sendo que a quantidade de pontos requeridos para tal será ditado pelo tamanho da unidade e pela sua duração. Esses pontos, também, poderão ser trocados por viagens de avião ou acomodações de hotéis, entre outros, dependendo do produto contratado;
 - A segunda exige que o comprador se torne membro de uma rede de hotéis. Assim, por uma determinada quantidade de anos, em um período específico do ano, o cliente terá o direito de usufruir uma unidade pertencente à rede de hotéis daquela bandeira hoteleira contratada, sem o direito real sobre a propriedade. Nesse modelo é necessário o pagamento periódico de condomínio.

Alguns serviços costumam ser ofertados em conjunto com a venda da propriedade fracionada, principalmente a fim de tornar o produto mais atrativo e flexível. O principal deles é o da intercambiadora. O serviço da intercambiadora permite que o proprietário, em determinado ano, troque suas semanas de uso em seu imóvel para usufruí-las em outro lugar equivalente. Nesse modelo a intercambiadora age como uma corretora, que facilita a troca entre proprietários de frações imobiliárias. As empresas mais conhecidas do mercado que realizam esse serviço são a *Resort Condominiums International* (RCI) e a *Interval International* (II) (POWANGA e POWANGA, 2008).

Ainda, segundo Powanga e Powanga (2008), para aqueles proprietários de multipropriedade (que possuem o direito real do imóvel), existe um mercado secundário caso decidam por vender suas frações, no qual se paga uma comissão para os agentes que facilitam essa venda. Em geral as próprias desenvolvedoras de empreendimentos de multipropriedade oferecem esse serviço.

4.2 Vantagens para o desenvolvedor e para o consumidor

Powanga e Powanga (2008) realizaram um estudo em que se propuseram a fazer duas análises econômicas comparativas em projetos de propriedades fracionadas. A primeira delas levou em consideração o ponto de vista do desenvolvedor do empreendimento, comparando duas alternativas distintas: (i) investimento em um empreendimento hoteleiro tradicional; e (ii) investimento em um resort de propriedade fracionada.

A segunda análise comparativa considerou o ponto de vista do consumidor que irá usufruir de suas férias em um empreendimento, dadas as seguintes alternativas: (i) o consumidor paga diárias de hotel quando as férias ocorrem e (ii) adquirindo uma propriedade fracionada. Para a segunda alternativa, ainda foram consideradas duas opções de pagamento que o consumidor poderia adotar: (a) pagamento com capital próprio; e (b) pagamento via financiamento com um banco.

Para realizar as análises comparativas, o estudo tomou como base o empreendimento Grand Chateaux, em Las Vegas, cujo dono é o Marriott Vacation Club International. A primeira fase do empreendimento, que contou com a construção de 126 unidades habitacionais, já está concluída. O foco do estudo foi a segunda fase, que consiste em 200 unidades habitacionais, e com um orçamento total de desembolso de 73 milhões de dólares.

4.2.1 Perspectiva do desenvolvedor

Como já dito, a análise considerou duas alternativas, acerca do desenvolvimento da segunda fase do Grand Chateaux, para o desenvolvedor: investir em um projeto de propriedade fracionada ou investir em uma operação hoteleira tradicional. Para avaliar a alternativa preferível, utilizou-se o cálculo do Valor Presente Líquido (VPL), definido como o valor presente de todas as entradas de caixa esperadas menos todas as saídas de caixa esperadas ao longo de toda a vida do projeto. Desse modo, a alternativa com o maior valor de VPL seria a preferível.

O autor desconsiderou os custos irrecuperáveis do projeto (como os custos com construção e seguro), que seriam equivalentes nas duas alternativas, e considerou apenas os custos e receitas inerentes à cada alternativa de empreendimento. Para o cálculo do VPL do projeto de

propriedade fracionada foram considerados os valores presentes das receitas oriundas das vendas dos contratos, das taxas de administrações cobradas e das taxas de juros cobradas sobre a venda financiada dos contratos, assim como o valor presente dos custos com marketing. Para a operação hoteleira, foram consideradas apenas as receitas oriundas das vendas das diárias dos quartos³. Adicionalmente, seguem as premissas utilizadas para a análise realizada:

Premissas da operação hoteleira:

- Preço da diária: \$ 400 por noite, com aumento anual de 5%
- Taxa do quarto: 15%

Premissas da propriedade fracionada:

- Preço do quarto: \$ 18.000 por unidade habitacional
- Juros do financiamento: 14,99%
- Período de amortização: 10 anos
- Entrada do financiamento: 10% (sobre o valor total do imóvel)
- Custos de marketing (percentual do custo do imóvel): 43%

A partir dessas premissas, os resultados obtidos estão ilustrados nas Tabelas 4 (operação de propriedade fracionada) e 5 (operação hoteleira):

³ Os valores das receitas das vendas dos quartos foram obtidos a partir do produto do número de quartos disponíveis pelo preço médio da diária e pela taxa de ocupação média no período.

Tabela 4 – Resultados da operação de propriedade fracionada

Period ending	2007 \$m	2008 \$m	2009 \$m	2010 \$m	2011 \$m	2012 \$m	2013 \$m	2014 \$m	2015 \$m	2016 \$m
Contract sales	180.00*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest receipts	14.14**	13.16	12.08	10.91	9.63	8.22	6.69	5.00	3.17	1.17
Down payment	18.00†	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Club membership fees	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20
Management fees	8.33‡	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33
Marketing costs	77.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net cash flow	162.75	25.69	20.41	19.24	17.96	16.55	15.02	13.33	11.50	9.50
Benefits worth	292.27									

*Number of rooms (200) × number of weeks (50 weeks with two weeks reserved for maintenance) × the contract price (\$18,000 obtained from the Marriott Vocational International Inc's Presentation, 13 May 2007)

**The interest rate charged to timeshare owners is 13.99 per cent and it is assumed that this money has an opportunity cost of 5 per cent (Marriott Annual reports) resulting in the net interest receipt of 8.99 per cent

†This amounts to 10 per cent of the contract price as required by the Marriott Vacation International Inc

‡This is the prevailing amount being collected for the Grand Chateaux timeshare vacation ownership. From Marriott Vacations International Inc, 13 May 2007

Fonte: Powanga e Powanga (2008)

Tabela 5 – Resultados da operação hoteleira

Period ending	2007 \$m	2008 \$m	2009 \$m	2010 \$m	2011 \$m	2012 \$m	2013 \$m	2014 \$m	2015 \$m	2016 \$m
Room revenues*	21.00	22.05	23.15	24.31	25.53	26.80	28.14	29.55	31.03	32.58
Benefits worth	264.14									

*Room revenues calculated as the number of rooms (200) × room rate (\$400) × number of days in a week (7) × Number of weeks sold (50, with two weeks reserved for maintenance purposes) × occupancy rates (75 per cent — the number of rooms rented out of the available rooms). The room costs were escalated at an inflation rate of 5 per cent per annum. The Marriott Presentation of 8 March 2007 (Vacation Ownership, The Marriott Way) attributes 43 per cent of the total sales of the timeshare project to Marketing and Sales costs while the balance is split between Product costs (40 per cent) and Development margin (17 per cent)

Fonte: Powanga e Powanga (2008)

Assim, obteve-se um VPL maior na operação de multipropriedade (\$292 mil *versus* \$ 262 mil), mostrando que essa operação pode ser financeiramente mais vantajosa que a operação tradicional hoteleira. O autor, ainda, adiciona o fato que operações de propriedades fracionadas oferece maior resistência contra flutuações econômicas no longo prazo. A isso podem ser atribuídas as obrigações contratuais que os donos estão sujeitos quando realizam a compra, ou seja, a receita oriunda dos pagamentos das parcelas para quitar o imóvel irão ocorrer independente da ocupação do imóvel (POWANGA e POWANGA, 2008).

4.2.2 Perspectiva do consumidor

A segunda análise comparativa observou a perspectiva do consumidor. Para tal, o autor se baseou nas mesmas premissas utilizadas na comparação anterior, agora considerando três fluxos de caixa distintos: (i) o consumidor adquire diárias dos hotéis; (ii) o consumidor adquire

uma propriedade fracionada com capital próprio; e (iii) o consumidor adquire uma propriedade fracionada utilizando financiamento. Os resultados obtidos são mostrados nas Tabelas 6 a 8, respectivamente.

Tabela 6 – Resultado para aquisição de diária de hotel

Period ending	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Room rate per week*	2,800	2,940	3,087	3,241	3,403	3,574	3,752	3,940	4,137	4,344
Plus room tax @10%**	280	294	309	324	340	357	375	394	414	434
Total cost	3,080	3,234	3,396	3,565	3,744	3,931	4,127	4,334	4,551	4,778
Cumulative costs	\$38,739.91									

*Based on \$400 per room per night over a seven-day period

**From Marriott Vacation International Inc.

Fonte: Powanga e Powanga (2008)

Tabela 7 – Resultado para aquisição de propriedade fracionada com capital próprio

Period ending	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Contract price	18,000*	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maintenance Fees	833*	833	833	833	833	833	833	833	833	833
Club membership fees	420*	420	420	420	420	420	420	420	420	420
Total cost	19,253	1,253	1,253	1,253	1,253	1,253	1,253	1,253	1,253	1,253
Cumulative costs	\$30,530.00									

*Marriott Vacations International Inc, Presentation, 13 May 2007

Fonte: Powanga e Powanga (2008)

Tabela 8 – Resultado para aquisição de propriedade fracionada com financiamento

Period ending	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Contract price	18,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Closing costs	421*	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Down payment	1,800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest payment	2,216**	2,097	1,959	1,802	1,620	1,412	1,172	897	580	217
Principal	801**	920	1,058	1,216	1,397	1,605	1,845	2,120	2,433	2,800
Maintenance fees	833	833	833	833	833	833	833	833	833	833
Club membership fees	420	420	420	420	420	420	420	420	420	420
Total cost	6,491	4,270	4,270	4,270	4,270	4,270	4,270	4,270	4,266	4,270
Cumulative costs	\$44,918.96									

*Marriott Vacations International Inc.

**Amortised at 13.99 per cent

Fonte: Powanga e Powanga (2008)

Assim, temos que a compra financiada de uma propriedade fracionada é a opção mais cara (total de \$ 45.000 em custos). A mais barata foi a opção de se adquirir a propriedade fracionada com capital próprio, seguida da opção de se adquirir uma diária de hotel.

O autor, todavia, indica que a propriedade fracionada não é ideal para fins de investimento, considerando que o preço de compra dessa propriedade é inflacionado para absorver os custos com marketing, e seu valor pode depreciar de maneira significativa. Apesar disso, o artigo ressalta que a maioria dos proprietários de multipropriedade parece estar satisfeita com sua aquisição, citando uma pesquisa realizada nos Estados Unidos pela American Resort Development Association (ARDA, 2002), que mostrou que quase 85% dos donos estavam “moderadamente” ou “muito satisfeitos” (POWANGA e POWANGA, 2008).

4.3 Etapas de um projeto de multipropriedade

De acordo com Powanga e Powanga (2008), o processo de desenvolvimento e construção de projetos de *time-sharing* segue uma estrutura típica de 4 estágios, a qual o presente estudo irá considerar como aplicável, também, a projetos de multipropriedade⁴. Esses 4 estágios serão detalhados a seguir.

4.3.1 Estágio 1: Estudo de viabilidade

Esse estudo permitirá que se determine a viabilidade do projeto. Nessa etapa são analisados, em conjunto, os potenciais custos e receitas associados ao desenvolvimento do empreendimento, além de potenciais financiamentos realizados pelos clientes junto à incorporadora e eventuais necessidades de obtenção de *funding*, a partir do mercado de capitais, para viabilizá-lo.

Essa etapa é determinante para a tomada de decisão de um fundo de investimentos, pois é nessa etapa que os potenciais riscos do projeto são endereçados, assim como, a partir de um modelo financeiro (o qual será elaborado mais à frente no trabalho), é calculada a expectativa de retorno do investimento no empreendimento.

⁴ Como já visto, as diferenças entre a multipropriedade e o *time-sharing* se limitam, em grande parte, aos tipos de contrato firmados com os clientes, sendo o processo de desenvolvimento dos empreendimentos de ambos os tipos bastante similar.

4.3.2 Estágio 2: Desenvolvimento e construção

Com a aprovação do projeto do empreendimento, é iniciado seu processo de construção. A depender do tamanho do empreendimento, principalmente em projetos que preveem a construção de mais de uma torre, por exemplo, o processo de construção poderá ser dividido em fases⁵.

Nessa etapa, para fins de registros contábeis e apuração das demonstrações financeiras, o reconhecimento da receita é calculado a partir do percentual de conclusão da obra, assim como, de maneira análoga, o reconhecimento dos custos de obra é feito a partir do percentual de vendas realizadas relativo ao VGV total⁶.

4.3.3 Estágio 3: Conclusão

Com a conclusão das obras do empreendimento, os custos de obra e as receitas de venda das frações são totalmente reconhecidas. Não obstante, ainda poderão haver entradas de caixas oriundas da carteira de recebíveis dos parcelamentos de venda e despesas administrativas e de gestão dos recebíveis, por exemplo.

É nessa etapa que se inicia a administração e operação do resort, que pode ser realizada pela própria empresa que desenvolveu o empreendimento, ou por uma empresa hoteleira contratada. Essa operação é financiada com o pagamento de taxas condominiais, bancadas pelos proprietários das frações. Aqui também ocorre a formação da associação de moradores.

⁵ Para cada fase é atribuído um VGV (Valor Geral de Vendas) e um custo total de obra, e, caso o empreendimento se financie por meio de um CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), essa dívida irá financiar o valor de obra de uma fase específica, e o lastro dessa operação será a carteira de recebíveis associado ao VGV dessa fase.

⁶ Esse método é conhecido como *Percentage of Completion* (PoC), utilizado comumente em empreendimentos de construção civil, nos quais é comum a venda de unidades que ainda não foram totalmente construídas.

4.3.4 Estágio 4: Marketing e vendas

Essa etapa, na verdade, se inicia imediatamente após o início da construção⁷, e se estende até que todas as vendas sejam realizadas. Esse tempo extenso é necessário pela quantidade de frações que precisam ser vendidas (por exemplo, uma torre com 100 unidades, cada unidade com 52 frações, precisa vender 5.200 contratos).

O processo comercial da prospecção de clientes e venda das frações costuma ser bastante agressivo, com clientes sendo costumeiramente abordados em praças públicas, *shoppings*, hotéis, lojas e restaurantes, sendo frequente a entrega de brindes e cortesias e a realização de palestras para a apresentação do empreendimento. Nesse cenário, as chamadas “salas de vendas” – locais onde as vendas são concretizadas - ganham bastante importância, pois são o local onde ocorrerá um grande esforço para encantar o cliente e, assim, realizar a conversão de venda. Assim, os investimentos em marketing e vendas são bastante relevantes e costumam representar uma grande parcela do valor final da fração.

Além dessas etapas mostradas pelo autor, existe, também, uma etapa importante que ocorre, em geral, paralelamente ao estudo de viabilidade, na qual é realizada a aquisição de licenças e alvarás necessários para a garantir a legalidade do empreendimento perante os diversos órgãos municipais, estaduais e nacionais.

É comum, também, uma etapa adicional não mencionada pelo autor, alheia ao desenvolvimento do empreendimento, mas importante para o processo de investimento, que é a *due diligence* realizada pelos fundos de investimentos (e, também, por securitizadoras, cujo papel será detalhado mais à frente), em que serão realizadas as diversas diligências (jurídicas, contábeis, fiscais, tributárias, reputacionais etc.), cujos alvos serão os parceiros do desenvolvimento do negócio (outros sócios e prestadores de serviço), e que trará segurança jurídica ao fundo, mitigando diversos riscos para a operação.

⁷ Essa etapa costuma, inclusive, ser iniciada antes mesmo do início das obras, visando a diminuição de eventuais riscos de exposição elevada de caixa, nos casos em que as vendas não ocorram na velocidade esperada em uma etapa em que os investimentos necessários são bastante elevados.

4.4 Principais *stakeholders* de um empreendimento de multipropriedade

Nessa sessão serão mostrados os principais stakeholders que participam do desenvolvimento de um empreendimento de multipropriedade e seu papel no contexto do projeto.

4.4.1 Incorporadora

A incorporadora, dentro do mercado imobiliário, tem a função de atuar na identificação de oportunidades de mercado, fazer a idealização do empreendimento, realizar seu estudo de viabilidade, comprar o terreno, assim como definir todos os detalhes do projeto. Nesse sentido, fica claro o papel central da incorporadora na originação e concepção de um projeto de multipropriedade.

A incorporadora, também, possui o papel de buscar fontes de financiamento para o projeto, se necessário. Esse financiamento pode ocorrer tanto com a captação de dívida, quanto pela criação de sociedades com outros sócios, que irão aportar diretamente capital no projeto. Além disso, muitas vezes essa figura também pode atuar como sócia do empreendimento.

4.4.2 Construtora

A construtora é responsável por tudo que envolve a obra civil do empreendimento. Seu escopo de atuação vai desde a contratação da mão de obra necessária até a testes relacionados à segurança e qualidade da construção, além da obra propriamente dita.

Ainda, é comum a incorporadora possuir sua própria empresa de engenharia que irá atuar como construtora do empreendimento.

4.4.3 Comercializadora

A comercializadora possui um papel extremamente importante em projetos de multipropriedade. Essa prestadora de serviços possui um *know-how* bastante específico sobre a venda de frações de multipropriedade. É ela, portanto, que será responsável pelo sucesso de vendas das unidades do projeto e, conseqüentemente, pelo sucesso do empreendimento.

Esse serviço envolve desde a contratação e treinamento de toda a equipe de captação e vendas, passando pela ideação e operação das salas de venda e, por fim, atuando no relacionamento pós-vendas com os clientes, que envolve cobranças, renegociações de contratos, retenção de clientes e demais atendimentos.

4.4.4 Sócios

É comum a criação de SPEs para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. Essas SPEs poderão ser constituídas de um ou mais sócios, que irão viabilizar o projeto por meio de aportes financeiros, com a expectativa de recebimento de dividendos a partir do momento em que o empreendimento esteja lucrando.

Uma das maneiras de um Fundo de Investimento Imobiliário participar de um projeto de multipropriedade é se tornando sócio do empreendimento, ou seja, por meio da participação societária, usualmente nas SPEs constituídas.

Nesse sentido, podemos incluir como *stakeholders*, também, os cotistas desses fundos, já que representam a fonte de capital do FII e, portanto, participam do risco do projeto, com a expectativa de ganhos de capital oriundos das vendas das unidades imobiliárias do empreendimento.

4.4.5 Gestora do Fundo de Investimento Imobiliário

Pode-se incluir, também, a figura do gestor desse fundo de investimento que será sócio do empreendimento. O gestor será remunerado a partir de uma taxa aplicada sobre o patrimônio líquido do fundo, podendo, ou não, ser remunerado, também, por uma taxa de sucesso, a

depender da rentabilidade trazida pelo fundo ao seus cotistas. Assim, é de maior interesse do gestor de traçar a melhor estratégia e escolher com diligência os ativos os quais irá realizar os aportes financeiros, tendo em vista que seu patrimônio é originado pelos recursos de seus cotistas, que esperam retorno sobre seus investimentos, a depender da política de investimentos do fundo.

4.4.6 Securitizadora

Outra maneira de um empreendimento se financiar é por meio de uma alavancagem financeira, ou seja, por meio da captação de dívidas no mercado de capitais. Nesse contexto, uma operação bastante comum no mercado imobiliário é a de securitização de recebíveis imobiliários, na qual ocorre a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Segundo o Portal do Investidor da CVM, securitizar é:

transformar direitos creditórios - como os provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços - em títulos negociáveis no mercado. O Certificado de Recebível Imobiliário, assim, é uma securitização de direitos creditórios originados nos financiamentos imobiliários. (Portal do Investidor CVM, 2021)

Essa operação é apoiada pela Lei 9514/97, que define que a emissão de um CRI só poderá ser realizado exclusivamente por companhias securitizadoras de recebíveis imobiliários, que tem por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação no mercado financeiro.

Dessa maneira, podemos identificar a companhia securitizadora como um importante *stakeholder*, no caso em que o empreendimento seja financiado pela emissão de um CRI. Ainda, além da emissão desse papel, a securitizadora ainda tem como papel acompanhar o desempenho do empreendimento, a fim de garantir que as garantias que dão lastro à emissão da dívida estejam sendo cumpridos.

Como o preço unitário desses papéis costumam ser elevados, é incomum que pessoas físicas adquiram esse tipo de dívida. Nesse contexto, os CRIs são mais comumente acessados pelos FIIs.

4.4.7 Clientes

Temos, também, no cliente comprador da fração um importante *stakeholder*, inclusive durante o período de desenvolvimento do empreendimento. Isso porque eventuais problemas que ocorram durante o projeto podem atrasar a entrega do empreendimento e, conseqüentemente, o início do período de fruição de seu imóvel.

4.4.8 Proprietário do terreno

Por fim, pode-se incluir a figura do proprietário do terreno o qual o desenvolvimento do empreendimento irá ocorrer. O proprietário do terreno poderá optar, ao alienar seu imóvel, por entrar no risco do projeto e ser remunerado com base nas receitas obtidas com a venda das frações do projeto que ali será desenvolvido.

A Figura 14 resume todas essas figuras, demonstrando as relações mantidas entre esses *stakeholders*. Nela, a SPE está representando o empreendimento.

Figura 14 - Quadro esquemático dos *stakeholders* de um projeto de multipropriedade



*A incorporadora pode, também, atuar como sócia da SPE

Fonte: Elaborado pelo autor

4.5 Por que um fundo investe em multipropriedade?

Como já discutido, o papel de um fundo de investimento no empreendimento de multipropriedade será suprir sua necessidade de *funding* para tornar possível sua viabilidade. Para tal, o fundo poderá realizar o investimento no projeto de duas maneiras diferentes:

- Emprestando dinheiro ao empreendimento, por meio da aquisição de títulos de renda fixa denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), emitidos por uma companhia securitizadora; ou
- Se tornando sócio diretamente do empreendimento (investimento via *equity*), comumente por meio de uma SPE, e, assim, aportando capital para suportar as necessidades de caixa do projeto.

Não obstante a maneira como o fundo escolher para investir no empreendimento, o seu objetivo será o mesmo: obter retornos financeiros oriundos da venda dos ativos imobiliários do empreendimento, seja por meio de juros - caso o investimento seja realizado com a aquisição de CRIs, seja por meio da distribuição de dividendos – caso o investimento seja via participação societária.

É importante ressaltar que os dois tipos de investimento irão variar no que diz respeito a seu risco – o investimento via empréstimo usualmente carrega um risco muito menor que a participação societária, já que uma dívida imobiliária, quando estruturada, traz consigo algumas garantias ao credor. Além disso, no decorrer do desenvolvimento de um projeto, os pagamentos relativos à amortização e juros da dívida são realizados antes da distribuição de dividendos para os sócios.

Dada sua necessidade intensiva de capital, seu período extenso de obras, a quantidade extensa de frações a serem vendidas, sua eventual necessidade de pagamento de dívidas, e seu longo prazo de parcelamento de venda, além de outros riscos (que serão discutidos mais a frente), o investimento em um projeto de multipropriedade, sobretudo via participação societária, é um investimento bastante arriscado, portanto exige retornos bastante expressivos. Logo, esse tipo de investimento deverá ser destinado àqueles fundos com um perfil mais agressivo, e que esteja disposto a maiores volatilidades. O que nos traz ao próximo tópico.

4.6 Principais riscos

Os riscos mais comuns na execução de um projeto de multipropriedade, assim como de projetos imobiliários em geral, são os que seguem:

- **Risco de desenvolvimento:** o risco de desenvolvimento envolve tudo aquilo que pode atrasar ou inviabilizar o início ou a conclusão do projeto. Esse tipo de situação ocorre, principalmente, quando aprovações fundiárias, ambientais e/ou regulatórias não são corretamente obtidas;
- **Risco de venda:** risco que envolve a não materialização das expectativas de vendas das frações do empreendimento. Nesse caso, os acionistas receberão o retorno de seus investimentos em um prazo maior (resultando em uma menor Taxa Interna de Retorno para seu investimento), assim como pode forçá-los a aportar maiores volumes de capital para cobrir a exposição de caixa (sobretudo durante o período de obras);
- **Riscos de execução de obra:** esse risco diz respeito, principalmente, a atrasos na execução da obra. Todavia pode-se incluir, também, fatores como: variações na qualidade da obra, estouros no orçamento e a possibilidade de a empresa construtora falir; e
- **Riscos de Mercado,** que podem incluir fatores como: a inflação, que afeta, sobretudo, os custos com insumos da obra, e pode ocasionar em aumentos nos investimentos necessários; a inadimplência dos consumidores, que pode afetar a carteira de recebíveis do empreendimento e contribuir para um maior cancelamento de vendas; e aumentos nos custos do financiamento imobiliário, sobretudo devido ao aumento na taxa básica de juros da economia, o que pode afetar a demanda por esses empreendimentos.

4.7 O Modelo de Negócios da multipropriedade

Tendo como base o mapeamento já realizado dos principais atores do modelo de negócio (*stakeholders*), e levando em consideração a experiência do autor com projetos do tipo durante seu período de estágio - tendo como fontes de informação: (i) conversas com comercializadora e incorporadoras; e (ii) acesso a base de dados obtidas por prestadores de serviços no segmento - será utilizado o *framework* do *Business Model Canvas*, apresentado por Alexander

Osterwalder e Yves Pigneur (2011), para uma possível visão e descrição do modelo de negócios da multipropriedade.

4.7.1 Segmento de Clientes

De acordo com Caio Calfat et al (2020) a idade da maior parcela (50%) dos compradores de multipropriedade em 2020 estava no intervalo entre 36 e 40 anos. O segundo maior intervalo de idade (33%) era de 41 a 45 anos. Além disso, segundo a mesma pesquisa, 100% dos clientes eram casados com filhos.

Assim, pode-se definir que o segmento de clientes são casais de 36 a 45 anos com filhos.

4.7.2 Proposta de Valor

Os principais diferenciais oferecidos pela venda de uma fração de multipropriedade, e que são bastante utilizados pelas equipes de comercialização como argumento de venda, são:

- Preço baixo para a aquisição de um imóvel de veraneio se comparado a imóveis de segunda residência tradicionais;
- Redução de custos recorrentes para a manutenção do imóvel; e
- Acessibilidade a imóveis de veraneio com serviços hoteleiros e instalações de resort.

4.7.3 Canais

A responsável pela interface com os clientes no desenvolvimento de um projeto de multipropriedade será a Comercializadora – uma empresa terceira que será responsável pelos Canais de venda do projeto. Esses Canais são majoritariamente diretos, representados pelos itens que seguem:

- **Equipes de venda**, que serão responsáveis pelas três primeiras Fases do Canal, como propostas por Osterwalder e Pigneur (2011): 1. Conhecimento; 2. Avaliação; e 3. Compra. A primeira etapa consiste, normalmente, de uma prospecção ativa de clientes,

em lugares que podem variar desde hotéis até praças públicas, como *shoppings*. Os responsáveis por essa atividade são, normalmente, chamados de captadores. As outras duas etapas ocorrem nas chamadas Salas de Vendas, onde os chamados *liners* e *closers* irão ajudar os clientes a avaliarem a Proposta de Valor do empreendimento e realizarem o processo de compra.

- **Atendimento pós-venda**, que irá focar em atender o cliente, sobretudo, nas questões que envolvam as negociações e cobranças das parcelas de pagamentos da compra das frações. O pós-venda também envolve o mercado secundário de fração (*pool* de comercialização), ou seja, a venda das frações ou troca de semanas para utilizá-las em outros empreendimentos.

4.7.4 Relacionamento com Clientes

Em um empreendimento de multipropriedade o relacionamento com o cliente é bastante focado, em um primeiro momento, na sua conquista. Nesse sentido, podemos categorizar o Relacionamento com Cliente desse modelo de negócios como de “Assistência Pessoal”, ou seja, baseado na interação humana, que ocorre durante o processo de vendas. Essa interação é extremamente importante para conquistar o cliente e convencê-lo a adquirir o produto. Essa interação, como já dito, ocorre, sobretudo, nas salas de vendas.

Em um segundo momento, no pós-venda, a interação ocorre, de maneira geral, por meio de atendimentos via internet e via telefone, com o objetivo de retenção do cliente.

4.7.5 Fontes de Receita

A receita de um empreendimento de multipropriedade ocorre, primariamente, a partir do recebimento da venda das frações disponíveis. Essa venda ocorre, usualmente, no longo prazo, já que o cliente comumente realiza o pagamento por meio de várias parcelas. Além disso, essas parcelas são usualmente corrigidas por índices econômicos (como o IPCA ou o IGP-M). Assim, considera-se uma carteira de recebíveis corrigida e estável no longo prazo, até que todas os pagamentos sejam realizados.

É importante ressaltar que existe uma taxa de cancelamento dessas frações, que representa a probabilidade de um cliente desistir da compra durante esse período de pagamento

das parcelas, sendo observável a diminuição dessa taxa ao longo do tempo. No cancelamento, o cliente usualmente recebe parte do pagamento que já realizou até o momento de desistência, sendo a outra parte retida pelo vendedor.

4.7.6 Recursos Principais

Podemos considerar que os principais recursos que viabilizarão o sucesso do empreendimento são:

- **Equipe de vendas**, que será responsável pela conquista do cliente e pela prestação dos serviços pós-venda;
- **Salas de vendas**, onde a equipe de venda irá realizar suas interações com os clientes, até a concretização da venda;
- **Terreno** onde o empreendimento será desenvolvido. É importante ressaltar que a localização do terreno, seu tamanho e suas complexidades perante as licenças ambientais necessárias (entre outros aspectos) são extremamente importantes para a viabilização do empreendimento, por isso sua inclusão como um recurso chave; e
- **Máquinas e equipamentos de obra**, que estão aqui incluídos pois, assim como a venda das frações, a construção do empreendimento também é, obviamente, um aspecto chave de qualquer projeto imobiliário. Tanto isso é verdade que a inflação no preço desses insumos pode, também, gerar uma inflação no preço das frações, sendo isso, portanto, um grande risco para o empreendimento.

4.7.7 Atividades-Chave

As Atividades Chaves estão intimamente ligadas com os Recursos Principais, sendo elas:

- Aquisição do terreno;
- Prospecção de clientes;
- Prestação do serviço pós-vendas; e
- Construção do empreendimento.

4.7.8 Parcerias Principais

Para realizar todas essas atividades acima listadas, viabilizar financeiramente o desenvolvimento do empreendimento e garantir sua operação após a sua conclusão, os seguintes agentes prestadores de serviços deverão ser considerados:

- **Comercializadora**, que será responsável, como já dito anteriormente, por todo o processo de vendas das frações;
- **Construtora**, responsável pela obra do empreendimento;
- **Investidores**, que entrarão como sócios do empreendimento, aportando capital com a expectativa de retorno financeiro no longo prazo, a partir da venda das frações, ou como credores, a partir da compra de títulos de dívidas daquele projeto; e
- **Administrador hoteleiro**, que, após a conclusão da obra, será responsável pela operação do condomínio do empreendimento, com atividades que podem incluir: serviço de restaurante, serviços de quarto, manutenção, entretenimento, entre outras.

4.7.9 Estrutura de Custos

Para o desenvolvimento do empreendimento, os principais custos incorridos pela SPE são:

- **Despesas variáveis de comercialização**, que são representados, em grande parte, pelo pagamento do serviço da comercializadora, que é calculado por um percentual do Volume Geral de Vendas (VGV) realizado mensalmente.
- **Custos de obra**, cujo cálculo pode variar dependendo do contrato firmado com a construtora. Em geral é estabelecido um orçamento de obra e, em cima desse valor orçado, a construtora cobra uma taxa, que irá cobrir custos adicionais e irá garantir sua margem.
- **Custo de aquisição do terreno**, que normalmente representa uma grande parcela do custo total de um empreendimento, e cujo pagamento pode ser realizado de diversas maneiras. É bem comum que a incorporadora realize o pagamento por meio de uma permuta financeira, ou seja, conforme as frações do empreendimento são vendidas, o permutante (dono do terreno) terá o direito de receber parte dessa receita de vendas.

Nesse sentido, o dono do terreno aceita “entrar” no risco do empreendimento com a expectativa de receber um valor adicional pela venda do terreno.

- **Custos com projetos e aprovações**, que são os primeiros custos incorridos no desenvolvimento do empreendimento. Esses custos incluem, por exemplo, projetos arquitetônicos e licenças ambientais para garantir as regularidades jurídicas do empreendimento.
- **Custos financeiros**, que serão considerados caso o empreendimento contraia uma dívida.

4.7.10 Modelo Canvas de um projeto de Multipropriedade

Assim, pode-se elaborar o *Business Model Canvas* de um Empreendimento de Multipropriedade, como mostra a Figura 15.

Figura 15 - Business Model Canvas de um empreendimento de multipropriedade

Parcerias Chave <ul style="list-style-type: none">✓ Comercializadora✓ Construtora✓ Investidores✓ Administrador hoteleiro	Atividades Chave <ul style="list-style-type: none">✓ Aquisição do terreno✓ Prospeção de clientes✓ Serviço pós-vendas✓ Construção do empreendimento	Proposta de Valor <ul style="list-style-type: none">✓ Preço✓ Redução de custos de manutenção✓ Acessibilidade	Relacionamento <ul style="list-style-type: none">✓ Assistência pessoal na sala de vendas✓ Atendimento via internet	Segmento de Clientes <ul style="list-style-type: none">✓ Casais de 36 a 45 anos e com filhos
	Recursos Principais <ul style="list-style-type: none">✓ Equipe de vendas✓ Salas de vendas✓ Terreno✓ Máquinas e equipamentos de obra		Canais <ul style="list-style-type: none">✓ Forças de venda✓ Atendimento pós-vendas✓ Pool de comercialização de frações	
Estrutura de Custos <ul style="list-style-type: none">✓ Despesas variáveis de comercialização✓ Custos de obra✓ Custo de aquisição do terreno✓ Custos com projetos e aprovações✓ Custos financeiros			Fontes de Receitas <ul style="list-style-type: none">✓ Venda de imóveis, parcelado✓ Carteira de recebíveis corrigidos por índices econômicos	

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.8 A multipropriedade no contexto da economia compartilhada

Dentro da discussão atual acerca da economia compartilhada, bastante focada nos modelos de negócios que surgiram, sobretudo, com o advento de novas tecnologias, e que adicionaram novas perspectivas acerca da utilização de bens, podemos associá-la a alguns aspectos do modelo de negócios da multipropriedade. O primeiro deles é o compartilhamento de bens ociosos. Isso porque esse tipo de empreendimento permite que uma propriedade que tradicionalmente seria utilizada, em geral, em apenas uma época do ano, seja dividida por diversos proprietários, que a utilizarão ao longo de todo o ano.

Além disso, esse modelo de aquisição transforma um bem inicialmente escasso e de acesso exclusivo (uma segunda residência de férias), em um bem abundante, que será servido à diversas pessoas.

É importante aqui salientar, também, o fato de que, na multipropriedade, o cliente irá adquirir, de fato, um imóvel (ou seja, será seu proprietário). Isso indica que esse modelo possui alguns aspectos incompatíveis com o conceito da economia compartilhada. Isso não ocorre, por exemplo, com o modelo de *timeshare*, onde o cliente irá adquirir apenas o direito de desfrutar daquele imóvel por um certo período, não sendo seu proprietário.

De qualquer modo, alguns aspectos de fato aproximam a multipropriedade do conceito de economia compartilhada, principalmente nos conceitos de compartilhamento de bens, sustentabilidade e acessibilidade.

5 DESENVOLVIMENTO DO PROTÓTIPO E DO MODELO DE SIMULAÇÃO

Nesse capítulo será modelado um protótipo de um empreendimento de multipropriedade, para que se possa simular o fluxo de caixa do projeto, desde os custos iniciais com projetos e aprovações, passando por toda a etapa de construção e venda das frações, até a finalização do recebimento de todas as vendas. Para tal, deverão ser definidas todas as premissas que servirão como *input* para o cálculo de todas as receitas e despesas do modelo.

Para popular as premissas desse protótipo, utilizou-se um caso real de investimento em um empreendimento de multipropriedade, no qual a empresa onde o autor realizou o estágio atuou como investidor do projeto por meio de um Fundo de Investimento Imobiliário. Assim, os parâmetros definidos no início desse projeto serão utilizados para se construir o cenário base do modelo de simulação. Outros parâmetros, como a expectativa da taxa de cancelamento da compra dos clientes ao longo do ciclo de vida do projeto, foram definidos com base em valores fornecidos pela comercializadora do projeto.

A simulação do cenário base irá gerar o valor da Taxa Interna de Retorno (TIR) real do projeto, assim como o investimento total que deverá ser realizado pelo empreendedor. Posteriormente, serão simulados alguns cenários estressados, a fim de se realizar uma análise de sensibilidade em cima desses valores, considerando variações nos seguintes parâmetros:

- Velocidade de Vendas
- Preço da Fração
- Parcelamento Médio
- Permuta Financeira
- Custos comerciais
- Orçamento de obra
- Taxa de Cancelamento

5.1 Definição das Premissas

A seguir serão definidas as premissas que irão compor o cenário base, para posterior modelagem e análise dos resultados.

5.1.1 Premissas Gerais do Empreendimento

Inicialmente serão definidas três importantes premissas: (i) o número de torres (prédios) que o empreendimento terá; (ii) o número de unidades habitacionais (UHs) existentes em cada torre (equivalente ao número de apartamentos), e (iii) o número de frações que será comercializado por unidade habitacional, chegando, assim, ao total de frações a ser comercializado.

- i. **Número de torres:** O empreendimento contará com apenas uma torre. Assim, seu desenvolvimento compreenderá apenas uma fase.
- ii. **Número de unidades habitacionais (UHs):** serão consideradas, para o modelo, 125 unidades habitacionais, todas inseridas na torre a ser construída.
- iii. **Frações/UH:** Será considerada a comercialização de uma média de 26 frações por unidade habitacional, ou seja, cada fração corresponderá ao direito de uso de duas semanas no ano, considerando que o ano tenha 52 semanas. Assim, o empreendimento contará com o total de 3.250 frações a serem comercializadas.

5.1.2 Premissas de Receita

- O preço médio das frações considerado será de R\$ 50.000,00. Assim, o empreendimento terá um VGV (Valor Geral de Vendas) de R\$ 162,5 milhões⁸. Sendo o total de unidades habitacionais igual a 125, temos que o VGV por unidade habitacional (ou seja, o valor de cada imóvel, considerando a venda de todas as frações daquele imóvel) é de R\$ 1,3 milhões.

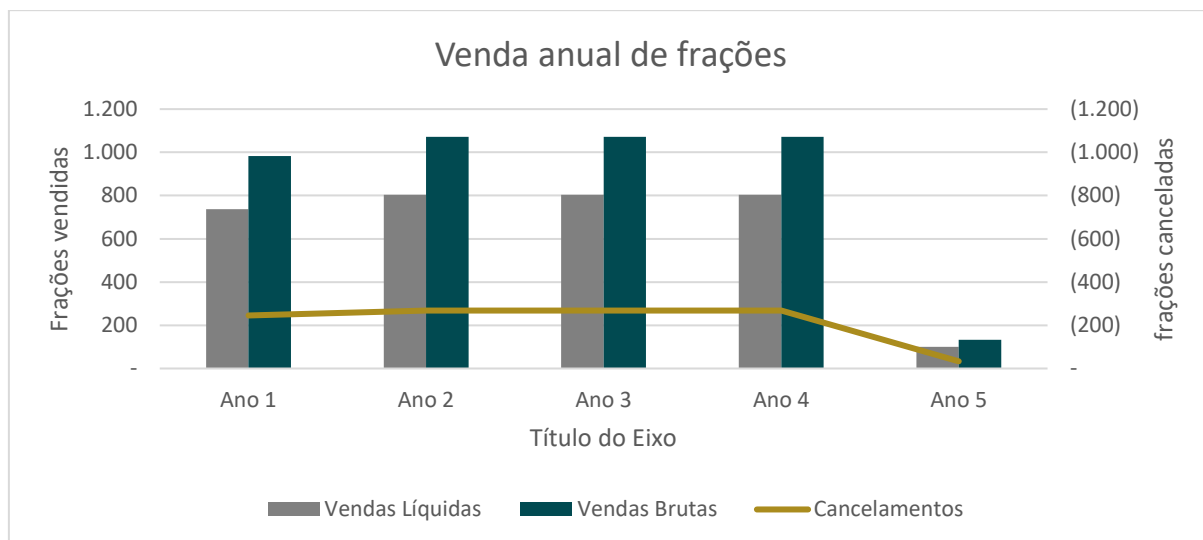
⁸ Obtemos esse valor multiplicando o número total de frações pelo preço médio da fração. O VGV irá representar a expectativa da receita total obtida com a venda de todas as frações, desconsiderando os cancelamentos.

- O número médio de parcelas, ou seja, o prazo médio de financiamento que o proprietário terá para pagar o imóvel será de 80 parcelas.
- Será considerado, ao longo do recebimento das parcelas do pagamento dos imóveis, uma taxa de cancelamento das vendas dos clientes que desistirem de suas compras. A taxa considerada para o cenário base será de 25%⁹.
- Como regime de tributação da receita, será considerado o Regime Especial de Tributação (RET), cuja alíquota é de 4%, sobre a receita bruta. O RET possui como base legal a Lei 10.931/2004 e reuni o pagamento unificado dos seguintes tributos:
 - Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ);
 - Contribuição para os Programas de Integração Social do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP);
 - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); e
 - Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS)
- Será considerada, também, uma inadimplência de 10% nos recebimentos dos pagamentos mensais, sendo essa inadimplência paga integralmente após 3 meses.

Além das premissas acima elencadas, será necessário definir a velocidade de venda das frações, ou seja, o tempo necessário para que todas as frações sejam comercializadas, levando, também, em consideração as frações que “retornaram” ao estoque a partir do cancelamento das vendas já realizadas. Para o cenário base será considerado que o período de venda da totalidade das frações será de 51 meses (aproximadamente 4,3 anos). A Figura 16 a seguir representa o comportamento anual das vendas das frações do empreendimento, considerando os cancelamentos incorridos.

⁹ Essa taxa é fornecida pela comercializadora contratada, que possui uma base de dados relativa ao histórico de empreendimentos por ela já realizados.

Figura 16 - Comportamento anual de vendas das frações



Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.3 Premissas de Custos e Despesas

5.1.3.1 Despesas com as salas de vendas

As despesas com salas de vendas irão incluir:

- i. A folha de pagamento de todos os funcionários que atuam na sala de venda (excluindo aqueles funcionários que são remunerados por comissionamento de venda, que será detalhado adiante). Será incluído, também, o cálculo dos encargos sobre os salários, que aqui será considerado como um adicional de 80% do salário. O orçamento do cenário base previu um valor mensal fixo de R\$ 48.200 para 33 funcionários, mais 80% de encargos, totalizando R\$ 86.760 mensais.
- ii. Despesas associadas à manutenção das salas de vendas, que inclui gastos com água, esgoto, energia elétrica, telefone, internet e aluguéis. Sua verba total mensal será de R\$ 60,5 mil.

5.1.3.2 Despesas Administrativas

As despesas administrativas da SPE incluem gastos com materiais de escritório, materiais de informática, *softwares* de gestão financeira, entre outros. Serão considerados, também, outros gastos como IPTU, alarmes, seguros, viagens etc. Sua verba mensal será de R\$ 60 mil.

5.1.3.3 Despesas com Serviços Terceirizados

- Será incluso no modelo um custo adicional com a intercambiadora. Como já falado, a intercambiadora oferece um serviço de assinatura na qual o proprietário poderá aderir e obter algumas vantagens, como a possibilidade de trocar suas semanas de uso para utilizá-las em resorts em outras localidades. O custo aqui considerado é relativo a um brinde oferecido aos clientes que, ao realizarem a compra da fração, adquirem esse direito de utilizar suas semanas em outro empreendimento¹⁰. Para o cálculo do valor gasto com esse brinde, será tomado como premissa o gasto de R\$ 400,00 por fração vendida.
- Outros serviços terceirizados incluem: contabilidade, jurídico e marketing, que totalizará R\$ 38 mil por mês. As verbas para o marketing, que inclui agências de publicidade, propagandas, impressos e serviços gráficos, ocorrerão enquanto ainda houver frações a serem comercializadas. Já as despesas com serviços de contabilidade e jurídico ocorrerão ao longo de todo ciclo de desenvolvimento de projeto, inclusive após todas as frações forem vendidas.

5.1.3.4 Custos Comerciais

Os custos comerciais irão incluir todos os custos variáveis associados ao esforço de vendas das frações. Dentre esses custos, temos:

- i. **Comissões:** as comissões serão destinadas tanto para a equipe de vendas quanto para a comercializadora, e a remuneração é calculada com base em um percentual do VGV performado no mês. A equipe de vendas conta com *liners*, *closers*, captadores, líderes de captação e sub-líderes de captação, cada um recebendo um percentual diferente de comissão. A comercializadora, por sua vez, receberá um comissionamento pelo treinamento e gerenciamento das equipes de vendas, entre outros serviços relacionados à estruturação e manutenção das salas de vendas. Para o cenário base será considerado um custo total para comissionamento de 9% do VGV líquido¹¹ no mês. A Tabela 9 demonstra os percentuais de comissionamentos adotados para o cenário base.

¹⁰ Por se tratar de um brinde, esse direito poderá ser utilizado apenas uma vez.

¹¹ O VGV líquido mensal é calculado a partir da dedução, do VGV bruto, do total de cancelamentos ocorridos naquele mês.

Tabela 9 – Tabela de comissionamento para o cenário base

Parceiro	% Comissão
Líder	2,0%
Captador	1,0%
Closer	2,0%
Líder de Captação	0,3%
Sub líder de captação	0,2%
Comercializadora	3,5%
Total	9,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

- ii. **Gestão de Carteira:** a gestão de carteira compreende todos os serviços de pós-venda prestados aos clientes: geração de boletos para adimplimento, baixas de boletos, atendimentos aos clientes por diversos meios personalizados, cobranças extrajudiciais, negociação de contratos, entre outros. Esse serviço também é prestado pela comercializadora, que será remunerada pela taxa de 6,0% calculada sobre a receita bruta no mês.
- iii. **Brindes e cortesias:** será destinada, também, uma verba para brindes e cortesias a clientes que frequentarem as salas de vendas. Os brindes incluem presentes, jantares, ingressos para eventos entre outros. Para o cálculo desses gastos, foi considerado o valor de 3% do VGV líquido no mês.

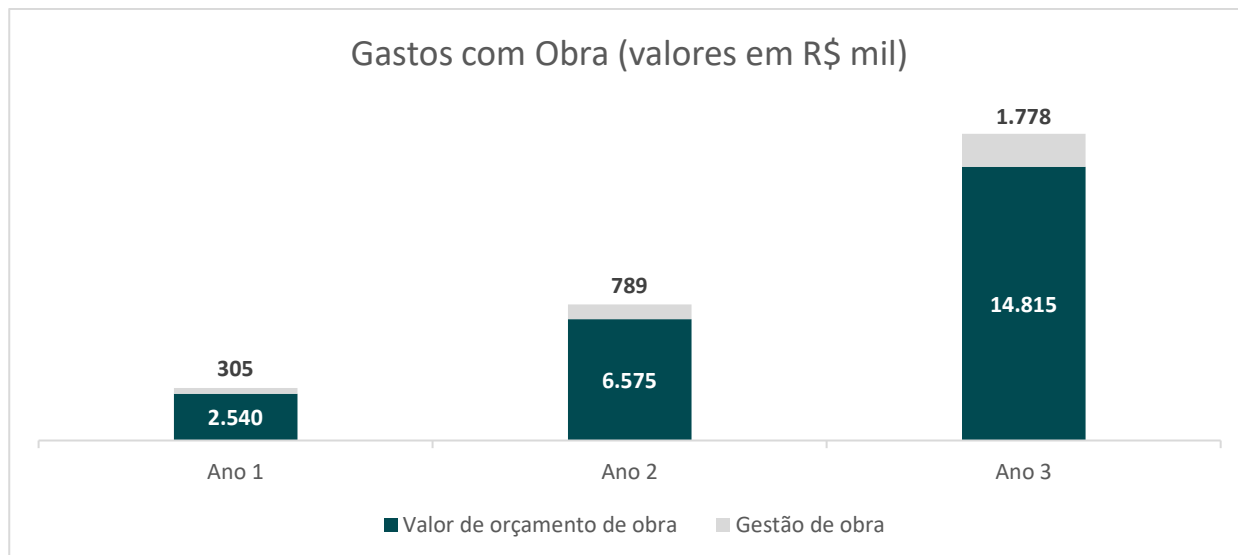
5.1.4 CAPEX e outros investimentos

O CAPEX (*capital expenditure*, ou investimentos em bens de capitais) total necessário para a SPE viabilizar o desenvolvimento do empreendimento, além de outros investimentos necessários relativos à aquisição do terreno, envolverá os seguintes componentes:

- **Gastos com obra:** esses gastos estarão de acordo com o orçamento de obra elaborado pela construtora contratada, assim como seu cronograma físico-financeiro (que irá conter a expectativa de desembolso mensal e evolução da obra). Para o protótipo aqui desenvolvido, o orçamento de obra irá incluir os gastos com a área privativa (quartos), área comum (área de livre trânsito dos moradores) e toda a mobília dos quartos. Além disso, em cima do valor orçado de obra, será incidido uma taxa de gestão de obra, que será destinada à construtora. No cenário base do presente projeto, será considerado uma taxa de 12%. O orçamento total de obra, incluindo a taxa de gestão de obra, será de R\$ 26,8 milhões, distribuídos em 35 meses, conforme ilustra a Figura 17. Obtemos, assim,

que o valor total de obra por unidade habitacional será de aproximadamente R\$ 214 mil/UH.

Figura 17 - Orçamento anual de obra



Fonte: Elaborado pelo autor

- **Projetos e aprovações:** inclui todos os gastos necessários à obtenção de todas as aprovações legais relativas ao desenvolvimento da incorporação imobiliária no terreno. Além disso, conta com verbas relativas aos projetos do empreendimento, incluindo projetos arquitetônicos, decorativos etc. Seu orçamento no presente projeto é de R\$ 2,5 milhões.
- **Investimento em salas de vendas:** verba destinada à construção e mobília das salas de vendas. No presente projeto será considerado a implantação de 3 salas de vendas, resultando no orçamento de R\$ 800 mil.
- **Aquisição do terreno:** a aquisição de um terreno pode ser transacionada de diversas maneiras. No presente projeto, será considerada uma permuta financeira, na qual a SPE destinará parte das suas receitas de vendas, líquidas de impostos, para o dono do terreno (“terrenista”), a depender do contrato realizado¹². No presente projeto, a parcela da receita líquida destinada à aquisição do terreno será de 11%, no cenário base.

¹² Nesse tipo de contrato, o dono do terreno estará exposto, assim como a SPE, aos riscos do projeto, com a expectativa de que o resultado da incorporação daquele imóvel (no caso, o terreno) seja mais rentável quando comparado à sua venda realizada por um valor que não considere a atividade econômica posteriormente ali desenvolvida.

- Será considerado, também, o pagamento do ITBI (Imposto de Transmissão de Bens Imóveis), que deverá ser pago, ao município, no momento da transferência do terreno para a SPE. Para tal, será destinada uma verba, a ser paga em uma parcela, de R\$ 500 mil.

5.2 Resultados do Cenário Base

A simulação do modelo de fluxo de caixa do protótipo do presente projeto foi realizada em uma planilha de *Excel*. A seguir, considerando os parâmetros do cenário base, acima detalhados, como *inputs* para os cálculos do modelo, serão mostrados os resultados obtidos com essa simulação, que serão, posteriormente, objetos de análise.

5.2.1 Fluxo de caixa anual

O fluxo de caixa anual que se obtém da simulação é ilustrado conforme a Figura 18, a qual evidencia uma linha de resultado operacional, resultante da soma da receita bruta com as deduções e todas as despesas do projeto, e uma linha de *CAPEX* e outros investimentos.

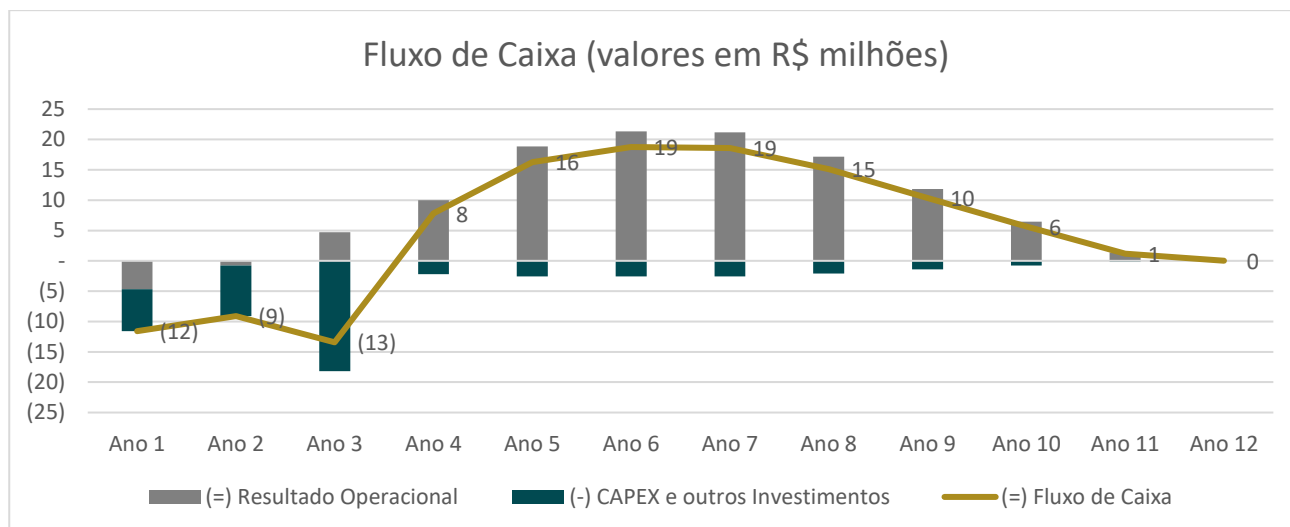
Figura 18 - Fluxo de caixa anual no cenário base

Fluxo de Caixa Anual Projetado (valores em R\$ milhões)	Total	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12
(=) Resultado Operacional	107	(5)	(1)	5	10	19	21	21	17	12	6	1	0
(+) Receita Bruta	163	3	9	15	21	24	24	24	20	14	8	2	0
(-) Deduções	(8)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	0
(-) Despesas	(47)	(7)	(9)	(9)	(10)	(4)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(0)	(0)
CAPEX e outros investimentos	(48)	(7)	(8)	(18)	(2)	(3)	(3)	(3)	(2)	(1)	(1)	(0)	(0)
(=) Fluxo de Caixa	60	(12)	(9)	(13)	8	16	19	19	15	10	6	1	0

Fonte: Elaborado pelo autor

A Figura 19 ilustra graficamente esse fluxo, mostrando, de maneira mais visual, as linhas do resultado operacional, do *CAPEX* e o fluxo de caixa resultante.

Figura 19 – Representação gráfica do fluxo de caixa anual no cenário base



Fonte: Elaborado pelo autor

Com base no fluxo de caixa resultante é possível observar que, nos dois primeiros anos do projeto, a receita bruta, oriunda da venda das frações, é inferior à linha de deduções somadas às despesas – essa composta, primariamente, pelas despesas comerciais. Assim, o resultado operacional nesse período é negativo. Além disso, nesse período os gastos com investimentos já são elevados, com a obra já iniciando e com a necessidade adicional de gastos com projetos e aprovações.

No terceiro ano a receita bruta já supera as despesas. Porém, os gastos com obra atingem seu pico, levando a um resultado negativo também nesse período. Assim, os três primeiros períodos resultaram em um fluxo de caixa negativo, o que significa que, nesses períodos, os sócios deverão aportar capital na SPE para suprir essa necessidade de caixa. A partir do terceiro ano o empreendimento passa a ter um resultado positivo de fluxo de caixa, fato que perdura até o 11º ano. Assim, os sócios poderão receber o retorno de seus investimentos no longo prazo.

Pode-se perceber, também, que, a partir do 5º ano do projeto, o valor das despesas está bastante reduzido se comparado com a despesa total dos quatro primeiros anos. Isso se dá, primariamente, pelo fato de que os esforços de venda se encerram justamente no 5º ano (considerando a velocidade de vendas estabelecida). Isso, aliado ao fato de que os custos com obra se encerraram no 3º ano, permite valores positivos expressivos nos anos seguintes, sobretudo entre o 5º e o 8º ano do projeto.

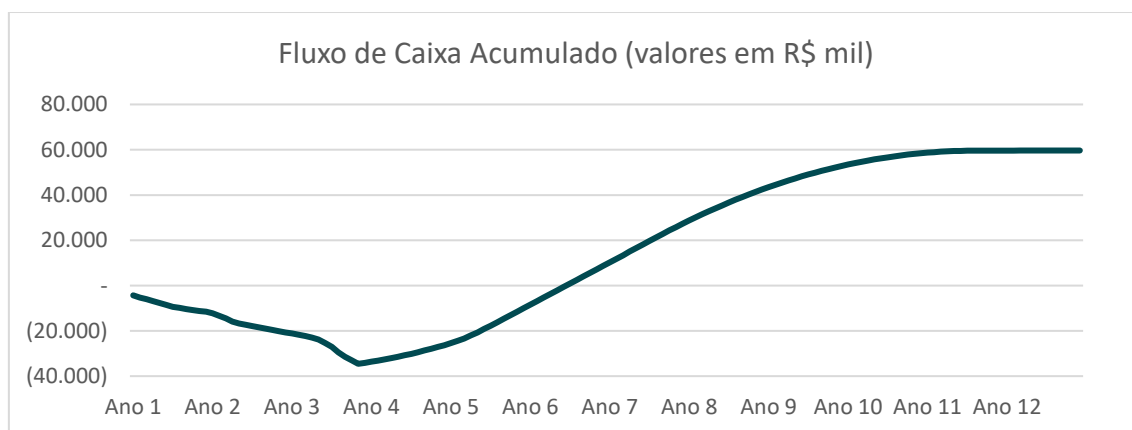
5.2.2 Fluxo de caixa acumulado

Partindo dos valores do fluxo de caixa mensal, o fluxo de caixa acumulado pode ser obtido somando-se, a cada resultado mensal do fluxo, o resultado do mês anterior, acumulando, assim, os resultados ao longo dos períodos. O valor do fluxo de caixa acumulado ao final do último período será equivalente ao valor total do fluxo de caixa mostrado na Figura 18 (R\$ 60 milhões).

O valor mínimo que o fluxo de caixa acumulado atinge nos permite obter a exposição máxima de caixa, ou seja, o valor total que deverá ser desembolsado pelos sócios para viabilizar o desenvolvimento do empreendimento. No caso do presente projeto, esse valor é de R\$ 35 milhões, valor esse atingido no 35º mês, que será o penúltimo mês do 3º ano. Isso significa que, durante os primeiros 35 meses de projeto, os sócios da SPE deverão investir no empreendimento para permitir sua continuação. Além disso, o fluxo de caixa acumulado só passa a ser positivo a partir do 67º mês do projeto, ou seja, o investimento dos sócios só é recuperado no 6º ano. Esses fatos demonstram a característica de longo prazo e de risco de projetos de multipropriedade.

O gráfico que representa o fluxo de caixa acumulado está ilustrado na Figura 20, na qual é possível verificar a exposição máxima de caixa no ponto mais baixo da curva, além do ponto em que esse fluxo passa a ser positivo.

Figura 20 - Fluxo de caixa acumulado do projeto



Fonte: Elaborado pelo autor

5.2.3 Margem e Taxa Interna de Retorno

Ao se dividir o valor total da linha do fluxo de caixa com o valor total da receita bruta obtém-se o valor 37% (margem do fluxo). Realizando a mesma operação, agora com os totais das linhas de dedução, despesas e CAPEX, nos permite observar a contribuição de cada uma dessas linhas para a margem do fluxo obtida. Os resultados dessas contas são evidenciados pela Tabela 10, que nos permite confirmar a relevância das despesas comerciais e dos investimentos para o fluxo do projeto.

Tabela 10 - Margens das linhas do fluxo de caixa no cenário base

Linha do Fluxo	Valor em R\$ mil	Margem (% Rec. Bruta)
Receita Bruta	162.500	100%
Deduções	-8.125	-5%
Despesas Comerciais	-29.182	-18%
Despesas com Salas de Vendas e Administrativas	-13.779	-8%
Serviços Terceirizados	-4.004	-2%
CAPEX e outros investimentos	-47.761	-29%
Fluxo de Caixa	59.649	37%

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, a TIR calculada do projeto no cenário base foi de **24,4% a.a.**

5.3 Análise dos Cenários Estressados

O cenário apresentado no capítulo anterior representa os resultados obtidos apenas no cenário base. Nesse capítulo será analisado o comportamento do valor da TIR e da exposição de caixa diante da mudança de determinadas variáveis, compondo possíveis cenários estressados. Logo, será analisado o impacto que a variação de alguns fatores poderá exercer no retorno de um investimento no projeto de multipropriedade aqui apresentado, assim como a necessidade total de capital a ser aportado.

As variáveis cujas variações serão analisadas são as que seguem:

a. Preço da fração. No cenário base o preço médio da fração é de R\$ 50.000. Será, portanto, realizada uma análise de sensibilidade sobre esse valor.

a. Parcelamento médio, cujo valor no cenário base é de 80 parcelas.

- b. Permuta financeira.** Esse modelo de pagamento que, como dito anteriormente, tem como objetivo quitar o valor do terreno obtido para desenvolver o empreendimento, tem, no cenário base, o valor de 11%.
- c. Custos comerciais,** os quais podemos incluir os seguintes:
 - i. Custos com comissionamento, que são pagamentos variáveis a serem pagos para a equipe de venda e para a comercializadora e que, no cenário base, totalizou 9% sobre o VGV líquido no mês.
 - ii. Custos com gestão de carteira, cujo valor no cenário base foi de 6% sobre a receita bruta no mês.
- d. Orçamento de obra,** cujo valor total no cenário base foi de R\$ 26,8 milhões.
- e. Taxa de cancelamento,** cujo valor no cenário base foi de 25%.

A análise de sensibilidade de cada uma dessas variáveis será utilizada em conjunto com a variável de velocidade de vendas das frações, ou seja, o tempo necessário para que todas as frações sejam vendidas. A velocidade de vendas no cenário base considerou um período de vendas de aproximadamente 4 anos. Para as análises de sensibilidade que serão realizadas, serão considerados os seguintes cenários de velocidades de vendas:

1. Venda total realizada em 5 anos, sendo o cenário mais conservador;
2. Venda total realizada em 4 anos, considerada no cenário base;
3. Venda total realizada em 3 anos, representando um cenário moderado; e
4. Venda total realizada em 2 anos, sendo o cenário mais otimista.

Será considerada, também, a política de investimentos da companhia, que estabelece que a taxa de retorno mínimo para investimento neste segmento seja de 23% em bases reais. Assim, os valores que superarem esse mínimo estarão destacados em verde nas tabelas (em contrapartida, os valores abaixo desse mínimo serão indicados com vermelho). Além disso, para parametrizar a análise de sensibilidade das variáveis acima destacadas, a fim de facilitar a comparação entre elas, serão utilizados intervalos de variações de 5%, para mais e para menos, até o valor de 15%.

Além disso, destaca-se a importância do valor da exposição de caixa na medida em que estabelece o capital que o sócio (papel que o fundo de investimento desempenha) precisará ter disponível em caixa no momento de necessidade do projeto. Para FIIs, que em sua maioria origina seus recursos no mercado aberto da bolsa, muitas vezes pode significar a necessidade de emitir novas cotas no mercado, a fim de obter esse capital necessário.

Por fim, os resultados das sensibilidades aplicadas sobre o valor da TIR e da exposição de caixa estão apresentados nas Tabelas 11 a 17.

a. Variação no preço da fração

Tabela 11 – Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando o preço da fração

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)							
		Variação no preço da fração							
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
Velocidade de Vendas	1	15,9% (36.411)	17,6% (36.141)	19,3% (35.870)	20,9% (35.600)	22,5% (35.330)	24,0% (35.059)	25,5% (34.789)	
	2	18,9% (35.540)	20,8% (35.210)	22,7% (34.880)	24,4% (34.549)	26,2% (34.219)	27,9% (33.888)	29,5% (33.558)	
	3	21,7% (34.525)	23,9% (34.124)	25,9% (33.724)	27,9% (33.323)	29,8% (32.923)	31,6% (32.522)	33,4% (32.122)	
	4	25,2% (32.684)	27,5% (32.160)	29,8% (31.637)	32,0% (31.113)	34,1% (30.590)	36,1% (30.066)	38,1% (29.543)	

Fonte: Elaborado pelo autor

b. Variação no parcelamento médio

Tabela 12 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando o parcelamento médio

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)							
		Variação no parcelamento médio							
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
Velocidade de Vendas	1	24,8% (32.807)	23,4% (33.841)	22,1% (34.767)	20,9% (35.600)	19,9% (36.354)	19,0% (37.039)	18,1% (37.664)	
	2	29,3% (31.135)	27,5% (32.400)	25,9% (33.531)	24,4% (34.549)	23,2% (35.470)	22,0% (36.308)	20,9% (37.072)	
	3	33,9% (29.185)	31,6% (30.718)	29,6% (32.089)	27,9% (33.323)	26,3% (34.440)	24,9% (35.455)	23,6% (36.382)	
	4	39,5% (25.968)	36,6% (27.874)	34,1% (29.579)	32,0% (31.113)	30,0% (32.502)	28,3% (33.764)	26,8% (34.916)	

Fonte: Elaborado pelo autor

c. Variação na permuta financeira

Tabela 13 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando a permuta financeira

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)							
		Variação na permuta financeira							
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
Velocidade de Vendas	1	21,8% (35.277)	21,5% (35.384)	21,2% (35.492)	20,9% (35.600)	20,6% (35.708)	20,4% (35.815)	20,1% (35.923)	
	2	25,4% (34.154)	25,1% (34.286)	24,8% (34.418)	24,4% (34.549)	24,1% (34.681)	23,8% (34.812)	23,5% (34.944)	
	3	29,0% (32.845)	28,6% (33.004)	28,2% (33.164)	27,9% (33.323)	27,5% (33.483)	27,1% (33.642)	26,7% (33.802)	
	4	33,2% (30.518)	32,8% (30.717)	32,4% (30.915)	32,0% (31.113)	31,5% (31.312)	31,1% (31.510)	30,7% (31.708)	

Fonte: Elaborado pelo autor

d. Variação nos custos comerciais

i. Taxa de comissionamento

Tabela 14 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando a taxa de comissionamento

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)						
		Variação na taxa de comissionamento						
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Velocidade de Vendas	1	22,2% (34.456)	21,8% (34.837)	21,4% (35.219)	20,9% (35.600)	20,5% (35.981)	20,1% (36.362)	19,7% (36.744)
	2	26,0% (33.151)	25,5% (33.617)	25,0% (34.083)	24,4% (34.549)	24,0% (35.015)	23,5% (35.481)	23,0% (35.947)
	3	29,7% (31.629)	29,1% (32.194)	28,5% (32.759)	27,9% (33.323)	27,3% (33.888)	26,7% (34.453)	26,1% (35.018)
	4	34,2% (29.041)	33,5% (29.732)	32,7% (30.423)	32,0% (31.113)	31,2% (31.804)	30,5% (32.495)	29,8% (33.185)

Fonte: Elaborado pelo autor

ii. Gestão de carteira

Tabela 15 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando a taxa de gestão de carteira

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)						
		Variação na taxa de gestão de carteira						
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Velocidade de Vendas	1	21,4% (35.416)	21,3% (35.477)	21,1% (35.539)	20,9% (35.600)	20,8% (35.661)	20,6% (35.722)	20,4% (35.783)
	2	25,0% (34.325)	24,8% (34.400)	24,6% (34.474)	24,4% (34.549)	24,3% (34.624)	24,1% (34.699)	23,9% (34.774)
	3	28,5% (33.051)	28,3% (33.142)	28,1% (33.233)	27,9% (33.323)	27,6% (33.414)	27,4% (33.505)	27,2% (33.595)
	4	32,7% (30.775)	32,4% (30.888)	32,2% (31.001)	32,0% (31.113)	31,7% (31.226)	31,5% (31.339)	31,2% (31.451)

Fonte: Elaborado pelo autor

e. Variação no orçamento de obra

Tabela 16 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando o orçamento de obra

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)						
		Variação no orçamento de obra						
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Velocidade de Vendas	1	24,5% (30.905)	23,2% (32.470)	22,1% (34.035)	20,9% (35.600)	19,9% (37.165)	18,8% (38.730)	17,8% (40.295)
	2	28,4% (29.854)	27,0% (31.419)	25,7% (32.984)	24,4% (34.549)	23,2% (36.114)	22,1% (37.679)	20,9% (39.244)
	3	32,2% (28.628)	30,7% (30.193)	29,3% (31.758)	27,9% (33.323)	26,5% (34.888)	25,2% (36.453)	24,0% (38.018)
	4	36,8% (26.418)	35,1% (27.983)	33,5% (29.548)	32,0% (31.113)	30,5% (32.678)	29,0% (34.244)	27,6% (35.809)

Fonte: Elaborado pelo autor

f. Variação na taxa de cancelamento

Tabela 17 - Sensibilidade da TIR e da exposição de caixa variando a taxa de cancelamento

		Sensibilidade sobre a taxa interna de retorno (% a.a.) e sobre a exposição de caixa (R\$ mil)						
		Variação na taxa de cancelamento						
TIR (% a.a.)		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Velocidade de Vendas	1	21,8% (35.363)	21,6% (35.442)	21,3% (35.521)	20,9% (35.600)	20,7% (35.679)	20,4% (35.757)	20,1% (35.836)
	2	25,4% (34.260)	25,1% (34.357)	24,8% (34.453)	24,4% (34.549)	24,1% (34.645)	23,8% (34.742)	23,5% (34.838)
	3	28,9% (32.973)	28,5% (33.090)	27,6% (33.744)	27,9% (33.323)	27,6% (33.440)	26,7% (34.067)	26,9% (33.674)
	4	32,9% (29.817)	32,6% (30.332)	32,3% (30.615)	32,0% (31.113)	31,0% (32.033)	31,3% (31.649)	31,0% (31.899)

Fonte: Elaborado pelo autor

Primeiramente, percebe-se que o valor do preço da fração, juntamente com o parcelamento médio e o valor do orçamento de obra, são as variáveis que mais influenciam o valor da TIR do projeto. As outras variáveis, por sua vez, exercem um papel bastante marginal no retorno. Dessas últimas, todas possuem em comum o fato de serem atreladas à receita.

A velocidade de vendas, também, exerce grande influência na TIR do investimento, sendo possível notar que 1 ano a menos de venda total das frações pode significar um ganho de aproximadamente 3% no retorno. Apesar disso, percebe-se que grande parte dos cenários atingem o valor mínimo de 23% a partir da velocidade de vendas 2 (que considera a venda total em 4 anos).

Por outro lado, a exposição de caixa é maior influenciada, como esperado, pelo valor do orçamento de obra, já que grande parte dos investimentos no início do desenvolvimento do projeto é voltado para a construção do empreendimento. Porém, observou-se que outras variáveis também podem exercer uma influência considerável nesse parâmetro, como o parcelamento médio e a própria velocidade de vendas. Essa influência ocorre, sobretudo, pelo fato de que aumentar a velocidade de vendas ou diminuir o número médio de parcelamento contribui para uma antecipação das receitas de vendas, que irão fazer frente às necessidades iniciais de investimento, o que contribui para “suavizar” a necessidade intensiva de capital nesses períodos. O contrário também é verdadeiro, ou seja, aumentar o parcelamento ou diminuir a velocidade de vendas alonga o período de recebimento dessas receitas, contribuindo menos para a suavização das necessidades iniciais de capital. Isso demonstra, também, a importância de se iniciar a venda das frações meses antes do início da obra do empreendimento, justamente para minimizar essa necessidade de capital.

6 CONCLUSÃO

O objetivo do trabalho foi estudar e entender o modelo de negócios da multipropriedade e avaliar sua viabilidade econômico-financeira. Inicialmente, para se entender o modelo de negócios, foi realizada uma análise do setor, tendo como foco o mercado de segunda residência, no qual está inserido e, posteriormente, o mercado de multipropriedade no Brasil. Esse estudo se revelou uma tarefa bastante desafiadora, sobretudo devido aos poucos dados disponíveis sobre a multipropriedade no país.

Em seguida, foi realizada uma análise mais profunda do modelo de negócios, sendo definido o que é o produto ofertado, caracterizando-se os diferentes tipos de propriedades fracionadas que são comercializados e buscando-se entender quais são as vantagens trazidas por esse modelo, considerando o ponto de vista tanto do desenvolvedor quanto do consumidor. Também, detalhou-se as principais etapas presentes no desenvolvimento de um projeto de multipropriedade, assim como seus principais stakeholders e os principais riscos envolvidos. Posteriormente, utilizando o *framework* do *Business Model Canvas*, mapeou-se o modelo de negócios valendo-se dos 9 itens propostos por Osterwalder. Por fim, procurou-se estabelecer um paralelo entre as características presentes no modelo de negócios da multipropriedade e os princípios presentes no conceito da economia compartilhada.

Para que se fosse realizada uma avaliação econômico-financeira de um projeto de multipropriedade, tomou-se como base um caso real - vivenciado pelo autor do estudo - de desenvolvimento de um empreendimento do tipo. Assim, construiu-se um protótipo definindo-se as premissas de receitas, despesas, custos e investimentos necessários, as quais compuseram o cenário base. A partir dos parâmetros definidos para o protótipo, elaborou-se uma simulação do fluxo de caixa gerado ao longo do ciclo de vida do projeto.

A partir desse fluxo, foi possível extrair o valor da Taxa Interna de Retorno do empreendimento, a qual foi de 24,4% a.a., assim como o valor da exposição de caixa, ou seja, o valor total que deverá ser desembolsado pelos sócios para viabilizar o empreendimento, e que resultou em R\$ 35 milhões. Pôde-se confirmar, analisando o fluxo de caixa e os resultados obtidos, que esse tipo de investimento demanda altos desembolsos de capital durante um longo período, evidenciando sua característica de longo prazo e de elevado risco.

Por fim, foi realizada uma análise de sensibilidade sobre a Taxa Interna de Retorno do projeto, a fim de se avaliar o impacto da variação de certos parâmetros na rentabilidade do investimento no empreendimento. Observou-se que os parâmetros que mais influenciam a rentabilidade do negócio são: o (i) preço da fração; (ii) o parcelamento médio adotado; (iii) o orçamento de obra; e (iv) a velocidade de vendas.

Junto à sensibilidade realizada sobre a TIR, sensibilizou-se, também, a exposição de caixa do projeto. Observou-se que, além dos investimentos em obra, o parcelamento médio e a velocidade de vendas também influenciaram de maneira considerável o valor do investimento total necessário.

7 REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Regras e Procedimentos ANBIMA do Código de Administração de Recursos de Terceiros**. 2019.

ARRAIS, T. A. **Morar na metrópole, viver na praia ou no campo: A segunda residência e o mercado imobiliário**. Goiana: Editora UFG, 2013. 109

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários**. Março de 2021.

BARDHI, F.; ECKHARDT, Giana M. Access-Based Consumption: The Case of Car Sharing. **Journal of Consumer Research**, v. 39, p. 881-898, dez. 2012.

BRASIL. Lei nº 13.777, de 20 de dezembro de 2018. Altera as Leis nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), e 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei dos Registros Públicos), para dispor sobre o regime jurídico da multipropriedade e seu registro. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 de dezembro de 2018.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e do Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 25 de junho de 1993.

BRASIL. Ministério do Turismo. Sistema Brasileiro de Classificação de Meios de Hospedagem. In: MINISTÉRIO DO TURISMO; FUNDAÇÃO UNIVERSA (Coord.). Cartilha de Orientação básica, 1. 2. Ed. Brasília, DF, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 472**. 2008.

CAIO CALFAT REAL ESTATE CONSULTING. **Cenário do desenvolvimento de multipropriedades no Brasil**. São Paulo: 2020. 43 p.

CVM. **Certificado de Recebíveis Imobiliários CRI**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/certificado_recebeveis.html. Acesso em 26 de maio de 2021.

FRENKEN, K; SCHOR, J. Putting the sharing economy into perspective. *Environmental Innovation and Societal Transitions*, 2017. Ahead of Print. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eist.2017.01.003>. Acesso em 10 de maio de 2021.

GATTO, N. M.; PORTO, P. T. Venda de participação societária em projetos imobiliários: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES, 15, 2015, São Paulo. **Anais...** São Paulo: LARES, 2015.

HIRA, A.; REILLY, K. The Emergence of the Sharing Economy: Implications for Development. **Journal of Developing Societies**, v. 33, p. 175-190, 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Censo Demográfico 2010:** características da população e dos domicílios. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. 270 p.

NERI, Marcelo C. **As Classes Médias Brasileiras**. Rio de Janeiro: FGV Social, 2019. 57 p.

OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business Model Generation – Inovação em Modelos de Negócios:** um manual para visionários, inovadores e revolucionários. 5 ed. Tradução: Raphael Bonelli. Rio de Janeiro: Alta Books, 2011, 300 p.

POWANGA, A; POWANGA, L. An economic analysis of a timeshare ownership. **Journal of Retail & Leisure Property**. Denver, v. 7, n. 1, p 69-83, 2008.

RITTER, M.; SCHANZ, H. The sharing economy: A comprehensive business model framework. **Journal of Cleaner Production**, v. 213, p. 320-331, dez. 2018.

R. L. JÚNIOR., J. **O Conceito de Taxa de Retorno**. 1996. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Escola Politécnica da USP – Departamento de Engenharia de Construção de Construção Civil, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

R. L. JÚNIOR., J. **Análise de Investimentos: Princípios e Técnicas para Empreendimentos do Setor da Construção Civil**. 1993. Texto Técnico - Departamento de Engenharia de Construção de Construção Civil, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993.

SEBRAE. **O que é Sociedade de Propósito Específico (SPE) e como funciona**. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/artigosCoperacao/o-que-sao-sociedades-de-proposito-especifico,79af438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>. Acesso em 15 de abril de 2021.

SECOVI. **Manual de melhores práticas para multipropriedades turísticas**. São Paulo: 2019. 139 p.

TULIK, O. **Turismo e meios de hospedagem:** casas de temporada. São Paulo, Roca, 2001.