

ROGÉRIO GHERSON

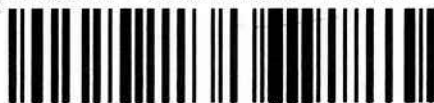
**ANÁLISE COMPARATIVA EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS
RESIDENCIAIS NA CIDADE DE SÃO PAULO:
O CASO DO PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E A SECURITIZAÇÃO DE
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS**

Monografia apresentada ao Programa de
Educação Continuada em Engenharia da
Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo para conclusão do curso de MBA
em Gerenciamento de Empresas e
Empreendimentos na Construção Civil
com Ênfase em *Real Estate*

**MBA/RE
G342a**



Escola Politécnica - EPBC



31200061728

São Paulo
2005

[1536023]

MBA/RE

G342a

ROGÉRIO GHERSON

**ANÁLISE COMPARATIVA EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS
RESIDENCIAIS NA CIDADE DE SÃO PAULO:
O CASO DO PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E A SECURITIZAÇÃO DE
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS**

Monografia apresentada ao Programa de
Educação Continuada em Engenharia da
Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo para conclusão do curso de MBA
em Gerenciamento de Empresas e
Empreendimentos na Construção Civil
com Ênfase em *Real Estate*

Área de Concentração:
Engenharia de Construção Civil e Urbana

Orientador:
Prof. Mestre em Engenharia
Rogério Fonseca Santovito

São Paulo
2005

FICHA CATALOGRÁFICA

Gherson, Rogerio

Análise comparativa em empreendimentos imobiliários residenciais na cidade de São Paulo: o caso do planejamento tributário e a securitização de recebíveis imobiliários / R.

Gherson. -- São Paulo, 2005.

89 p.

Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em *Real Estate*) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Programa de Educação Continuada em Engenharia.

1.Planejamento tributário 2.Securitização 3.Empreendimentos imobiliários I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Programa de Educação Continuada em Engenharia II.t.

AGRADECIMENTOS

Ao orientador Prof. Mestre em Engenharia Rogério Fonseca Santovito pelo apoio, incentivo e dedicação quando das reuniões de acompanhamento e revisão do trabalho;

À minha esposa, Gisele, pela dedicação, apoio, paciência e ajuda nas revisões do texto;

Ao Saulo de Tarso Alves de Lara, diretor adjunto financeiro do Grupo Cyrela, pelas orientações e preciosas horas destinadas às discussões sobre este tema;

Agradeço a todos os profissionais que buscaram uma brecha na agitada rotina corporativa para conceder as entrevistas que foram fundamentais à elaboração deste trabalho. Em especial ao Rafael Novellino, diretor financeiro do Grupo Cyrela, Antonio Carlos Sofiato, gerente administrativo do Grupo Cyrela, Laércio Lampiasi, gerente de tributos da Gafisa S/A e ao Fernando Pinilha Cruz, diretor da *Brazilian Securities*;

Aos meus queridos pais, pela compreensão com a ausência e principalmente por acreditarem em meu potencial.

RESUMO

Este trabalho apresenta e analisa um estudo comparativo entre opções de planejamento tributário possíveis de serem utilizadas no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais, quando adota-se a securitização de recebíveis imobiliários. As alternativas são analisadas separadamente, pois o foco deste trabalho está na análise da qualidade econômica obtida em um empreendimento, quando utilizada cada uma dessas alternativas. Deste modo, ressalta-se ao longo do texto, a situação mais adequada à utilização, em cada alternativa. Para atingir tal objetivo, o texto primeiramente procura expor os aspectos regulatórios e legais de cada alternativa. Posteriormente, para reconhecer o impacto de cada alternativa, é realizado um estudo de caso utilizando-se um empreendimento imobiliário residencial localizado na cidade de São Paulo. Finalmente, o trabalho traz recomendações e orientações ao incorporador para serem utilizadas durante o planejamento estratégico de empreendimentos imobiliários residenciais.

ABSTRACT

This monograph presents and analyses a comparative study among possible options of tax planning that can be used to develop residential real estate, when mortgage securization is adopted. These options are analyzed separately, as the main focus of this study is in the economic analyses of a project, when used each alternative. As so it emphasizes, through the study, which situation is more suitable for each alternative. To follow this proposal, the text firstly present regulatory and legal issues for each option. To recognize the impact of each alternative, it is presented a case study of a residential real estate located in São Paulo. As a conclusion, this monograph brings suggestions to the investor to apply at the moment of the strategic planning of residential real estate.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS

LISTA DE TABELAS

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

1. INTRODUÇÃO	1
2. ROTINA DE PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS	5
2.1 Aspectos Relevantes.....	5
2.2 Rotina de Planejamento	8
3. CONCEITUAÇÃO DE TRIBUTOS E REGIMES DE APURAÇÃO	13
3.1 Elementos Fundamentais	13
3.1.1 Histórico.....	13
3.1.2 Tributos	14
3.1.3 Definições	15
3.1.4 Impostos	16
3.1.5 Taxas	17
3.1.6 Contribuições	18
3.2 Composição da Carga Tributária para Atividade Imobiliária	21
3.2.1 Imposto de Renda.....	21
3.2.2 Contribuição Social Sobre Lucro Líquido	25
3.2.3 PIS.....	25
3.2.4 COFINS	26
3.2.5 CPMF	27
3.2.6 OUTROS.....	27
3.3 Regimes de Apuração	28
3.3.1 Regime de Apuração pelo Lucro Real	28
3.3.2 Regime de Apuração pelo Lucro Presumido	30
3.3.3 Regime de Apuração pelo Patrimônio de Afetação	32
3.3.4 Associação de Empresas (Condomínios, Consórcios, SPE)	34
3.3.5 Regime de Apuração pelo Lucro Arbitrado	34
3.3.6 Regime de Apuração pelo Simples	35
3.4 Comparação entre Lucro Real x Lucro Presumido	35
4. SECURITIZAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS	37
4.1 Conceituação	37
4.1.1 Securitização de Recebíveis Imobiliários	38
4.2 Histórico.....	39
4.3 Aspectos Regulamentares e Legais.....	41

4.4 Estrutura da Securitização.....	43
4.5 Custo da Securitização	47
4.6 Atributos da Operação	48
5. ESTUDO DE CASO	50
5.1 Apresentação do Caso Referencial de Mercado.....	50
5.2 Metodologia Utilizada para Cálculo dos Indicadores da Qualidade.....	54
5.3 Cenário Referencial de Mercado.....	55
5.4 Securitização de Recebíveis Imobiliários	62
5.5 Curva de Formação da Taxa de Retorno.....	68
6. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	70
6.1 Variação de Cenário.....	70
6.1.1 Variação do PIS / COFINS	70
6.1.2 Variação do IR / CSLL	72
6.1.3 Inflação.....	75
6.1.4 Efeito cruzado de aumento da alíquota de PIS / COFINS, IR / CSLL e Inflação.....	77
6.2 Critérios para Tomada de Decisão	80
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	84
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	86
BIBLIOGRAFIA RECOMENDADA	89

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	- Esquema de formação de preço.....	6
Figura 2	- Roteiro básico de planejamento.....	9
Figura 3	- Estrutura do sistema empreendimento.....	33
Figura 4	- Histórico de emissões de certificados de recebíveis imobiliários..	40
Figura 5	- Resumo da operação de emissões de certificados de recebíveis imobiliários.....	43
Figura 6	- Processo de emissões de certificados de recebíveis imobiliários..	45
Figura 7	- Percentuais de desembolso das contas pré-operacionais.....	51
Figura 8	- Percentuais de desembolso dos custos de produção.....	51
Figura 9	- Percentuais de recebimento da receita.....	52
Figura 10	- Percentuais de despesas com corretagem e promoção.....	53
Figura 11	- Curva de formação da taxa de retorno.....	69
Figura 12	- Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do PIS / COFINS, na opção de securitização no regime de lucro real.....	71
Figura 13	- Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do PIS / COFINS, na opção de securitização no regime de lucro presumido	72
Figura 14	- Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro real.....	73
Figura 15	- Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro presumido	74
Figura 16	- Gráfico de TRR para o cenário com flutuação da inflação, na opção de securitização no regime de lucro real	75
Figura 17	- Gráfico de TRR para o cenário com flutuação da inflação, na opção de securitização no regime de lucro presumido	76

Figura 18	- Gráfico de TRR para o cenário com análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro real	78
Figura 19	- Gráfico de TRR para o cenário com análise cruzada, na opção de securitização no regime de lucro presumido	79
Figura 20	- Comparação entre lucro real x lucro presumido	81
Figura 21	- Comparação entre resultado x tributo.....	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	- Tabela de Comparação	36
Tabela 2	- Cenário Econômico.....	53
Tabela 3	- Movimentações das vendas, valores em R\$ mil.....	56
Tabela 4	- Movimentações das despesas com produção, valores em R\$ mil.....	57
Tabela 5	- Movimentações das despesas com comercialização, valores em R\$ mil.....	58
Tabela 6	- Tributos incidentes, valores em R\$ mil.....	59
Tabela 7	- Investimento e retorno, valores em R\$ mil.....	60
Tabela 8	- Indicadores para o cenário referencial de mercado	61
Tabela 9	- Receitas para o caso de securitização, valores em R\$ mil.....	63
Tabela 10	- Tributos para o caso de securitização, valores em R\$ mil	64
Tabela 11	- Investimento e retorno na securitização, valores em R\$ mil.....	65
Tabela 12	- Tributos para o caso da securitização com lucro presumido, valores em R\$ mil.....	66
Tabela 13	- Investimento e retorno na securitização com lucro presumido, valores em R\$ mil.....	67
Tabela 14	- Indicadores para o cenário com securitização.....	68
Tabela 15	- Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do PIS / COFINS, na opção de securitização no regime de lucro real, valores em R\$ mil	70
Tabela 16	- Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do PIS / COFINS, na opção de securitização no regime de lucro presumido, valores em R\$ mil.....	71
Tabela 17	- Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro real, valores em R\$ mil	73

Tabela 18	-Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro presumido, valores em R\$ mil.....	74
Tabela 19	- Indicadores para o cenário com flutuação do valor de venda, na opção de securitização no regime lucro real, valores em R\$ mil ...	76
Tabela 20	- Indicadores para o cenário com flutuação do valor de venda, na opção de securitização no regime de lucro presumido, valores em R\$ mil	77
Tabela 21	- Indicadores para o cenário de análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro real, valores em R\$ mil	78
Tabela 22	- Indicadores para o cenário de análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro presumido, valores em R\$ mil	79
Tabela 23	- Indicadores para o cenário com terreno adquirido de pessoa jurídica.....	80

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CCI	- Cédulas de Crédito Imobiliário
CETIP	- Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados
CGA	- Contas Gerais da Administração
CMN	- Conselho Monetário Nacional
COFINS	- Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
COP	- Custo de Oportunidade
CPMF	- Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CRI	- Certificado de Recebível Imobiliário
CSLL	- Contribuição Social sobre Lucro Líquido
CTN	- Código Tributário Nacional
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DRE	- Demonstrativo de Resultado do Exercício
FGTS	- Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICMS	- Imposto sobre Circulação e Mercadorias e Serviços
IGP-M	- Índice Geral de Preços do Mercado
IN	- Instrução Normativa
INCC	- Índice Nacional da Construção Civil
INSS	- Contribuição Previdenciária
IPI	- Imposto sobre Produtos Industrializados
IPU	- Imposto Predial e Territorial Urbano
IPVA	- Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores

IR	- Imposto de Renda
IRPJ	- Imposto de Renda Pessoa Jurídica
ISS	- Imposto sobre Serviço de qualquer Natureza
ITBI	- Imposto de Transmissão de Bens e Imóveis
LAIR	- Lucro Antes do Imposto de Renda
PIS	- Programa de Integridade Social
RIR	- Regulamento do Imposto de Renda
SFI	- Sistema Financeiro Imobiliário
SPE	- Sociedade de Propósito Específico
SRF	- Secretaria da Receita Federal
TAT	- Taxa de Atratividade
TRR	- Taxa de Retorno Restrita
VGv	- Volume Geral de Vendas

1. INTRODUÇÃO

A preocupação dos empresários do setor da Construção Civil e, particularmente dos incorporadores de empreendimentos imobiliários residenciais, com o desempenho dos investimentos, vêm se tornando cada vez mais intensa. Esta reação surge do aumento da competitividade entre as empresas e a busca por uma posição no mercado, que está diretamente ligada à qualidade de seus serviços e produtos. Neste cenário, estudos de alternativas para o melhor desempenho de suas empresas e seus empreendimentos se tornam imprescindíveis.

Além disto, com a elevada carga tributária atualmente existente no Brasil, se torna fundamental ao empreendedor conhecer alternativas legais para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais. Neste contexto, devem ser estudadas inicialmente as taxas e tributos incidentes quando na implementação de um empreendimento residencial na cidade de São Paulo, sendo então verificadas as possíveis formas de planejamento tributário.

Adiciona-se o fato de que, como poucos são os empreendedores que possuem recursos suficientes para suportar a totalidade dos investimentos necessários para o desenvolvimento de empreendimentos desta natureza, o que torna interessante a alternativa da securitização, que utiliza recursos obtidos pela emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's). Esta é uma operação já consolidada no mercado exterior, principalmente no norte-americano, que vêm crescendo no Brasil nos últimos anos, e que possui critérios tributários e legais específicos que podem ter impacto na qualidade do investimento.

Neste trabalho é realizado um estudo comparativo de opções de planejamento tributário¹ para um empreendimento securitizado com enfoque no regime de apuração, que podem ser utilizadas na organização estratégica das empresas durante o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais na cidade de São

¹ O planejamento tributário envolve uma série de ações relacionadas ao tributo, todavia o enfoque deste trabalho está no regime de apuração.

Paulo, com o intuito de apontar os pontos mais relevantes que devem ser levados em consideração no momento da tomada de decisão. Será utilizado como referencial de comparação um empreendimento cuja rotina para desenvolvimento transcorre conforme os padrões usuais de mercado.

Apesar do planejamento tributário ter efeito em toda organização da empresa, o enfoque deste estudo é seu impacto na qualidade do empreendimento, para assim utilizá-lo no ambiente de securitização, que influencia diretamente no ambiente do empreendimento.

O estudo visa fornecer informações para que o decisor tenha uma perspectiva mais clara sobre em qual situação é mais adequado o emprego da securitização, como também quais são alternativas de regimes de apuração de lucro.

Outro fator relevante é que o foco do trabalho está na qualidade econômica que o empreendimento oferece ao incorporador no momento do estudo da qualidade e tomada de decisão, e não nos aspectos operacionais de cada opção.

Para o desenvolvimento do assunto, primeiramente é tratada a questão do desenvolvimento estratégico em empreendimentos imobiliários, visando recuperar conceitos e premissas que embasam o trabalho, fundamentando conceitos teóricos e apontando a relevância deste tema para uma melhor compreensão do estudo de caso e das conclusões que podem ser desprendidas deste.

A seguir, é feito um esclarecimento sobre a carga tributária, [i] adotando conceitos; e [ii] especificando a carga tributária, relacionando-a com a legislação e suas alíquotas. Posteriormente, são discutidos os conceitos do processo de securitização tratando de seus aspectos regulamentares e legais. Uma vez que, o entendimento, a conceituação e as opções envolvidas em cada alternativa já estejam clarificados, será desenvolvido e discutido o estudo de caso.

O estudo de caso se baseia na construção de um modelo para análise da qualidade de um empreendimento referencial de mercado, onde são simuladas flutuações de cenário² para estudo de sua sensibilidade, demonstrando seu padrão de rentabilidade e riscos. Em seguida, são analisadas neste modelo as variações no binômio risco x retorno quando são incorporadas as especificidades de cada opção: [i] securitização de recebíveis imobiliários no regime de lucro real; e [ii] a securitização de recebíveis imobiliários no regime de lucro presumido.

Para análise da qualidade do empreendimento são utilizados os seguintes indicadores: curvas de taxa de retorno que possibilitam reconhecer o padrão de rentabilidade e o prazo de recuperação dos investimentos (*payback*); e a margem de lucro. O critério adotado para cálculo destes indicadores está fundamentado em metodologias já consolidadas no meio acadêmico³.

A análise do modelo permite correlacionar os indicadores com os riscos envolvidos, de modo a fornecer parâmetros para organização estratégica no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários residenciais na cidade de São Paulo, contribuindo desta maneira, para a melhora do processo de tomada de decisão do investidor.

As conclusões do trabalho estão fundamentadas em algumas premissas conceituais. Primeiramente, considera-se que o empreendedor tem disponibilidade dos recursos financeiros e que, com base no resultado da rentabilidade e risco, escolhe livremente quais dentre as possibilidades oferece a melhor qualidade econômica. Deste modo, não são feitas considerações a respeito da adequação da composição financeira de cada alternativa. Além disto, uma vez que a região tem interferência sob o aspecto tributário, todo estudo de caso está embasado nas legislações específicas da cidade de São Paulo. Caso haja alguma alteração nas leis, ou o empreendimento se localize em outro município, as conclusões extraídas do texto podem não ser válidas.

² As flutuações de cenário admitidas para o estudo de caso são: [i] flutuação das alíquotas de PIS / COFINS; [ii] flutuação das alíquotas de IR / CSLL; e [iii] flutuação da inflação.

³ Para maiores detalhes vide ROCHA LIMA JR. [1998].

Pretende-se apresentar neste estudo, quais são os aspectos relevantes para o decisor, tanto no emprego da securitização de recebíveis imobiliários, quanto no planejamento tributário, no que tange a incidência de carga tributária. Ademais, através de um breve estudo sobre a legislação brasileira relativa ao assunto, são discutidas as situações em que existem alternativas para melhoria da qualidade do negócio, com foco no mercado residencial da cidade de São Paulo e, mais especificamente, no caso sobre o qual se apóia este trabalho.

2. ROTINA DE PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO EM EMPREENDEMENTOS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS

Este capítulo visa clarificar a importância e a conceituação do planejamento estratégico para empreendimentos imobiliários residenciais, na qual se inclui a formatação do produto, além de demonstrar o processo de formação de preços do produto habitacional.

Em sequência, é apresentada a rotina a ser adotada quando do planejamento estratégico de um empreendimento.

2.1 Aspectos Relevantes

No contexto de aumento da competitividade entre as empresas do setor da construção civil, que se reflete na busca da qualidade em seus produtos e serviços, torna-se relevante a etapa de planejamento estratégico, na qual se inclui a formatação do produto habitacional. Ademais, com o padrão de risco dos negócios do setor imobiliário, há a expectativa de taxas de retorno que compensem tal exposição, [ROCHA LIMA JR, 1993]. Na busca por alternativas de ação que possibilitem o desempenho empresarial satisfatório e a tomada de decisão, torna-se vital que o planejamento do produto seja feito com rigor, uma vez o comportamento da operação pode apresentar grande sensibilidade em função da quebra de desempenho das variáveis arbitradas no planejamento, utilizadas como indicadores da qualidade, e base para tomada de decisão.

De acordo com ROCHA LIMA JR [1993], entende-se como processo de planejamento a sistemática pela qual é formulado o conjunto de informações e análises, suficientes para que as decisões sobre o curso de uma determinada ação possam ser tomadas com maior qualidade. Especificamente, o produto terá mais qualidade quando seus atributos relacionados à localização, vizinhança, acessibilidade, desenho, dimensões e qualidade intrínseca dos materiais e

acabamentos, mais se adequarem aos anseios e necessidades do potencial comprador daquele produto.

Previamente à questão do roteiro básico de formatação do produto, o qual se entende como válido, é preciso compreender o processo de formação de preços, especialmente no mercado imobiliário, onde cada venda acaba sendo ajustada às possibilidades do comprador, gerando para cada uma de suas unidades, uma específica combinação de preço e forma de pagamento. Neste processo, ROCHA LIMA JR [1993] esclarece que em uma economia elementar, onde não há monopólio, cartel ou qualquer tipo de definição do preço, os preços tendem a se formar no seio de seus mercados.

A figura 1 ilustra o ambiente em que se encontra inserido o produto imobiliário, juntamente com os vetores de pressão atuantes, que a partir desta situação, tendem a determinar o preço das futuras transações. Cabe realçar, que a liquidez do produto está vinculada a sua relação preço⁴ x qualidade⁵, ou seja, o mercado paga um preço que entende como “justo” para a qualidade que lhe é oferecida.

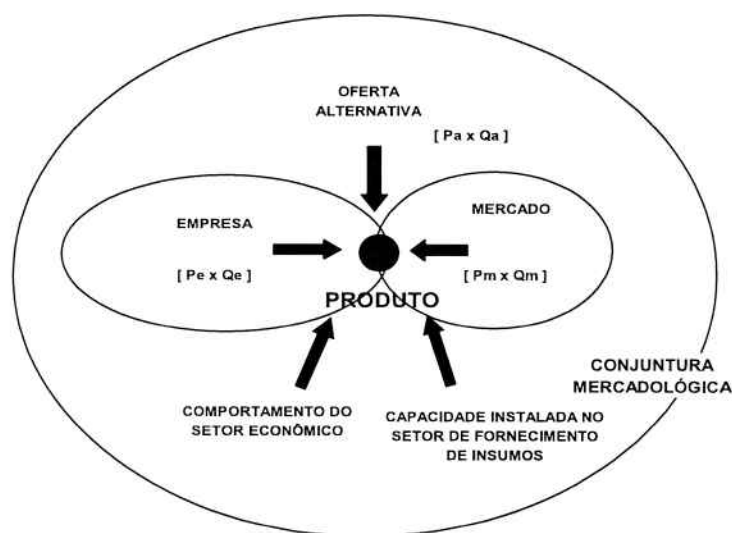


Figura 1 – Esquema de formação de preço. Fonte : Adaptação de ROCHA LIMA JR. [1993]

⁴ Segundo ROCHA LIMA JR [1993], quando tratamos de preço, estão inclusas as condições de pagamento do preço, uma vez que os valores pagos comprometem o orçamento familiar de forma expressiva.

⁵ Entende-se como qualidade de um produto seu estado de desempenho de um conjunto de atributos relativos ao referencial que o comprador mantém a respeito do mesmo; ou seja, o referencial de qualidade está no mercado, e não no incorporador, [ROCHA LIMA JR, 1993].

Interpretando a Figura 1, pode-se observar que diante do empreendedor do setor imobiliário existe tanto seu mercado alvo, ou seja, o comprador potencial de seu produto, como também se encontra a oferta competitiva, a partir da qual o mercado, ou melhor, o potencial comprador fará a avaliação dos atributos da oferta existente, estabelecendo o parâmetro de qualidade que espera obter para aquele patamar de preço. É relevante observar que os preços são também influenciados pelo comportamento dos mercados de capitais e financeiros; e que todos os vetores, devido à estrutura do setor, são influenciados por políticas governamentais.

Teoricamente o vetor predominante é aquele proveniente do mercado alvo, ou seja, qualidade de mercado (Q_m) e preço de mercado (P_m). Para um empreendedor obter uma maior aceitação de seu produto (fato este constatado através de uma maior velocidade de vendas, proporcionando assim uma maior liquidez), este deve trabalhar com a qualidade de seu produto (Q_e) maior que qualidade da oferta alternativa (Q_a), como também maior, ou igual, à qualidade do mercado (Q_m), para o caso que se adote o mesmo patamar de preço entre a empresa, o comprador e as ofertas alternativas.

Entretanto, esta situação de mercado parece incompatível. Pois para se obter uma melhor qualidade do produto, tende-se a gerar situações em que o preço do empreendedor (P_e) será maior do que o preço de mercado (P_m), o que inviabiliza totalmente a liquidez.

Para contornar esta situação, uma alternativa é obter ganhos de produtividade de modo a alavancar qualidade do empreendedor (Q_e) o mais próximo da qualidade de mercado (Q_m) sem comprometer as margens da empresa. Entretanto, o setor da construção civil não consegue obter ganhos de produtividade na dinâmica necessária. O setor não responde na mesma velocidade em que as mudanças ocorrem em nossa sociedade. Além desta questão, o empreendedor se depara com a grande velocidade com que os novos processos são difundidos entre as empresas do setor, não deixando margens para ganhos por desenvolvimentos tecnológicos entre os concorrentes. Portanto, cabe ao empreendedor aceitar trabalhar com margens menores para o

mesmo padrão de qualidade do produto, ou seja, praticar preços menores assumindo os riscos de perda de rentabilidade.

Outra alternativa para a formatação do produto é oferecê-lo a um preço compatível para um determinado público alvo, sabendo que não será atingida a qualidade esperada pelo mercado (Q_m), entretanto busca-se atribuir ao produto o maior número de atributos possíveis. Neste caso, pode ocorrer insatisfação do público no momento da constatação do padrão de qualidade do produto inferior ao esperado.

Todavia, este descontentamento não é definitivo. Considerando que o comprador, ou seja, o público alvo, estabelece seu padrão de qualidade a partir da análise da oferta existente (alternativa). E que as empresas competitivas entre si, possuem custos semelhantes, a qualidade da oferta alternativa (Q_a) tende a qualidade (Q_e). Assim o tempo de busca das alternativas pelo comprador será maior, o que resultará em uma menor velocidade de vendas.

Conforme observado por ROCHA LIMA JR [1993], os empreendedores possuem custos diferenciados, entretanto se acomodam aos padrões de produtividade e de anseios de rentabilidade em torno de uma média setorial com pequenos desvios. Para aqueles que não adquirem um padrão competitivo, resta a alternativa de aceitar uma menor rentabilidade ou não executarem o empreendimento. Para aqueles que almejam maior rentabilidade, deverão aceitar correr maiores riscos, uma vez que os ganhos de desempenho são rapidamente absorvidos pelas empresas concorrentes do setor.

2.2 Rotina de Planejamento

Na rotina de planejamento formula-se um conjunto de informações e análises, com intuito de subsidiar a tomada de decisão com maior qualidade, sobre o curso de uma determinada ação, [ROCHA LIMA JR., 1993].

O roteiro de planejamento pode ser descrito conforme a Figura 2, explicado por ROCHA LIMA JR [1993], onde se admite como caminho escolhido aquele cuja qualidade do empreendedor (Q_e) se ajusta o preço do empreendedor (P_e) menor ou igual ao preço de mercado (P_m).

Primeiramente, trata-se do planejamento estratégico da empresa, objetivando suas metas, onde constam as seguintes informações: [i] determinação do campo de atuação da empresa, assim como a tipologia de produtos a serem desenvolvidos; [ii] capacidade de investimento e endividamento; [iii] metas de produção; [iv] parâmetros setoriais relacionados a produtos e mercados “foco”; [v] expectativa de comportamento da economia.

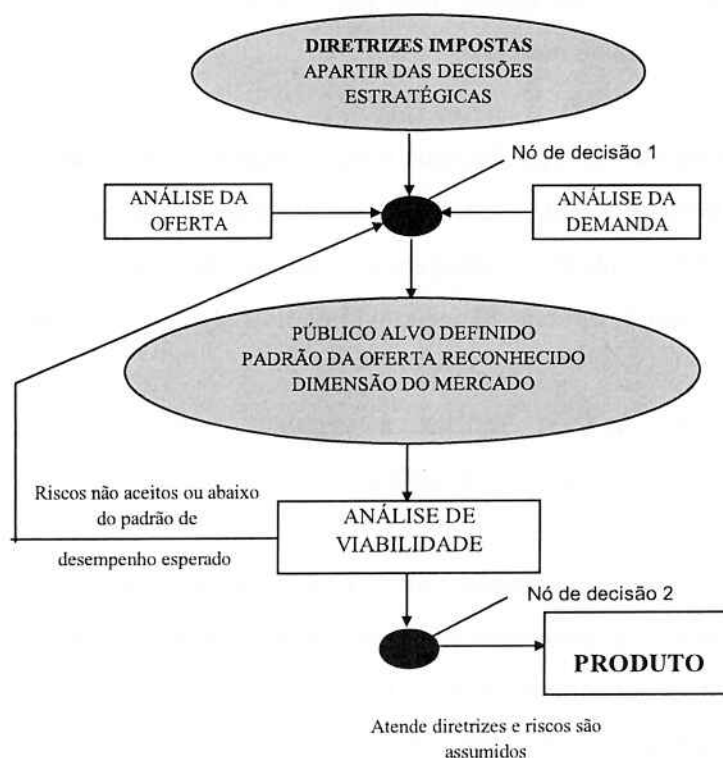


Figura 2 – Roteiro Básico de Planejamento. Fonte : Adaptação de ROCHA LIMA JR. [1993]

Posteriormente, e de posse destas informações, faz-se a análise da oferta e da demanda. Existe um forte questionamento sobre a importância das pesquisas de mercado, quando tratamos de produto residencial, pois o potencial comprador ao adquirir um imóvel, deixa de ser mercado, e talvez nunca mais adquira outro produto, e se o fizer será em um período tão distante no tempo que seus anseios e necessidades não serão os mesmos, descaracterizando a pesquisa. Portanto, na maioria das vezes o que obtemos é uma leitura de transações e não de comportamento de mercado.

Ademais, devido ao fato dos ciclos dos empreendimentos habitacionais serem tipicamente longos, podem causar uma defasagem no resultado da pesquisa. Estas são úteis na medida em que constituem mais uma ferramenta ao planejamento, todavia sua utilização deve ser criteriosa, permitindo no máximo uma leitura de tendências de mercado.

Desta maneira, a saída para o planejamento será a coleta de dados secundários, o que a princípio pode parecer uma prática frágil, todavia é o caminho que resta, devendo esta fragilidade ser compensada com as análises de risco e sensibilidade do modelo, levando-se em consideração o binômio risco e rentabilidade.

Assim, pode-se utilizar a seguinte rotina de planejamento estratégico de empreendimentos imobiliários residenciais:

[i] Identificar o público alvo do produto de acordo com a renda, caracterizando o acúmulo de poupança e a capacidade de endividamento. Em geral estas informações podem ser obtidas através de dados secundários, via direta (censos) ou via indireta (idade média de compra da habitação). Com a idade média de compra e de ingresso no mercado de trabalho, levando-se em conta o prazo de obtenção de renda estável, pode-se auferir um nível provável de poupança para um determinado extrato de renda. Essa análise pode ainda ser referendada pela avaliação do comportamento de mercado para produtos de mesmo alvo. Já a capacidade de endividamento, pode ser obtida via pesquisas da estrutura do orçamento familiar (POF-IBGE), juntamente

com a análise das linhas de financiamento disponíveis, o que no Brasil é facilitado pelo fato de não ser admitido que prestações ultrapassem uma determinada percentagem da renda;

[ii] Mapear as ofertas de mercado compatíveis com o público alvo, avaliando preço, mas principalmente qualidade;

[iii] Da oferta existente deve-se separar aqueles produtos que apresentam boa liquidez, pois se admite que apresentem equilíbrio no binômio preço x qualidade. Ressalve-se que, ao supor que do momento da análise até o efetivo lançamento, a atual demanda será a mesma, incorre-se numa situação de risco, pois a relação entre oferta e demanda é dinâmica, sendo importante nesta situação a adoção de processos de comercialização agressivos, apoiados numa relação preço x qualidade que supere a relação de mercado;

[iv] Com a qualidade da oferta alternativa (Q_a) caracterizada, adota-se a qualidade do produto da empresa (Q_e) maior ou igual à qualidade dos concorrentes (Q_a), o que permite avaliar os investimentos necessários. Nessa fase são utilizados índices paramétricos de custo, que juntamente com a margem de rentabilidade desejada, permitem obter um primeiro preço do produto (P_e) paramétrico. Esse preço será confrontado com preço do mercado (P_m) e o preço da oferta alternativa (P_a), o que pode significar um retorno às primeiras etapas da análise, ou até a alteração do público alvo ou região de atuação;

[v] Se após o confronto o preço do produto (P_e) for validado, deverão ser feitas análises da qualidade do investimento no empreendimento, com a construção de modelos capazes de simular diversas alternativas factíveis, análise a partir da qual deverá ser obtida uma equação financeira sustentável como também uma qualidade econômica satisfatória;

[vi] Finalmente, deve ser realizada uma análise de riscos e sensibilidade do investimento, sem a qual qualquer processo de planejamento não se completa. Eventualmente, podem ser constatadas situações de risco para as quais podem ser buscados processos alternativos de mitigação, retornando-se então ao início da formatação do produto.

Esta rotina de planejamento expõe os principais aspectos a serem abordados no planejamento do produto habitacional, permitindo ao empreendedor ou investidor tomar a decisão de investir em um nível de qualidade maior, pois induz ao melhor conhecimento da estrutura que compõe a operação.

No estudo de caso deste trabalho visualiza-se a montagem das equações financeiras com os indicadores de qualidade econômica, bem como, as análises de risco para o ambiente em que se encontra o empreendimento.

Face ao exposto acima, na dificuldade do empreendedor decidir na melhor relação entre preço e qualidade de seu produto, o estudo do: [i] planejamento tributário, [ii] securitização de recebíveis imobiliários; são de extrema importância na busca de melhores desempenhos para o seu produto.

3. CONCEITUAÇÃO DE TRIBUTOS E REGIMES DE APURAÇÃO

Neste capítulo, pretende-se introduzir o conceito de tributos e de suas espécies: [i] imposto; [ii] taxa; e [iii] contribuição; como também um breve relato histórico da evolução da cobrança de tributos.

A partir destes conceitos, são demonstrados os tributos incidentes para o incorporador na formatação de um empreendimento residencial na cidade de São Paulo.

Por fim, são apresentadas alternativas legais de planejamento tributário, que o empreendedor pode utilizar para buscar uma melhor rentabilidade de seu negócio.

3.1 Elementos Fundamentais

3.1.1 Histórico

A origem da tributação vem de épocas mais antigas da humanidade. Segundo MARTINS [2004], em 1118, na Espanha, as Cortes de Leão já faziam referências à regulamentação dos impostos pelos delegados dos contribuintes. Outro fato histórico, a batalha dos Barões contra João Sem Terra, deu origem a Carta Magna, que instituiu que nenhum tributo poderia ser cobrado sem o consentimento do conselho do reino, em 1215 na Inglaterra. Adiciona-se a cidade de Florença, na Itália, quando em 1296 foram feitos melhoramentos para a construção de uma praça onde se encontra a Igreja de Santa Maria dei Fiore, que proporcionaram valorização das propriedades, cujos donos financiaram a obra para o poder público.

No Brasil, desde sua descoberta, foram aplicadas as leis fiscais portuguesas. O pau-brasil era considerado monopólio real. Todavia, qualquer cidadão poderia explorá-lo mediante contrato com a Coroa Portuguesa, o qual impunha que deveria pagar um quinto da venda do produto (em espécie) para a Coroa. Havia também, taxas para importação e exportação de produtos.

Avançando na história brasileira, a Constituição⁶ de 1824 no item X do artigo 15 [apud MARTINS, 2004] dava competência ao Poder Legislativo de fixar as despesas públicas e repartir a contribuição direta, onde ninguém era isento de contribuir em proporção dos seus haveres.

A divisão tributária entre a União e os Estados-Membros ocorreu na Constituição de 1891. Nesta época, a competência de estabelecer os tributos municipais passou aos Estados-Membros. Somente na Constituição de 1934 [apud MARTINS, 2004] foram criadas as três esferas tributantes: a União, os Estados e os Municípios.

Atualmente, o Brasil é uma federação de Estados. Tal fato, permeia o poder tributário entre a União, os Estados-Membros, o Distrito Federal e os Municípios. A Constituição é que estabelece a competência tributária de cada ente da federação para tributar determinadas situações, sendo que cada ente deve elaborar sua lei ordinária para elaborar sua competência. A configuração deste cenário tomou forma na Emenda Constitucional nº 18 de 1965, onde foi instituída uma classificação de impostos baseada em nomenclatura econômica e não mais jurídica, criando assim um sistema tributário nacional e unificado. A Constituição de 1988 estabelece o cenário em que trabalhamos atualmente.

3.1.2 Tributos

O Código Tributário Nacional (CTN) define em seus art. 3º. e 5º.

“ Art 3º. Tributo é toda prestação pecuniária compulsória, em moeda ou cujo valor nela se possa exprimir, que não constitua sanção por ato ilícito, instruída por lei e cobrada mediante atividade administrativa plenamente vinculada.”

⁶ A Constituição é a lei básica, fundamental do Estado de Direito. Ela o constitui e o estrutura, define poderes e competências. Traça as diretrizes políticas, sociais e econômicas por elas adotadas. Cria normas jurídicas que vão organizar e sistematizar o comportamento social, [FABRETTI, 2003].

O objetivo do tributo é carrear aos cofres do Estado, meios financeiros para a satisfação das necessidades da coletividade, [MARTINS, 2004].

Os tributos são classificados quanto a sua competência entre: federais, estaduais, distritais⁷ e municipais. As demais classificações, usualmente utilizadas para fins contábeis, não constam do escopo deste trabalho.

O Art 5º do CTN define que tributo é gênero e as espécies são impostos, taxas e contribuições (de melhoria, sociais e empréstimo compulsório).

3.1.3 Definições

Anteriormente à discussão sobre as espécies de tributos, para melhor entendimento, são apresentados seus elementos fundamentais.

⇒ **Fato gerador:** sua definição consta no CTN lei 5172/66 nos artigos 114 e 115 conforme abaixo:

“Art. 114 – Fato gerador da obrigação principal é a situação definida em Lei como necessária e suficiente à sua ocorrência.

Art. 115 – Fato gerador da obrigação acessória é qualquer situação que, na forma da legislação aplicável, impõe a prática ou a abstenção de ato que não configure obrigação principal.”

Segundo JÈZE apud MARTINS [2004], o fato gerador é um conjunto de fatos que permitem aos entes do fisco exercerem sua competência legal de criar um crédito de determinada importância a título de determinando tributo contra determinado contribuinte que originou o fato gerador.

⇒

⁷ Distrito Federal

- ⇒ **Contribuinte (responsável):** define FABRETTI [2003] como sujeito passivo da obrigação tributária que tem relação pessoal e direta com o fato gerador. A definição encontra-se no Art. 21 do CTN.
- ⇒ **Base de Cálculo:** é definida por lei complementar, e define o valor sobre o qual a alíquota (percentual) é aplicada para apurar o valor do tributo a pagar.
- ⇒ **Alíquota:** percentual definido em lei que aplicado sobre o valor da base de cálculo define o montante do tributo a ser pago.

3.1.4 Impostos

O art. 16 do CTN define :

“Imposto é o tributo cuja obrigação principal tem por fato gerador uma situação independente de qualquer atividade estatal específica, relativa ao contribuinte.”

A Constituição Federal define a competência de cobrar imposto a cada ente federativo.

Cabe à União, Art. 153 :

*Art. 153 - “I- Importação de produtos estrangeiros;
 II – Exportação para exterior de produtos nacionais ou nacionalizados;
 III – Renda e proveito de qualquer natureza;
 IV – Produtos industrializados;
 V – Operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos e valores mobiliários;
 VI – Propriedade territorial rural;
 VII – Grandes fortunas no termo da lei complementar.”*

Cabe aos Estados e ao Distrito Federal, Art. 155 :

Art. 155 - "I- Transmissão causa mortis e doação, de quaisquer bens ou direitos;

II – Operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação, ainda que as operações e as prestações se iniciem no exterior ;

III – Propriedade de veículos automotores."

Cabe aos Municípios, Art. 156 :

Art. 156 - "I- Propriedade predial e territorial urbana;

II – Transmissão inter vivos, a qualquer título, por ato oneroso, de bens imóveis, por natureza ou acessão física, e de direitos reais sobre imóveis, exceto os de garantia, bem como cessão de direitos a sua aquisição;

III – Serviços de qualquer natureza, não compreendidos no Art. 155, II, definidos em lei complementar."

A classificação mais clara dos impostos é a elaborada em relação à natureza econômica de seu fato gerador : [i] sobre comércio exterior (imposto de importação e exportação); [ii] sobre o patrimônio (IPTU, IPVA) e a renda (Imposto de Renda); [iii] sobre a produção (IPI) e a circulação (ICMS, ISS); [iv] impostos especiais.

3.1.5 Taxas

Está definido nos art. 77 e 78 do CTN o conceito da taxa que tem por fato gerador o exercício regular do poder de fiscalização, ou a utilização, efetiva ou potencial, de serviço público, específico e divisível, prestado ou colocado à disposição do contribuinte.

Desde a Emenda Constitucional nº 18 de 1965 [apud MARTINS, 2004], em seu art. 18 estabelecia a competência da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, no âmbito de suas respectivas atribuições para cobrar taxas em função

de seu poder de fiscalização ou pela utilização, efetiva ou potencial, de serviços públicos específicos prestados ao contribuinte.

MARTINS [2004] distingue taxa de imposto, pelo fato que a cobrança da taxa envolve uma atividade estatal específica em relação ao contribuinte, enquanto no imposto isso não ocorre. A taxa é um tributo vinculado, pois sua arrecadação é destinada ao custeio da prestação de serviço do Estado. Portanto, sua base de cálculo deve representar o ressarcimento do valor da atividade prestada (diferente do imposto que pode ter como base de cálculo a renda).

3.1.6 Contribuições

Contribuição de Melhorias

Trata de um tributo vinculado a custear obra pública, decorrente de valorização imobiliária para o contribuinte, na forma dos arts. 81 e 82 do CTN:

“Art. 81 A Contribuição de melhoria cobrada pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios, no âmbito de suas respectivas atribuições, é instituída para fazer face ao custo de obras públicas de que decorra valorização imobiliária, tendo como limite total a despesa realizada e como limite individual o acréscimo de valor que da obra resultar para cada imóvel beneficiado.”

MARTINS [2004] distingue taxa da contribuição de melhoria, pois esta é decorrente de obra pública que implique em valorização imobiliária, enquanto a taxa é decorrente da prestação de serviços ou do poder de polícia.

Contribuição Social

Contribuição social é o tributo destinado a custear atividades específicas, que não são inerentes à função do Estado. As contribuições sociais podem ser das seguintes espécies:

[i] Contribuições de intervenção no domínio econômico

Estas têm natureza extra fiscal; como exemplo o salário-educação e o FGTS. Embora o FGTS tenha característica de interesse de categoria profissional, esta contribuição pertence a esta categoria pois seu objetivo maior foi o de arrecadar recursos para o Sistema Financeiro da Habitação.

[ii] Contribuições de interesse de categorias profissionais ou econômicas

Nesta categoria estão inclusas as contribuições sindicais e as destinadas aos órgãos fiscalizadores do exercício da profissão.

[iii] Contribuição para custeio da seguridade social

A seguridade social compreende a previdência social, a assistência social e a saúde. Está prevista no art. 195 da Constituição [apud FABRETTI, 2003], que especifica as seguintes contribuições:

a) Dos empregados, da empresa e da entidade a ela equiparada:

- ⇒ folha de salários e demais rendimentos do trabalho pagos ou creditados, a qualquer título, à pessoa física que lhe preste serviço, mesmo sem vínculo empregatício (INSS);
- ⇒ a receita ou faturamento: incidem o COFINS e o PIS que incide sobre o faturamento da empresa e serve para custear prestações de seguro-desemprego e abono;
- ⇒ o lucro. (Contribuição Social sobre o Lucro, prevista na Lei nº 7689/1988).

b) Do trabalhador e dos demais segurados da previdência social;

c) Sobre a receita de concursos de prognósticos (como loteria esportiva);

d) Do importador de bens, ou serviços do exterior, ou de quem a lei a ele equiparar.

A competência para cobrança da contribuição social é da União. Assim sendo, Estados, Municípios e o Distrito Federal não podem instruir tais contribuições. Estes podem cobrar de seus servidores, contribuições para custeios de benefícios do sistema de previdência social e assistência social.

A Emenda Constitucional nº 39 de 2002 [apud MARTINS, 2004] introduziu um novo artigo que permite aos Municípios e ao Distrito Federal instituir contribuições para o custeio de serviço de iluminação pública.

Contribuição provisória sobre movimentação financeira (CPMF)

De acordo com FABRETTI [2003], a Emenda Constitucional nº 12/1996 instituiu a cobrança da CPMF. Sua vigência vêm sendo prorrogada sucessivamente por emendas constitucionais. Atualmente, sua alíquota é de 0,38% (trinta e oito centésimos por cento) sobre o valor da movimentação financeira. Seu fato gerador é o lançamento a débito na conta corrente relativa a cada tipo de movimentação financeira. Assim, torna todos os titulares de contas correntes movimentadas seus contribuintes.

Empréstimo Compulsório

MARTINS [2004] explica que este foi criado pela Emenda Constitucional nº 18 de 1965. A Emenda Constitucional nº 1 de 1969, determinou que só a União, em casos excepcionais definidos por lei complementar, poderá instituir empréstimo compulsório (§3º do art. 18). A matéria foi regulamentada no art. 148 da Constituição de 1988.

O empréstimo compulsório tem por finalidade: [i] atender as despesas extraordinárias, decorrentes de calamidade pública, de guerra externa ou de

iminência; [ii] zelar pelo investimento público de caráter urgente e de relevante interesse nacional.

Os recursos arrecadados em sua tributação devem, obrigatoriamente, ser vinculados às despesas que fundamentaram sua instituição. O prazo de empréstimo e as condições de seu resgate são regulamentados por sua lei complementar.

3.2 Composição da Carga Tributária para Atividade Imobiliária

A atividade imobiliária compreende o desmembramento de terrenos, loteamento, incorporação de imóveis, construção própria ou em condomínios, venda, locação de imóveis e administração de centros comerciais e condomínios residenciais.

A operação de incorporação imobiliária está regulamentada pela Lei 4591/94 [apud HIGUCHI; et al., 2004]. É nesse dispositivo legal que estão definidas todas as diretrizes a serem seguidas para as incorporações imobiliárias, desde a elaboração, formalização até a execução do empreendimento.

Para a atividade de incorporação imobiliária, a pessoa física será equiparada à pessoa jurídica, portanto não são abordadas alternativas de planejamento tributário com adoção de regime de tributação de pessoa física.

A seguir, são listados e explicados os tributos que incidem no desenvolvimento de um empreendimento imobiliário.

3.2.1 Imposto de Renda

O Imposto de Renda (IR) é um tributo sobre a renda e propriedade de qualquer natureza. A cobrança deste imposto é de competência da União conforme descrito no inciso III do art.153 da Constituição Federal :

“Art. 153. Compete à União instituir imposto sobre :

(...)

*III – renda e proventos de qualquer natureza;
(...).*”

O fato gerador do IR é a aquisição da disponibilidade econômica⁸ ou jurídica⁹ : [i] da renda, do trabalho (salário, remuneração) ou a combinação de ambos; [ii] de proventos de qualquer natureza, ou seja, acréscimos patrimoniais não enquadrados no item anterior.

A base de cálculo para pessoas jurídicas, e neste estudo tratamos de incorporadores, é o lucro, que pode ser Real, Arbitrado ou Presumido (estas distinções estão mencionadas no item 3.3 deste estudo). De acordo com IUDÍCIBUS; et al [2000], o lucro pode ser classificado da seguinte forma : [i] Lucro Bruto – é a diferença da receita líquida¹⁰ do produto vendido e o Custo do Produto Vendido; [ii] Lucro Operacional - é a diferença entre o Lucro Bruto e as Despesas Operacionais, que no caso em estudo as principais seriam as despesas com vendas, despesas administrativas e as despesas financeiras; [iii] Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR) – é a diferença entre Lucro Operacional e a Despesas ou Receitas não Operacionais, que são ganhos ou perdas com atividades não relacionadas diretamente com o objetivo do negócio; [iv] Lucro depois do Imposto de Renda – é a diferença entre o LAIR e o Imposto de Renda e Contribuição Social devidos pela empresa. Esta classificação de lucro remete ao efeito cascata entre a receita e os diversos descontos sejam estes custos, despesas ou tributos a que as pessoas jurídicas estão sujeitas. A diferença de classificação do lucro vêm dos descontos efetuados sobre a receita em cada tipo. No item 3.3.1 deste estudo é também demonstrado este cálculo.

Com isso, pode-se demonstrar que a alíquota do Imposto de Renda incide sobre o LAIR. As alíquotas do IR variam de acordo com a forma de apuração do lucro e também está descrita no item 3.3 deste estudo.

⁸ Econômica: é o efetivo recebimento da renda.

⁹ Jurídica: é o direito de receber a renda, como no caso de uma venda a prazo, ao emitir a nota fiscal, tem-se a disponibilidade jurídica da renda.

¹⁰ Receita Líquida : Receita Bruta ou Total subtraindo-se os tributos que incidem direto sobre a receita, como por exemplo, o PIS.

Outro ponto a ser destacado é a formação do custo do produto vendido. HIGUCHI; et al. [2004] citam que devem compor o custo do imóvel vendido, todos os gastos com : [i] custos de aquisição do terreno, inclusive os tributos incidentes na aquisição e as despesas de legalização; [ii] os custos de estudos tais como: planejamento, legalização, incorporação e construção.

Outra questão a ser levantada é a apuração do lucro em empreendimentos imobiliários. Pela regra básica das legislações societária e tributária no Brasil, bem como dos fundamentos contábeis, a apuração dos resultados é pelo regime de competência. Por esse regime, as receitas são reconhecidas e os tributos são devidos na ocorrência do fato gerador.

Neste cenário, a realização da receita de vendas ocorre no exato momento da própria venda. Restariam poucos questionamentos tais como se essa venda ocorreu no momento em que foi faturada ou no momento em foi recebida pelo cliente mas, certamente, a realização da venda em si é o fato gerador para a realização dessa receita.

Conforme destaca BONIZIO [2001], as operações de incorporações imobiliárias possuem um ciclo de longo prazo, e quando se pretende reconhecer, mensurar ou evidenciar os resultados do período, surgem dúvidas pelo fato do ciclo não ser computado nos períodos focados pela contabilidade. Com isto, não se tem a certeza em qual momento apurar contabilmente o lucro, se seria no momento da venda, no momento da entrega do imóvel ou durante as fase de construção?

Para as operações de incorporações imobiliárias, as vendas iniciam-se em momento anterior à existência física do bem, e a conclusão deste somente ocorre à longo prazo, a definição do exato momento em que se realizam as receitas não decorre de maneira assim tão simples.

O regulamento do Imposto de Renda trata dos principais pontos aplicáveis ao segmento de negócios de longo prazo, construção civil e incorporações imobiliárias, nos arts. 410 a 414. A regulamentação desses artigos está na Instrução Normativa nº 84/79, em muito pouco alterada, em 1983, pela Instrução Normativa nº 023, que o Fisco Federal disciplinou a apuração e a tributação nas atividades de compra e venda, loteamento, incorporação e construção de imóveis.

Esta Instrução Normativa disciplina que o fato gerador da realização de receitas é o recebimento parcial ou total da operação de venda. Como descrito anteriormente, para cálculo contábil do lucro devem ser contrapostas às receitas os custos do produto vendido e a IN nº 84/79 em seu art. 28 (art. 412 do RIR/99¹¹) determina:

“Se a venda for contratada antes de completado o empreendimento, o contribuinte poderá computar no custo do imóvel vendido, além dos custos, incorridos ou contratados, os orçados para a conclusão das obras ou melhoramentos que estiver contratualmente obrigada a realizar.”.

Desta forma, o contribuinte pode contrapor às suas receitas todos os custos para conclusão do empreendimento, mas sempre na mesma proporcionalidade, ou seja, 10% (dez por cento) da receita total pode ser abatido com 10% (dez por cento) do custo orçado.

Caso a construtora seja uma prestadora de serviço, ou seja, contratada para execução do empreendimento. Esta deve emitir sua fatura proporcional aos serviços executados. No caso de haver adiantamento ou alguma parcela de sinal, a empresa pode contrapor a esta receita, os custos orçados.

O custo orçado deverá ser baseado nos custos usuais de mercado para empreendimentos do mesmo padrão, a preços correntes no mercado, e corresponderá à diferença entre o custo total previsto e os custos pagos, incorridos ou contratados até a data.

¹¹ RIR – Regulamento do Imposto de Renda

Caso o custo efetivamente realizado for inferior, em mais de 15% (quinze por cento) do custo orçado computado na apuração do lucro bruto, o empreendedor ficará sujeito a pagar a correção monetária e juros de mora sobre o imposto postergado pela dedução em períodos anteriores, assim determina o art. 412, § 2º do RIR/99 [apud HIGUCHI; et al., 2004].

Conforme ressalta BONIZIO [2001], esta Instrução apresenta pontos de divergência com as práticas baseadas na Teoria Contábil e com a Legislação Societária disciplinada pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Entretanto, esta discussão não é escopo do presente estudo, por não interferir nos objetivos a serem alcançados. A quem queira se aprofundar no assunto, existem algumas literaturas sobre o tema, BONIZIO [2001].

3.2.2 Contribuição Social Sobre Lucro Líquido

O conceito da Contribuição Social Sobre Lucro Líquido (CSLL) já foi anteriormente mencionado no item 3.1.6 deste estudo. Seu fato gerador e sua base de cálculo são equivalentes aos definidos para a tributação do Imposto de Renda.

A alíquota da Contribuição Social é de 9% (nove por cento), em sua última revisão instituída pela art. 37 da Lei nº 10637/2002, relativos aos fatos geradores ocorridos a partir do primeiro dia do ano de 2003, conforme relata HIGUCHI; et al. [2004].

3.2.3 PIS

A contribuição para o Programa de Integridade Social (PIS), foi instituída em 1970 pela Lei Complementar nº 7 [apud FABRETTI, 2003], tendo como contribuinte o empregador. A última Constituição direcionou os recursos para financiamento do programa do seguro-desemprego e o abono aos empregados que recebem até dois salários mínimos de remuneração mensal.

A Lei nº 10.637 de 30/12/2002, instituiu um regime de cobrança não cumulativo para o PIS, conforme será descrito a seguir.

De acordo com o art. 1 desta Lei, o fato gerador deste tributo é o faturamento. Este se refere à soma da receita bruta de vendas e serviços, e todas as demais receitas auferidas pela empresa, independente de sua denominação ou classificação contábil, [FABRETTI, 2003].

Como regra geral, a alíquota deste tributo é de 1,65%, existem dezenas de alíquotas especiais, mas, conforme explica FABRETTI [2003], não se enquadram nas empresas incorporadoras. Sua base de cálculo é o faturamento, mas por ser um tributo não cumulativo, excluem-se da receita bruta: [i] as vendas canceladas, os descontos concedidos, o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e o Imposto sobre Operações relacionadas a Circulação de Mercadorias e sobre a Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS); [ii] as reversões de provisões operacionais e recuperações de crédito baixados como perda, que não representem ingresso de novas receitas, o resultado positivo, da avaliação de investimentos pelo valor do patrimônio líquido e os lucros e dividendos derivados de investimentos avaliados pelo custo de aquisição, que tenham sido computados como receita; [iii] os valores que computados como receita, tenham sido transferidos para outra pessoa jurídica, observadas normas regulamentadoras expedidas pelo Poder Executivo; [iv] a receita decorrente da venda de bens do ativo permanente.

3.2.4 COFINS

A Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) foi instituída pela Lei Complementar nº 70/91 de 30/12/91 [apud FABRETTI, 2003] para financiamento da seguridade social, conforme dispõe:

“Art. 1º Sem prejuízo da cobrança das contribuições para o Programa de Integração Social – PIS e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor

Público – PASEP fica instituída contribuição social para financiamento da Seguridade Social, nos termos do inciso I do Art.195 da Constituição Federal, devida pelas pessoas jurídicas, inclusive as a elas equiparadas pela legislação do Imposto sobre a Renda, destinada exclusivamente às despesas com atividades-fim das áreas de saúde, previdência e assistência-social.”

A alíquota deste tributo é de 7,6% de acordo com a Lei nº 10.833 de 29/12/2003 que instituiu a COFINS não cumulativa.

O fato gerador, a base de cálculo e as deduções da receita bruta são equivalentes às descritas no item 3.2.3.

3.2.5 CPMF

A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) anteriormente explicitada no item 3.1.6, tem seu pagamento semanal e as instituições financeiras são responsáveis pelo seu recolhimento e compete a Secretaria da Receita Federal a fiscalização e arrecadação. Para simplificação do estudo de caso utilizado neste trabalho considera-se que toda receita de venda sofre a incidência deste tributo.

3.2.6 OUTROS

Existem outros tributos que incidem na cadeia produtiva de uma incorporação imobiliária, entretanto estes não serão parte integrante deste estudo, visto que seus valores arrecadados já estão inclusos nos custos de obra e de aquisição de terreno adotados na elaboração do estudo de caso.

Tais tributos são: [i] IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados; [ii] ICMS – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços; [iii] ISS – Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza; [iv] INSS – Contribuição Previdência; [v] IPTU – Imposto Predial e Territorial Urbano; [vi] ITBI – Impostos de Transmissão de Bens Imóveis.

Os impostos [i] e [ii] já estão inclusos no custo orçado da obra, os [iii] e [iv] não serão considerados, pois estão embutidos no custo total da obra do ponto de vista do incorporador foco deste trabalho, já que este pode construir ou sub-empregar o empreendimento. O IPTU tem sua incidência variante ao longo da empreitada, desde a aquisição do terreno, construção e posteriormente ficando a cargo dos condôminos, recaindo portanto ao incorporador no custo do terreno e da obra, sua alíquota difere a cada região da cidade. Já o ITBI considera-se incluso no custo do terreno.

Estes tributos não possuem variação em virtude das alternativas estudadas neste trabalho: [i] planejamento tributário; [ii] securitização de recebíveis imobiliários; portanto, é dispensável a sua discussão.

3.3 Regimes de Apuração

3.3.1 Regime de Apuração pelo Lucro Real

A tributação pelo lucro real pode ser uma opção, ou uma obrigação, onde as pessoas jurídicas determinam o lucro com base em seu balanço anual levantado no dia 31 de dezembro ou mediante levantamento de balancetes trimestrais. As pessoas que optarem pela apuração do lucro real anual terão que pagar, mensalmente, o IRPJ e a CSLL sobre o lucro calculado por estimativa. Para apuração do lucro antes do imposto de renda é necessária a elaboração do Demonstrativo de Resultados de Exercício.

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um resumo ordenado das receitas e despesas da empresa em um determinado período. Sendo apresentado de forma dedutiva, onde das receitas subtraem-se as despesas, obtendo desta forma o resultado (lucro ou prejuízo), IUDÍCIBUS; et al [2000], conforme descrito a seguir:

Receita de Vendas

- (-) PIS 1,65% s/ valor agregado
- (-) COFINS 7,60% s/ valor agregado
- (-) Custo Produto Vendido

Lucro Bruto

- (-) Despesas Comerciais
- (-) Administrativo

Lucro Operacional (*EBITDA*¹²)

- (-) Despesas Financeiras

Resultado Líquido Antes do Imposto de Renda (LAIR)

- (-) Imposto de Renda (10+15) 25%
- (-) Contribuição Social 9%

Lucro Líquido

O DRE permite apurar o resultado, a partir da receita obtida. Para isto, são descontadas as respectivas despesas, que são agrupadas de acordo com suas características.

A alíquota do IRPJ é de 15% (quinze por cento) além de um adicional de 10% (dez por cento) no valor da base de cálculo que exceder R\$ 20.000 multiplicados pelo número de meses do respectivo período de apuração, conforme determinou a Lei nº 9.430/96 [apud HIGUCHI; et al., 2004]. Para simplificação do estudo de caso utilizado neste trabalho, adota-se um Imposto de Renda de 25% sobre o LAIR.

A Instrução Normativa nº 458/2004 da SRF determina que alíquotas de PIS e COFINS incidentes sobre as receitas financeiras, nas empresas enquadradas no regime não-cumulativo, estão reduzidas a zero.

3.3.1.1 Permuta com Unidades a Construir

Nos empreendimentos imobiliários é prática comum utilizar-se de permuta na compra do terreno, onde algumas unidades que serão construídas no local são

¹² Sigla de origem inglesa *Earns before interests, taxes, depreciation/depletion and amortization*, muito utilizada pelo mercado, que significa Lucro antes dos juros, impostos, depreciações/exaustões e amortizações.

utilizadas para pagamento parcial ou integral deste. Para este caso, HIGUCHI; et al. [2004] explica que de acordo com a regra da Instrução Normativa nº 107/88 como fora dela, o custo de construção das unidades a serem entregues em permuta deve ser rateado com o custo de construção das demais unidades imobiliárias a serem comercializadas, para cálculo das bases de tributação do empreendimento. O que estaria excluído, seria a parcela do custo do terreno que foi permutado e o valor de vendas das unidades utilizadas como pagamentos; pois, estes são tributados na declaração do proprietário do terreno.

3.3.2 Regime de Apuração pelo Lucro Presumido

Para as empresas (pessoas jurídicas) que tenham receita anual inferior a R\$ mil 48.000 ou a R\$ mil 4.000 multiplicados pelo número de meses de atividade do ano-calendário anterior, poderão optar por este regime de tributação, de acordo com o art. 13 da Lei nº 9.718/98, com nova redação dada pelo art. 46 da Lei nº 10637/ 2002.

FABRETTI [2003] explica que são obrigadas à apuração pelo lucro real as seguintes pessoas jurídicas: [i] cuja receita bruta total, no ano-calendário anterior seja superior a R\$ mil 48.000 ou proporcional ao número de meses do período, quando inferior a doze meses; [ii] cujas atividades sejam de instituições financeiras ou equiparadas; [iii] que tiverem lucros, rendimentos ou ganhos de capital obtidos no exterior; [iv] que, autorizadas pela legislação tributária, usufruam de benefícios fiscais relativos à isenção ou redução de impostos; [v] que, no decorrer do ano-calendário, tenham efetuado pagamento mensal pelo regime de estimativa; [vi] que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestações de serviços (*factoring*).

O lucro presumido tem por finalidade facilitar o pagamento do IRPJ sem recorrer à apuração do Demonstrativo de Resultado do Exercício. Por este regime, o lucro é determinado através da aplicação de um percentual sobre os valores globais da

receita auferida pela pessoa jurídica. Este percentual ou coeficiente é expressamente previsto em lei e varia em função da atividade da empresa.

HIGUCHI; et al. [2004] destaca o fato das pessoas jurídicas com atividades de compra e venda, incorporação e loteamento de imóveis puderam optar pelo regime de tributação com base no lucro presumido a partir da vigência do art. 14 da Lei nº 9718/1998. A Lei é omissa em relação ao coeficiente aplicável sobre a receita bruta para presunção do lucro, entretanto, o § 7º do art. 3º da Instrução Normativa da SRF nº 93/1997 fixou em 8% para efeito do Imposto estimado para as operações de incorporação imobiliária.

Para este caso as alíquotas serão as seguintes:

- ⇒ PIS – a Lei nº 10637/2002 permitiu as empresas que optarem pelo sistema de tributação pelo Lucro Presumido adotarem a alíquota de 0,65% sobre o faturamento, excluindo-se as deduções permitidas para o PIS não cumulativo citado no item 3.2.3.
- ⇒ COFINS - a Lei nº 10.833/03 permitiu às empresas que optarem pelo sistema de tributação pelo Lucro Presumido adotarem a alíquota de 3% sobre o faturamento, excluindo-se as deduções permitidas para o PIS não cumulativo citado no item 3.2.4.

Neste sistema presume-se que o lucro da empresa é de 8% sobre a Receita. Portanto, não é calculado o DRE para apuração do LAIR. A base de cálculo do imposto é a Receita Bruta multiplicada pelo fator de 8% que é a presunção do imposto, sobre o qual seria aplicada a alíquota do IRPJ e da CSLL.

Para a base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido foi alterado pelo art. 29 da Lei nº 9430/1996 [apud HIGUCHI; et al., 2004], passando a corresponder a 12% da Receita Bruta.

Todavia, toda receita oriunda de ganhos financeiros com juros e correção monetária sofrerão deduções de Imposto de Renda e Contribuição Social de 34%, na mesma grandeza do lucro real considerando que os custos destas operações são zero, ou seja, elas são incorporadas ao próprio lucro.

Esta é mais uma distinção entre as tributações pelo lucro real e presumido. No caso do lucro real as variações monetárias agregam valor às receitas das unidades vendidas enquanto que no lucro presumido as variações monetárias são adicionadas ao próprio lucro que é base de cálculo do imposto de renda e contribuição social.

No caso da opção de Lucro Presumido a base de cálculo do Imposto de Renda deve ser apurada de forma trimestral e seu pagamento ocorre subsequente ao fato gerador.

3.3.3 Regime de Apuração pelo Patrimônio de Afetação

A nova lei 10931/2004, institui o conceito de Patrimônio de Afetação. O Patrimônio de Afetação constitui um patrimônio autônomo, separado dos outros bens do incorporador, conforme explica ROSSI; et al. [2004], não sendo contaminado com possíveis problemas financeiros que ocorram em outro negócio. Portanto, cada empreendimento passa a ter sua própria análise de qualidade e risco. Neste cenário a empresa é obrigada a manter todas as receitas de um empreendimento, na conta da obra. Não pode usar tais recursos para incorporar outros negócios ou pagar outras contas. Pretende-se dar garantias às instituições financeiras e aos compradores que os recursos que estes aportam são direcionados para o empreendimento.

ROSSI; et al. [2004] descrevem que estão excluídos do patrimônio de afetação: [i] o reembolso ao incorporador do preço de aquisição do terreno; [ii] os recursos financeiros que excederem o valor necessário para o término das obras e os recursos para quitação de financiamento quando for o caso; [iii] valor de alienação da fração ideal de cada unidade vendida.

A nova Lei determina que a constituição do patrimônio de afetação é uma escolha do incorporador. Para a empresa que optar por este sistema, apesar de ainda não haver regulamentação, haverá um regime especial de tributação onde PIS, COFINS, IRPJ e CSLL somadas terão uma alíquota única de 7% sobre a Receita Total, incluindo principal, juros e correção monetária.

ROCHA LIMA JR. [1995] já ressaltava a importância de, durante o planejamento financeiro, distinguir o Sistema Gerenciador de Investimento, no caso o incorporador e o Sistema Empreendimento, onde este teria vida correspondente ao prazo para que se complete o ciclo de produção, no que compete à capacidade de isolar riscos de cada empreendimento para o seu próprio nível de decisão. Esta formação tem o intuito de proporcionar que riscos entre empreendimentos não provoquem impactos e gerem incertezas ao empreendedor. Esta formatação está descrita na figura 3¹³. O Sistema Empreendimento desenvolve a produção com os recursos provenientes do preço do produto vendido. O Sistema Gerenciador de Investimentos aporta recursos no Sistema Empreendimento na medida que o fluxo da receita de vendas não seja capaz de cobrir os custos da produção. Ao final do ciclo de produção os recursos excedentes da receita retornam ao Sistema Gerenciador de Empreendimentos.

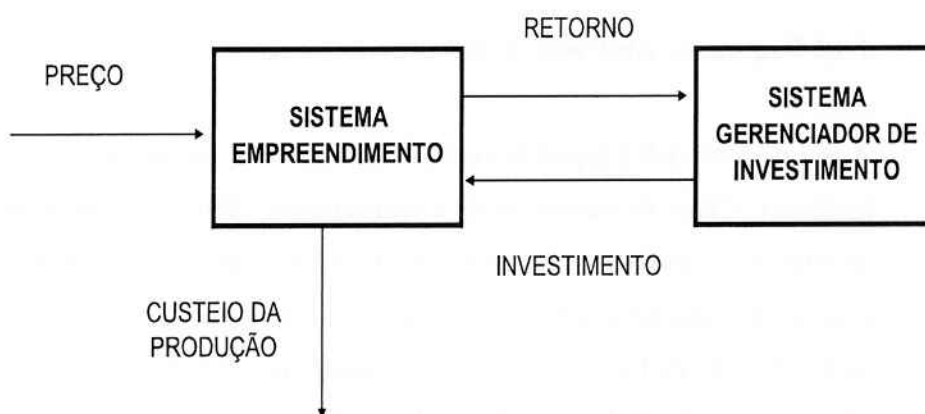


Figura 3 – Estrutura do Sistema Empreendimento. Fonte : Adaptação de ROCHA LIMA JR. [1995]

¹³ A figura descreve de forma resumida as transações, não estando todas representadas.

3.3.4 Associação de Empresas (Condomínios, Consórcios, SPE)

A alternativa de planejamento tributário, no caso de se organizar uma associação de empresas (duas ou mais) para o desenvolvimento do empreendimento, onde cada empresa adota um sistema de tributação, ou seja, uma trabalha com lucro real e a outra com lucro presumido, é maximizar as vantagens de cada alternativa.

A associação de empresas é um fato bem comum no ramo da construção civil, principalmente por fatores econômicos onde pode haver participação proporcional nos custos e nas receitas. Podendo assim, diminuir o volume de recursos investidos por cada empresa, viabilizando muitas vezes a execução do empreendimento.

Neste cenário, pode-se utilizar o planejamento tributário de forma a aproveitar os custos de implantação na empresa que adota o sistema de tributação pelo lucro real, onde há a possibilidade de deduções dos custos antes da incidência do IRPJ e CSLL, diferentemente do lucro presumido onde estas receitas são tributadas em sua totalidade. Como também a empresa que trabalha com lucro real receber as receitas de correção monetária e juros, pois não há tributação de PIS e COFINS.

3.3.5 Regime de Apuração pelo Lucro Arbitrado

A Lei nº 8981/1995 [apud HIGUCHI; et al., 2004] em seu art. 47 explica em quais hipóteses o lucro da pessoa jurídica será arbitrado. Entre tais hipóteses estão (art. 530 do RIR/99): [i] escrituração imprecisa; [ii] não-apresentação de livros comerciais e fiscais; [iii] não apresentação de arquivos ou sistemas de escrituração de que tratam os art. 11 a 13 da Lei nº 8981/1995 (revogado pelo art. 18 da Lei nº 9718/1998); [iv] não apresentação de livro ou fichas de Razão.

Tais hipóteses não fazem parte do cenário adotado na elaboração do estudo de caso deste trabalho; bem como, o lucro arbitrado não traz vantagem alguma ao empreendedor, portanto não será objeto de um estudo mais elaborado.

3.3.6 Regime de Apuração pelo Simples

A lei nº 9317/1996 instituiu o novo regime tributário para as micro empresas que passa a abranger também as empresas de pequeno porte. A micro empresa é pessoa jurídica que tem auferido receita bruta igual ou inferior a R\$ 240.000 no ano-calendário, a empresa de pequeno porte que auferiu no ano-calendário receita superior¹⁴ a R\$ 240.000 mas igual ou inferior a R\$ 2.400.000, [HIGUCHI; et al., 2004].

Este regime tributário é conhecido como Simples que instituiu a unificação de diversos impostos e contribuições num único documento de arrecadação federal, denominado DARF-SIMPLES.

Todavia as empresas incorporadoras não podem adotar este modelo, além disto as receitas de empreendimentos imobiliários usualmente ultrapassam os limites impostos para as pequenas empresas. Portanto este sistema de tributação não será discutido neste trabalho.

3.4 Comparação entre Lucro Real x Lucro Presumido

Na tabela 1, é apresentado um resumo das diferenças de alíquotas para cada regime de apuração.

¹⁴ Valores atualizados conforme Medida Provisória nº 255/2005.

	Lucro Real	Lucro Presumido
PIS	1,65% ¹⁵	0,65%
COFINS	7,60%	3,00%
IRPJ	25%	25%
CSLL	9%	12%

Tabela 1 – Tabela de Comparação

¹⁵ No Lucro Real, PIS e COFINS sobre valor agregado.

4. SECURITIZAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Neste capítulo são apresentados os conceitos básicos da securitização, bem como da securitização de recebíveis imobiliários. Apresenta-se também, um histórico da evolução deste processo no Brasil, além dos aspectos regulamentares e legais desta operação.

A partir da conceituação da securitização de recebíveis imobiliários, será descrito o processo de estruturação para emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), demonstrando-se as principais etapas. Ademais, uma citação dos custos incorridos, como também atributos desta operação.

4.1 Conceituação

O termo securitização provém da tradução que o mercado brasileiro fez para a palavra inglesa *securitization*, que por sua vez se refere à geração de títulos (*securities*) segundo ROCHA LIMA JR. [1998].

De acordo com VEDROSSI [2002], a operação de emissão de títulos mobiliários que possuem vínculo em um determinado ativo resume a palavra securitização.

Segundo a Lei nº. 9514 de 20 de novembro de 1997, entende-se por securitização o ato de transformar créditos oriundos de venda e compra de imóveis, em lastro para a emissão de valores mobiliários.

Securitização pode ser entendida como a transformação de crédito, no caso imobiliário, em títulos de investimento de renda fixa que serão ofertados nos mercados de capitais.

A securitização surge em um cenário onde muitos projetos com grande potencial acabam não sendo desenvolvidos por falta de recursos financeiros. E através da integração do mercado imobiliário com o mercado de capitais, viabilizam-se

instrumentos financeiros para atender as necessidades do mercado imobiliário. Além disto, traz a regulamentação, transparência e a pulverização de risco do mercado de capitais ao mercado imobiliário, onde a falta de transparência aliada a falta de financiamento estreitam grandes oportunidades de negócio.

Pode-se resumir como produto final da securitização, os recursos financeiros originados da venda de títulos aos investidores. De forma que estes recursos fornecerão *funding* para o setor imobiliário, resultando também num combate ao déficit habitacional e a geração de novos empregos, sendo estes, dois grandes problemas de nosso país.

4.1.1 Securitização de Recebíveis Imobiliários

Uma operação de securitização de recebíveis imobiliários¹⁶ pode ser resumida na emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) pelas companhias securitizadoras¹⁷, que irão oferecê-las aos investidores.

Trata-se da emissão de instrumentos de securitização que espelham o *porfólio* de créditos oriundos de transações imobiliárias, de acordo com VEDROSSI [2002], exemplificando no caso de aquisição de imóveis residenciais.

GAGGINI [2003] resume a operação de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, chamada de originadora, transfere seus créditos para uma outra empresa, que no caso é a securitizadora. Esta adquire os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emite títulos e valores mobiliários (neste caso seriam os CRI's), que são ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio

¹⁶ Recebíveis Imobiliários correspondem aos créditos imobiliários que as instituições financiadoras têm junto a clientes (pessoas físicas ou jurídicas), que se tornam seus mutuários de empréstimo para a aquisição ou construção de imóveis.

¹⁷ As companhias securitizadoras são sociedades anônimas. Foram criadas a partir da Lei nº 9514/1997, que as classifica como "instituições não-financeiras". Elas têm por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários, emitindo e colocando no mercado financeiro os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's). As securitizadoras desempenham um papel muito importante pois tem a tarefa de captar os recursos dos investidores, oferecendo-lhes, através do mercado financeiro, os CRI's.

desta oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora paga a originadora pelos créditos a ela cedidos.

4.2 Histórico

A evolução do processo de securitização teve início nos Estados Unidos em meados da década de 1970, com o apoio para o mercado de hipoteca residencial. Criou-se então o *Mortgages Backed Securities* (MBS), que corresponde ao Certificado de Recebível Imobiliário (CRI) de mercado brasileiro, como um dos meios de prover liquidez para o mercado residencial.

No Brasil, desde meados de 1997, este processo de securitização está sendo implantado no mercado, visto que após décadas de inflação crescente e fechamento econômico, o país estabilizou a inflação e abriu o mercado para negócios internacionais, além de ter em seu território diversas das grandes empresas multinacionais, e ser um país emergente que recebe investimentos diretos externos.

Logo, com a melhoria da conjuntura, ou seja, melhoria da estabilidade política e econômica, progressos no acultramento do poder público, aumento da credibilidade internacional e principalmente pela redução do ambiente inflacionário, aumento da renda e busca de ativos de longo prazo possibilitaram a estruturação da securitização no país.

Pode-se afirmar que até 1997, não havia legislação que tratasse das normas e procedimentos aplicáveis a uma típica operação local de Securitização lastreada em ativos. As estruturas existentes até a data valiam-se do Código Civil Brasileiro, de um conceito sobre cessão de direitos creditórios pela empresa originadora à uma sociedade de propósito específico (SPE), na qual se performava a emissão de títulos lastreadas em direitos creditórios.

O Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) foi criado no Brasil em 1997 pela Lei 9514, que marcou uma nova fase do financiamento imobiliário. O SFI foi concebido

segundo diretrizes da economia de mercado, onde as operações de financiamento imobiliário são efetuadas segundo as condições de mercado, sem subsídio ou intervenção do Estado, com base na livre negociação.

Uma das bases do SFI é a securitização, que tem como função integrar o mercado de capitais ao mercado imobiliário, mediante a troca de créditos de longo prazo por recursos para viabilizar novos empreendimentos.

Há um relevante marco institucional representado pela modernização do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), através da Medida Provisória nº 2223 de 4 de Setembro de 2001¹⁸, que cria e regulamenta as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) que conduzirá à criação de um mercado líquido e dinâmico de obrigações lastreadas em imóveis.

Na figura 4 observa-se a evolução do número de emissões e volume negociado em Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil¹⁹.

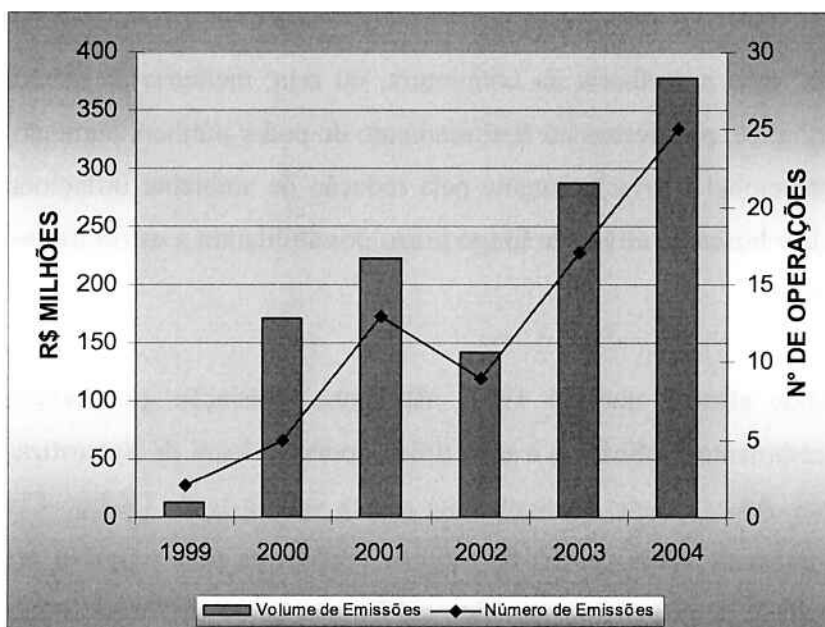


Figura 4 – Histórico de Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Fonte: CVM

¹⁸ Medida Provisória regulamentada posteriormente pela Lei 10931/2004

¹⁹ A figura ilustra os dados consolidados até dia 02/12/2004, nesta data ainda haviam 14 emissões em análise cujo valores correspondiam a R\$ mil 452.386.

Apesar do forte crescimento do mercado de securitização de recebíveis imobiliários nos últimos dois anos, demonstrado na figura 4, este continua aquém de seu potencial, devido ao fato dos investidores brasileiros não estarem familiarizados com investimentos emitidos sob operações de securitização; além disto, colabora o fato de que os Títulos Públicos brasileiros são remunerados a taxa de juros altamente atraentes, o que direciona recursos para este tipo de investimento.

Em virtude dos benefícios fiscais concedidos a esse veículo de investimento, principalmente a Medida Provisória 152/2004 que isenta o imposto de renda aos investidores pessoa física, e ao melhor conhecimento pelo mercado do processo, pode-se ter a expectativa do aumento do volume de operações de securitização.

4.3 Aspectos Regulamentares e Legais

Com a sanção da Lei nº 9514/1997 e a instituição do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) que estabeleceu a criação de um novo título de crédito, o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), e fixou as regras para a criação das companhias securitizadoras, como também o procedimento para securitização de créditos imobiliários. Segundo esta *“CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro”*, como também sua emissão é exclusiva das companhias securitizadoras.

A Lei nº 9514/1997 possibilitou a instituição do Regime Fiduciário nas operações de securitização, com o objetivo de proporcionar maior segurança aos investidores em CRI's. Pois é muito relevante ao investimento de títulos de securitização, a qualidade dos recebíveis e do ativo originado. Portanto, é fundamental que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica da sociedade originadora, evitando a contaminação da mesma, VEDROSSI [2002].

Para mitigar este risco, constitui-se uma entidade legal, denominada sociedade de propósito específico (SPE), para onde os ativos são transformados e onde é estruturada a operação de securitização.

Uma vez que os ativos são segregados do patrimônio comum da securitizadora e integrados ao patrimônio separado, os créditos imobiliários ficam submetidos ao Regime Fiduciário, onde não são afetados por qualquer ação judicial movida contra a companhia. Assim, os CRI's estão imunes a uma eventual insolvência da securitizadora.

Para eliminar este risco existe no processo a presença do Agente Fiduciário, que, através da coordenação do Gestor e administração da carteira de recebíveis, assume a figura da securitizadora permitindo aos investidores receberem seu capital com os devidos rendimentos. Torna-se necessário salientar que qualquer uma das empresas envolvidas na estrutura desta operação poderá vir a ser substituída em caso de falência ou má gestão.

As companhias securitizadoras podem ter suas condições de funcionamento fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Este por sua Resolução nº 2.517/1998 definiu o CRI como um valor mobiliário, desta forma, as companhias securitizadoras deverão ser supervisionadas também pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A CVM é o órgão responsável pela fiscalização do mercado de valores mobiliários que foi regulamentado pela Lei nº 6.385/1976 [apud GAGGINI, 2003]. A CVM atua sob as diretrizes do Conselho Monetário Nacional (CMN) e passou a ter três competências visando disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, conforme GAGGINI [2003] descreve: (i) competência regulamentar, com o objetivo de criar normativos relacionados às leis correspondentes e às resoluções do CMN; (ii) competência autorizante, o que lhe permite autorizar, por exemplo, a emissão pública de valores mobiliários ou o início de operações de uma bolsa de valores; [iii] competência fiscalizante, com o intuito de fiscalizar o mercado e punir os infratores.

Através da Instrução nº 284/1998, a CVM regulamentou os registros companhia aberta de companhia securitizadora de créditos imobiliários e da distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), como também estabelece o valor mínimo por CRI de R\$ mil 300, o que restringe sua aquisição pelos pequenos investidores.

Posteriormente a Medida Provisória nº 2223/2001 substituída pela Lei nº 10931/2004, cria e regulamenta as Cédulas de Crédito Imobiliário, que servem de lastro para emissão de CRI.

4.4 Estrutura da Securitização

A figura 5 ilustra a operação de Securitização de Recebíveis Imobiliários no caso em que se incorpora as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) que servem de lastro para a emissão de CRI.

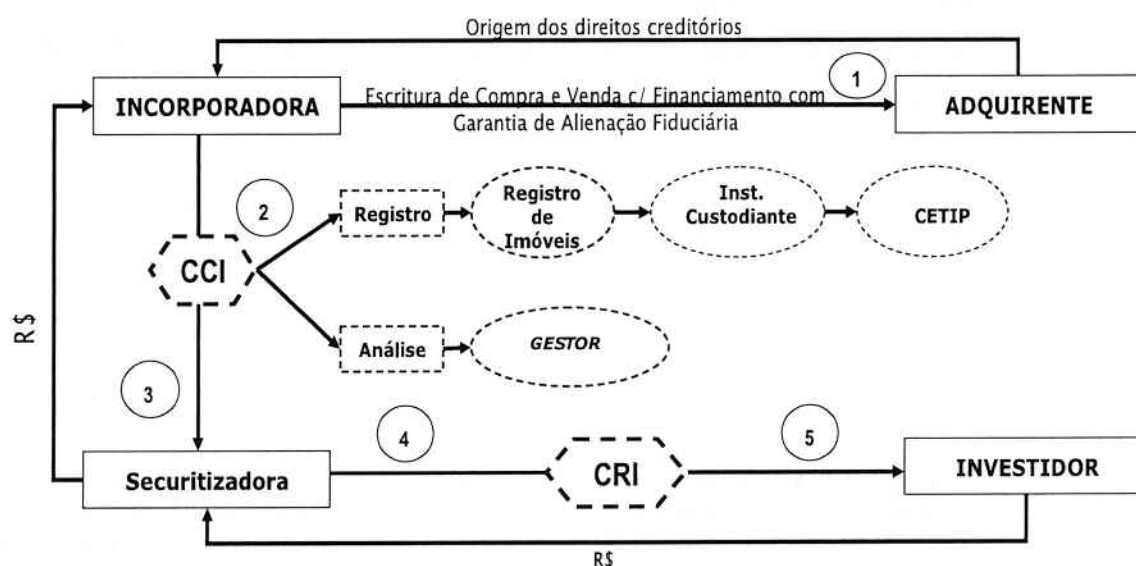


Figura 5 – Resumo da operação de Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários. Fonte: Adaptação de Cruz [2004]²⁰

²⁰ Cruz, F.P. Estruturação da operação de securitização de recebíveis imobiliários para incorporadoras. São Paulo, Brazilian Securities, 25 Out. 2004. / Entrevista pessoal. /

(1) – A incorporadora assina com o adquirente a escritura de Compra e Venda, passando o imóvel para o adquirente, e este em garantia ao financiamento concedido pela incorporadora dá a Alienação Fiduciária²¹. Esta escritura é levada a registro no cartório de registro de imóveis, podendo ser concomitante com o próximo passo.

(2) – Sobre a escritura de Compra e Venda, a incorporadora emite a escritura de emissão de CCI's e leva à registro, primeiro no cartório de registro de imóveis, depois entrega à Instituição Custodiante que se encarrega de registrar a CCI na CETIP²². Paralelamente a incorporadora encaminha para a securitizadora os documentos para análise e enquadramento dos créditos a serem auditados pelo Gestor²³ (neste momento os créditos são selecionados dentro dos critérios da securitizadora).

(3) Estando os créditos enquadrados e as CCI's devidamente registradas na CETIP, a incorporadora autoriza a Instituição Custodiante a transferir as CCI's para securitizadora, e esta dará instrução para creditar o valor para a incorporadora. A partir desta transferência os adquirentes passam a pagar diretamente à securitizadora;

(4) Com base nas CCI's a securitizadora emite os CRI's no mesmo sistema da CETIP, providencia os registros pertinentes e oferece aos investidores.

²¹ A Lei nº. 9514/97 instituiu a Alienação Fiduciária de imóveis. Com a constituição da propriedade fiduciária dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o Fiduciante possuidor direto e o Fiduciário (entidade financiadora) possuidor indireto do imóvel. Deste modo, o devedor será o proprietário direto do imóvel até o final do pagamento. Este é um instrumento essencial para o desenvolvimento do mercado de recebíveis imobiliários, uma vez que facilita o processo de retomada de um imóvel em caso de inadimplência e minimiza os problemas dos longos processos judiciais para retomada do imóvel.

²² CETIP – Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados. A CETIP realiza toda liquidação financeira da operação, tanto na venda dos CRI's como no pagamento dos rendimentos e a distribuição do capital.

²³ Também conhecido no mercado pela palavra inglesa *Servicer*, cuja responsabilidade é de auditoria dos créditos a partir dos parâmetros definidos pela Securitizadora, como também administra a carteira após a transferência para a Securitizadora.

(5) Os CRIs são vendidos aos investidores. A partir deste momento todos os recebimentos dos adquirentes são direcionados à conta própria dos CRI's para pagamento aos investidores.

A figura 6 ilustra o processo de gestão da Securitização de Recebíveis Imobiliários demonstrando as etapas envolvidas .

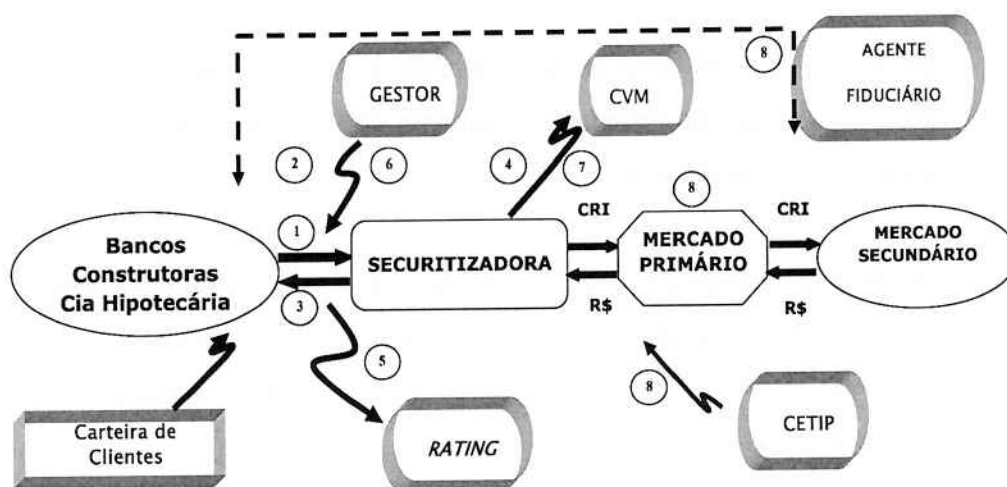


Figura 6 – Processo de Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários. Fonte: Adaptação de Cruz [2004]²⁴

(1) Incorporadoras, bancos ou companhias hipotecárias que detenham recebíveis imobiliários procuram a securitizadora para vender seus créditos.

(2) A securitizadora, a partir da carteira de recebíveis apresentada, faz uma análise para enquadramento dos créditos. Esta análise é feita pelo Gestor que, segundo explica GAGGINI [2003], observa os seguintes quesitos: [i] finalidade do imóvel; [ii] avaliação do imóvel; [iii] características dos adquirentes; [iv] índice de inadimplência; entre outros. Bem como uma auditoria dos créditos verificando itens com saldo devedor, forma de reajuste de contrato, juros entre outros.

²⁴ Cruz, F.P. Estruturação da operação de securitização de recebíveis imobiliários para incorporadoras. São Paulo, Brazilian Securities, 25 Out. 2004. / Entrevista pessoal. /

(3) Após a aprovação da carteira e negociação entre as partes, os recebíveis são transferidos para a Securitizadora que faz o pagamento à incorporadora, ou outras. É lavrado um instrumento particular de cessão de créditos.

(4) Paralelamente a etapa anterior a securitizadora solicita o registro provisório do CRI tanto na CVM²⁵ como na CETIP.

(5) A securitizadora também deve contratar os serviços tanto do Agente Fiduciário²⁶ como os serviços de Agência de Avaliação de Risco ou *Rating*²⁷, que faz análise do *portifólio* e a classificação do risco.

Os principais fatores para análise de riscos dos títulos provenientes de operações de securitização, segundo VEDROSSI [2002] são os seguintes: [i] Qualidade do *portifólio*, está relacionada com o risco de crédito, e analisa a capacidade de pagamento da dívida dos adquirentes dos imóveis, ou seja, o risco deste ficar inadimplente; [ii] Solvência do originador, uma vez que a Lei de Falências (Decreto-Lei nº 7661/1945) estipula um prazo de 60 dias recorrentes à data de pedido de falência, todas as transações relacionadas com ativos do originador são consideradas nulas, desta forma, pode-se comprometer o processo de securitização; [iii] Estrutura jurídica e legal, trata que toda a operação deve seguir as legislações e regulamentações pertinentes; [iv] Estrutura da operação, ligadas às estruturas de reforço de crédito da operação com objetivo de adicionar segurança ao processo; [v] Risco de pré-pagamento que provém do direito dos adquirentes de amortizarem total ou parcialmente suas dívidas imobiliárias; [vi] análise do gestor de recebíveis; [vii] Risco soberano, onde a classificação do nível de risco de uma emissão não pode ser melhor do que a classificação de risco soberano do País e/ou local que a abriga.

²⁵ Registra a operação e autoriza todas as emissões, dando transparência e confiabilidade a operação.

²⁶ Também conhecido com pelo termo inglês *Trustee*. Responsável pelo acompanhamento do desenvolvimento dos aportes e administra o patrimônio do separado;

²⁷ VEDROSSI [2002]: “O *rating* consiste na classificação do risco de determinado investimento, empresa ou país. Resulta da análise da [i] capacidade de pagamento de determinado emissor, ou seja, na capacidade que o emissor tem de honrar suas obrigações/dívidas ; e/ou [ii] capacidade de geração de caixa de determinado portfólio, recursos estes que serão utilizados para liquidação das obrigações junto aos investidores.”

(6) Com as análises do Gestor e da Agência de Avaliação de Risco estrutura-se o CRI e então emite-se o Termo de Securitização, no qual constarão os seguintes dados: [i] identificação dos adquirentes e o valor nominal de cada crédito lastro da emissão, como também a indicação do Registro de Imóveis onde esta(ão) registrada(s) a respectiva(s) matrícula(s), bem como o número de registro da cessão dos créditos; [ii] identificação dos títulos emitidos; [iii] constituição de outras garantias de resgate dos títulos emitidos, se for o caso.

(7) Solicita o registro definitivo do CRI na CVM.

(8) Com a aprovação da CVM, os Certificados de Recebíveis Imobiliários são emitidos e vendidos aos investidores. Nesta etapa, a cobrança e administração da carteira junto aos adquirentes são efetuadas pelo Gestor, e os pagamentos são depositados em conta definida pela CETIP, que é responsável pela distribuição do capital aos investidores. Ao Agente Fiduciário cabe cuidar da operação em nome do investidor, para tal possui algumas responsabilidades tais como: [i] analisar a ação Gestor em relação à administração dos créditos e pagamentos dos CRI's; [ii] acompanhar a qualidade dos serviços do Gestor e da securitizadora; [iii] solicitar auditorias sempre que julgar necessário; [iv] solicitar e acompanhar a substituição do Gestor, em caso de má gestão; [v] no caso de falência da securitizadora ou má gestão, proceder à administração do patrimônio em separado de securitizadora, em interesse dos investidores.

(9) Na quitação das dívidas dos adquirentes, é emitido o Termo de Quitação e estes podem efetuar a escritura definitiva do imóvel.

4.5 Custo da Securitização

Para a realização da operação da securitização de recebíveis imobiliários existem custos envolvidos tanto para o incorporador como para a securitizadora.

Para o incorporador os principais custos são: [i] análise dos documentos do vendedor, do imóvel e do crédito aprovado; [ii] registro das CCI's nos cartórios de imóveis; [iii] custódia das CCI's; [iv] registro das CCI's na CETIP; [v] avaliação do imóvel; e [vi] como principal, a taxa de desconto pelo qual a Securitizadora paga os créditos imobiliários.

Para a securitizadora podem-se citar como custos da operação: [i] com o Gestor para análise dos contratos e administração da carteira; [ii] *Rating* da operação; [iii] gastos com o Agente Fiduciário; e [iv] registro dos CRI's na CVM e na CETIP.

É importante ressaltar que em virtude destes custos da estruturação da securitização, se faz necessário estabelecer um volume mínimo financeiro²⁸, abaixo do qual a operação não se torna viável.

4.6 Atributos da Operação

Existem alguns atributos citados por KOTHARI [1999] apud VEDROSSI [2002] sem os quais o processo de securitização pode ser comprometido. Dentre estes, pode-se citar:

[i] Facilidade de comercialização: considerando o fato que o objetivo de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários é transformar um fluxo de caixa futuro em títulos de investimento para serem oferecidos no mercado, caso estes títulos não tenham liquidez, todo o processo perde sua validade. A facilidade de comercialização depende principalmente dos fatores legais, ou seja, um instrumento regulatório para emissão dos CRI e da existência de um mercado investidor com capacidade de investimento compatível com as necessidades do mercado imobiliário;

[ii] Atratividade para o mercado: os títulos precisam ser atrativos junto ao mercado investidor. Os investidores precisam perceber uma relação atrativa de risco x retorno para seu investimento. Portanto, todos os participantes do novo mercado, instituições

²⁸ Em entrevista com dois profissionais do mercado de securitização, foi citado como valor mínimo para uma operação de securitização de recebíveis imobiliários, R\$ mil 6.000.

financeiras e não financeiras, incorporadores, construtores, agências e securitizadoras, estarão sujeitos aos novos paradigmas do mercado, onde a segurança das operações e a transparência das informações serão requisitos básicos para o sucesso da securitização;

[iii] Adequação do valor de face dos títulos: quanto menor o valor de face do título mais fácil é sua aceitação entre pequenos investidores. Todavia quanto maior a quantidade de títulos, maiores são os custos para sua emissão. Com isto, torna-se importante encontrar uma relação atrativa entre quantidade x valor de face de modo a atender tanto ao emissor quanto ao investidor;

[iv] Ambiente Regulatório: uma das principais características da securitização é a segregação do risco do originador x risco da operação. Portanto, torna-se fundamental a existência de um ambiente regulatório que atenda a tal característica;

[v] Ambiente Macro Econômico: uma vez que as linhas de financiamento imobiliário são de longo prazo, se faz necessário o entendimento dos índices inflacionários e das taxas de juros praticadas no mercado no período analisado para o desenvolvimento do processo de securitização, pois os investidores podem preferir opções de curto prazo, em função de sua leitura dos indicadores macroeconômicos.

5. ESTUDO DE CASO

Este capítulo trata da descrição do empreendimento residencial referencial de mercado, que é objeto do estudo de caso, bem como o cenário no qual este se enquadra. A partir deste empreendimento, é construído um modelo para análise de seus indicadores de qualidade. São também abordados neste capítulo os conceitos dos indicadores da qualidade utilizados para análise.

Do mesmo modo, são elaborados modelos para as situações de: [i] modelo referencial de mercado; e [ii] securitização de recebíveis imobiliários com alternativas de regimes de apuração; para o mesmo empreendimento referencial propiciando obter os indicadores da qualidade para cada opção.

5.1 Apresentação do Caso Referencial de Mercado

O estudo de caso está baseado em um empreendimento imobiliário residencial na cidade de São Paulo, realizado por uma conceituada incorporadora do país. Trata-se de um edifício residencial de 17 pavimentos com 4.600 m² de área construída.

O terreno onde será implantado o empreendimento é adquirido por R\$ mil 2.800 em três parcelas, sem reajuste: 50% paga no mês 1, 25% no mês 2 e 25% no mês 3.

Além do terreno, os custos para o empreendedor são provenientes das contas pré-operacionais, o custo de produção e as contas gerais da administração (CGA).

As contas pré-operacionais estão estimadas em R\$ mil 160 corrigidas pela variação do índice da inflação setorial²⁹ e seu desembolso segue os percentuais descritos na Figura 7.

²⁹ É adotado o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) da Fundação Getúlio Vargas como índice de inflação setorial, pois além de representar o índice de correção dos contratos de compra e venda até a entrega das chaves, este representa a evolução dos custos de produção.

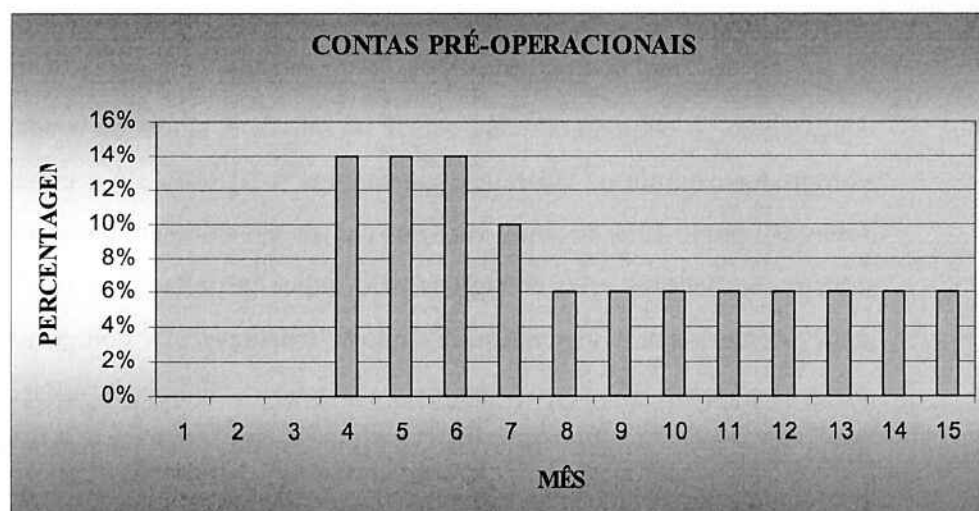


Figura 7 – Percentuais de desembolso das contas pré-operacionais

O custo de produção se dará segundo os patamares representados na Figura 8. As obras têm a duração de 22 meses com início no mês 16 e foram contratadas na data da análise por R\$ mil 3.100. Os desembolsos da obra são corrigidos com base na variação do índice da inflação setorial.

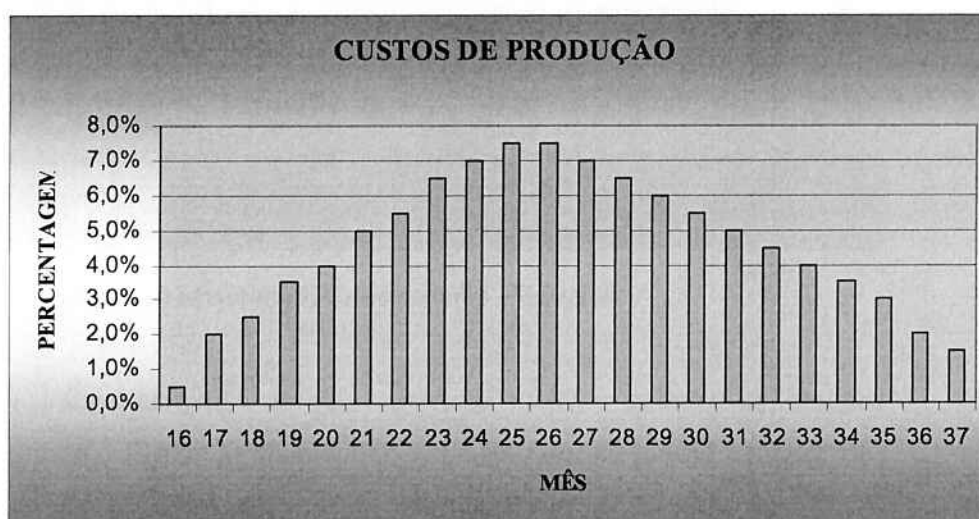


Figura 8 – Percentuais de desembolso dos custos de produção

A contribuição para o CGA é de 4% do custo de produção. Seu desembolso é proporcional a execução da obra e seus valores são corrigidos pelo índice de inflação setorial.

O volume geral de vendas (VGV) das unidades habitacionais é de R\$ mil 11.700. O lançamento do empreendimento ocorre no mês 5. A tabela de vendas apresentada ao comprador estipula os seguintes pagamentos³⁰: [i] 60% até a entrega das unidades (chaves), sendo 13% de sinal, 10% nas chaves e o saldo em parcelas iguais durante a construção; valores estes corrigidos pelo índice de inflação setorial; [ii] 30% pagos após as chaves em 27 parcelas utilizando a “tabela *price*”³¹ com juros de 12% ao ano, onde as parcelas são reajustadas pela variação do índice de inflação³². Em função desta tabela de vendas, ocorrem os recebimentos até a entrega das chaves nos percentuais apresentados na Figura 9.

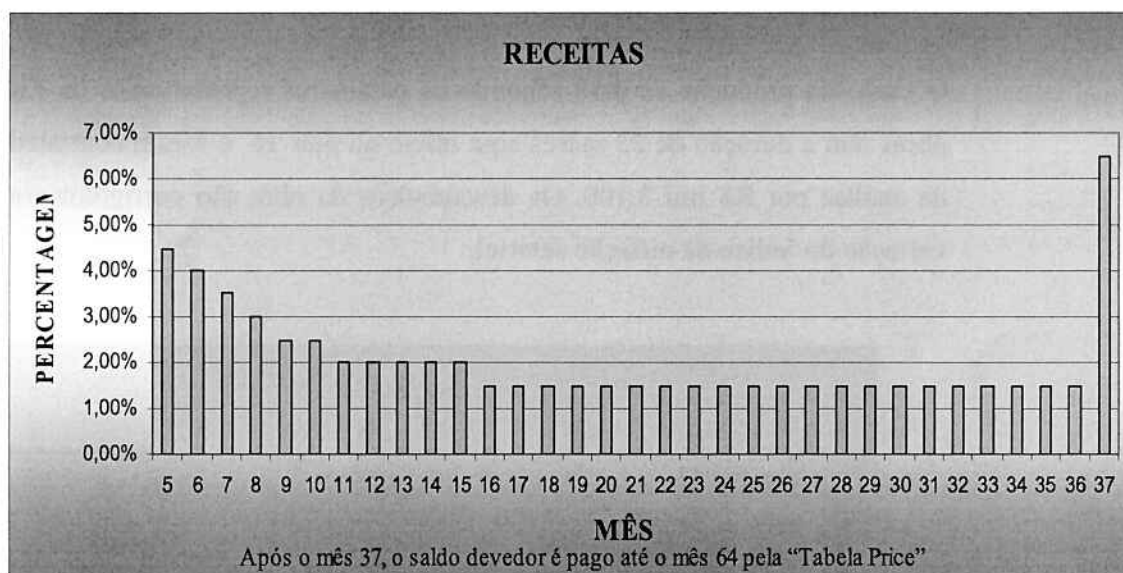


Figura 9 – Percentuais de recebimento da receita

Durante as vendas incidem despesas com a comercialização, decorrentes da corretagem e serviços de propaganda e publicidade. A taxa de corretagem é de 6% do VGV e as despesas de promoção são orçadas em 5,5% do VGV, corrigido pelo

³⁰ Tabela elaborada para opção de pagamento em 64 meses.

³¹ “Tabela *Price*” — Nome adotado no Brasil para o Sistema Francês de Amortização. Trata-se de uma tabela utilizada no cálculo do valor de juros e pagamentos em dívidas parceladas. É constituída por uma série uniforme de prestações, de igual valor, em um tempo determinado e com taxa de juros constantes.

³² O índice de inflação adotado é o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) da Fundação Getúlio Vargas, por ser este o utilizado para correção dos contratos, representando também o ganho do poder de compra da moeda.

índice de inflação. O desembolso destes valores ocorre segundo os percentuais descritos na Figura 10.

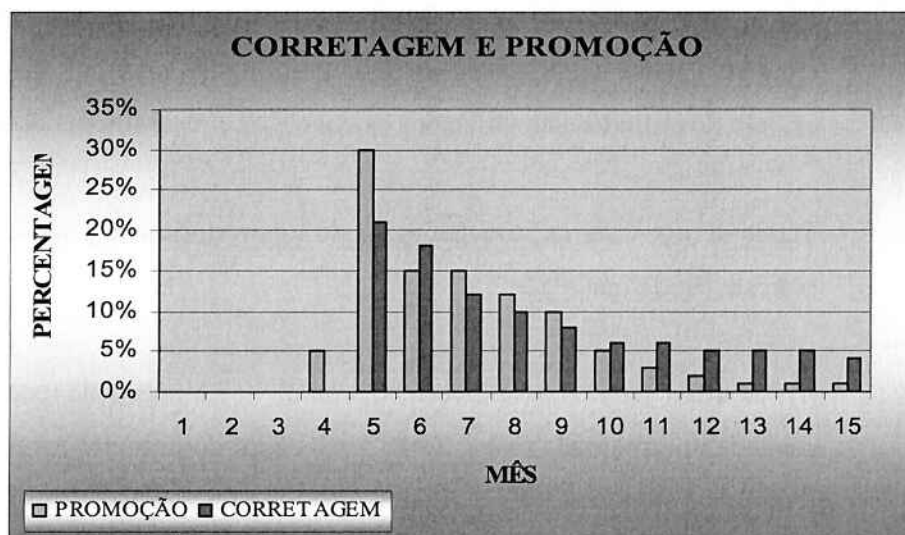


Figura 10 – Percentuais de despesas com corretagem e promoção

A empresa possui os recursos necessários para a execução do empreendimento e desta forma, não há a necessidade de financiamento bancário. Em função disto, há uma simplificação do modelo.

Será adotado como referência o cenário econômico conforme descrito na Tabela 2:

CENÁRIO ECONÔMICO		
Inflação (IGP-M) ³³	9%	a.a
Inflação Setorial (INCC)	14%	a.a.
Custo de Oportunidade ³⁴ (cop), efetivo acima da inflação	8%	a.a.
Taxa de Atratividade (TAT), efetiva acima da inflação	20%	a.a.

Tabela 2 – Cenário Econômico

³³ Adotado que a expectativa de comportamento de inflação no horizonte da análise ficara no patamar do ano de 2003, anterior ao estudo; Fundação Getulio Vargas. Conteúdo Acadêmico. Disponível em http://fgvdados.fgv.br/dsp_gratuitas.asp. Acesso em 12 de mar. 2005.

³⁴ *Custo de Oportunidade (cop)* – taxa de ganho de poder de compra que se arbitra para aplicações de risco desprezível na conjuntura econômica

5.2 Metodologia Utilizada para Cálculo dos Indicadores da Qualidade

Para a análise da qualidade do empreendimento foco do estudo de caso é elaborado um modelo através de uma planilha. Neste modelo são inseridos como dados de entrada aqueles contidos no cenário descrito no item 5.1 deste trabalho. Para o cálculo dos tributos são utilizados os conceitos e metodologia descrita no capítulo 3.

Tendo-se em vista as características do empreendimento, adotaram-se os seguintes indicadores da qualidade:

[i] Recursos prontos para investir (*Ipronto*) – é a massa de recursos que, aplicada à custo de oportunidade (*cop*), desde o momento do primeiro investimento, reproduz o fluxo dos investimentos exigidos no Sistema Empreendimento; sem a análise rigorosa deste indicador, juntamente com a TRR, pode ocorrer que um empreendimento possua uma taxa de retorno superior a atratividade (taxa mínima arbitrada pelo empreendedor para investir num empreendimento) sem que entretanto o empreendedor possua os recursos financeiros necessários para fazer frente ao giro, diz-se então que o empreendimento é economicamente aceitável, mas financeiramente insustentável;

[ii] *Retorno* – são os recursos livres disponíveis no Sistema Empreendimento para o Sistema Gerenciador do Investimento / Empreendedor;

[iii] *TRR (Taxa de Retorno Restrita)* - é um indicador que reflete o potencial do empreendimento em oferecer, ao investidor, ganhos de poder de compra, segundo uma certa postura gerencial, a ser adotada para desenvolvê-lo. Para uma melhor interpretação do indicador, é utilizada a curva de formação da TRR, uma vez que esta reflete com mais propriedade a condição econômica do que simplesmente o valor da taxa de retorno, que é um valor pontual;

[iv] *Payback* – é o momento em que o investidor recupera o poder de compra do capital investido (ou, recuperação da capacidade de investimento do empreendedor),

através dos retornos obtidos. A informação sobre o *payback* é obtida a partir da leitura da curva de formação da taxa de retorno, sendo que, nesta curva, podem ser reconhecidas os diferentes prazos de recuperação do investimento, em qualquer taxa;

[v] *TAT (Taxa de Atratividade)* – é o padrão mínimo de remuneração (ganho de poder de compra) que o investidor admite para o empreendimento, em função dos riscos envolvidos na operação.

5.3 Cenário Referencial de Mercado

A partir dos dados fornecidos nos cenários descritos anteriormente, podem-se desenvolver as movimentações financeiras do empreendimento referencial de mercado cuja opção de tributação é o lucro real, sendo:

- Movimentações financeiras derivadas da vendas das unidades habitacionais - Tabela 3;
- Movimentações financeiras derivadas das despesas de produção - Tabela 4;
- Movimentações financeiras derivadas das despesas de comercialização – Tabela 5;
- Tributos incidentes – Tabela 6;
- Fluxo de caixa, investimentos necessários e retorno, Tabela 7;
- Todos os valores estão referenciados na data base julho/2004;
- Todas as taxas apresentadas nas tabelas são equivalentes, ao ano, efetivo, acima do IGP-M, exceto quando indicado.

Mês	Receita		
	Principal	Correção	Juros
1	-	-	-
2	-	-	-
3	-	-	-
4	-	-	-
5	527	-	-
6	465	5	-
7	404	9	-
8	344	11	-
9	284	13	-
10	282	16	-
11	224	15	-
12	223	18	-
13	221	20	-
14	219	23	-
15	218	25	-
16	162	21	-
17	161	23	-
18	160	24	-
19	159	26	-
20	158	28	-
21	156	30	-
22	155	32	-
23	154	33	-
24	153	35	-
25	152	37	-
26	151	39	-
27	150	41	-
28	149	42	-
29	148	44	-
30	147	46	-
31	146	48	-
32	145	50	-
33	144	51	-
34	143	53	-
35	141	55	-
36	140	57	-
37	604	253	-
38	97	41	40
39	96	43	39
40	95	45	37
41	94	47	36
42	94	49	35
43	93	51	33
44	92	53	32
45	92	56	31
46	91	58	29
47	90	60	28
48	90	62	26
49	89	64	25
50	89	66	23
51	88	68	22
52	87	70	21
53	87	72	19
54	86	74	18
55	85	76	16
56	85	79	14
57	84	81	13
58	84	83	11
59	83	85	10
60	82	87	8
61	82	89	7
62	81	92	5
63	81	94	3
64	80	96	2
TOTAIS	9.564	3.065	583

Tabela 3 – Movimentações das vendas, valores em R\$ Mil.

Mês	DESPESAS				
	Terreno	PreOp	Obra	CGA	Delta
1	(1.390)	-	-	-	-
2	(690)	-	-	-	-
3	(685)	-	-	-	-
4	-	(22)	-	-	(0)
5	-	(22)	-	-	(0)
6	-	(22)	-	-	(1)
7	-	(16)	-	-	(0)
8	-	(10)	-	-	(0)
9	-	(10)	-	-	(0)
10	-	(10)	-	-	(0)
11	-	(10)	-	-	(0)
12	-	(10)	-	-	(0)
13	-	(10)	-	-	(0)
14	-	(10)	-	-	(1)
15	-	(10)	-	-	(1)
16	-	-	(16)	(1)	(1)
17	-	-	(62)	(2)	(4)
18	-	-	(78)	(3)	(6)
19	-	-	(109)	(4)	(8)
20	-	-	(124)	(5)	(10)
21	-	-	(155)	(6)	(13)
22	-	-	(171)	(7)	(15)
23	-	-	(202)	(8)	(19)
24	-	-	(217)	(9)	(21)
25	-	-	(233)	(9)	(24)
26	-	-	(233)	(9)	(25)
27	-	-	(217)	(9)	(24)
28	-	-	(202)	(8)	(23)
29	-	-	(186)	(7)	(22)
30	-	-	(171)	(7)	(21)
31	-	-	(155)	(6)	(20)
32	-	-	(140)	(6)	(18)
33	-	-	(124)	(5)	(17)
34	-	-	(109)	(4)	(15)
35	-	-	(93)	(4)	(14)
36	-	-	(62)	(2)	(9)
37	-	-	(47)	(2)	(7)
38	-	-	-	-	-
TOTAIS	(2.765)	(160)	(3.100)	(124)	(342)

Tabela 4 – Movimentações das despesas com produção, valores em R\$ Mil.

Mês	COMERCIALIZAÇÃO	
	Promoção	Corretagem
1	-	-
2	-	-
3	-	-
4	(32)	-
5	(193)	(147)
6	(97)	(126)
7	(97)	(84)
8	(77)	(70)
9	(64)	(56)
10	(32)	(42)
11	(19)	(42)
12	(13)	(35)
13	(6)	(35)
14	(6)	(35)
15	(6)	(28)
16	-	-
17	-	-
TOTAIS	(644)	(702)

Tabela 5 – Movimentações das despesas de comercialização, valores em R\$ Mil.

Mês	TRIBUTOS						
	PIS	COFINS	CPMF	BASE IRPJ	Fluxo	IRPJ	CSLL
1	-	-	-	-	-	-	-
2	-	-	-	-	-	-	-
3	-	-	-	-	-	-	-
4	-	-	-	(32)	(32)	-	-
5	(7)	(33)	(2)	(121)	(153)	-	-
6	(6)	(29)	(2)	(27)	(180)	-	-
7	(5)	(25)	(2)	(8)	(188)	-	-
8	(5)	(21)	(1)	2	(186)	-	-
9	(4)	(17)	(1)	4	(182)	-	-
10	(4)	(17)	(1)	51	(130)	-	-
11	(3)	(14)	(1)	40	(91)	-	-
12	(3)	(13)	(1)	54	(37)	-	-
13	(3)	(13)	(1)	61	24	(6)	(2)
14	(3)	(13)	(1)	61	85	(15)	(6)
15	(3)	(13)	(1)	69	155	(17)	(6)
16	(2)	(10)	(1)	78	232	(19)	(7)
17	(2)	(10)	(1)	76	308	(19)	(7)
18	(2)	(10)	(1)	76	384	(19)	(7)
19	(2)	(9)	(1)	75	459	(19)	(7)
20	(2)	(9)	(1)	75	534	(19)	(7)
21	(2)	(9)	(1)	74	609	(19)	(7)
22	(2)	(9)	(1)	74	683	(19)	(7)
23	(2)	(9)	(1)	73	756	(18)	(7)
24	(2)	(9)	(1)	73	829	(18)	(7)
25	(2)	(9)	(1)	73	902	(18)	(7)
26	(2)	(9)	(1)	73	975	(18)	(7)
27	(2)	(9)	(1)	75	1.050	(19)	(7)
28	(2)	(9)	(1)	76	1.126	(19)	(7)
29	(2)	(8)	(1)	77	1.202	(19)	(7)
30	(2)	(8)	(1)	78	1.280	(19)	(7)
31	(2)	(8)	(1)	79	1.359	(20)	(7)
32	(2)	(8)	(1)	80	1.439	(20)	(7)
33	(2)	(8)	(1)	81	1.520	(20)	(7)
34	(2)	(8)	(1)	82	1.602	(21)	(7)
35	(2)	(8)	(1)	83	1.685	(21)	(7)
36	(2)	(8)	(1)	85	1.770	(21)	(8)
37	(7)	(34)	(3)	379	2.149	(95)	(34)
38	(1)	(5)	(1)	101	2.250	(25)	(9)
39	(1)	(5)	(1)	101	2.351	(25)	(9)
40	(1)	(5)	(1)	100	2.451	(25)	(9)
41	(1)	(5)	(1)	99	2.550	(25)	(9)
42	(1)	(5)	(1)	99	2.649	(25)	(9)
43	(1)	(5)	(1)	98	2.747	(25)	(9)
44	(1)	(5)	(1)	98	2.845	(24)	(9)
45	(1)	(5)	(1)	97	2.942	(24)	(9)
46	(1)	(5)	(1)	96	3.038	(24)	(9)
47	(1)	(5)	(1)	96	3.134	(24)	(9)
48	(1)	(5)	(1)	95	3.229	(24)	(9)
49	(1)	(5)	(1)	95	3.324	(24)	(9)
50	(1)	(5)	(1)	94	3.417	(23)	(8)
51	(1)	(4)	(1)	93	3.511	(23)	(8)
52	(1)	(4)	(1)	93	3.603	(23)	(8)
53	(1)	(4)	(1)	92	3.695	(23)	(8)
54	(1)	(4)	(1)	91	3.786	(23)	(8)
55	(1)	(4)	(1)	91	3.877	(23)	(8)
56	(1)	(4)	(1)	90	3.967	(22)	(8)
57	(1)	(4)	(1)	89	4.056	(22)	(8)
58	(1)	(4)	(1)	88	4.144	(22)	(8)
59	(1)	(4)	(1)	88	4.232	(22)	(8)
60	(1)	(4)	(1)	87	4.319	(22)	(8)
61	(1)	(4)	(1)	86	4.405	(22)	(8)
62	(1)	(4)	(1)	86	4.491	(21)	(8)
63	(1)	(4)	(1)	85	4.575	(21)	(8)
64	(1)	(4)	(1)	84	4.659	(21)	(8)
TOTAIS	(119)	(547)	(50)	4.659		(1.165)	(419)

Tabela 6 – Tributos incidentes, valores em R\$ Mil.

Mês	MOVIMENTAÇÕES					
	Mov	Fluxo	Investimento	Fluxo Após I	Retorno	Ip/R
1	(1.390)	(1.390)	1.390	-	-	2.806
2	(690)	(2.080)	690	-	-	-
3	(685)	(2.765)	685	-	-	-
4	(55)	(2.820)	55	-	-	-
5	122	(2.698)	-	122	(122)	(122)
6	187	(2.511)	-	309	(187)	(187)
7	184	(2.327)	-	493	(184)	(184)
8	171	(2.157)	-	663	(171)	(171)
9	144	(2.013)	-	807	(144)	(144)
10	192	(1.821)	-	999	(192)	(192)
11	150	(1.671)	-	1.149	(150)	(150)
12	165	(1.506)	-	1.314	(162)	(162)
13	164	(1.342)	-	1.478	-	-
14	152	(1.189)	-	1.631	-	-
15	158	(1.031)	-	1.789	-	-
16	127	(904)	-	1.916	-	-
17	77	(828)	-	1.992	-	-
18	60	(768)	-	2.052	-	-
19	26	(742)	-	2.078	-	-
20	9	(733)	-	2.087	-	-
21	(25)	(758)	-	2.062	-	-
22	(43)	(801)	-	2.019	-	-
23	(77)	(878)	-	1.942	-	-
24	(95)	(973)	-	1.847	-	-
25	(113)	(1.085)	-	1.735	-	-
26	(113)	(1.198)	-	1.622	-	-
27	(96)	(1.294)	-	1.526	-	-
28	(78)	(1.373)	-	1.447	-	-
29	(61)	(1.433)	-	1.387	-	-
30	(43)	(1.476)	-	1.344	-	-
31	(25)	(1.502)	-	1.318	-	-
32	(7)	(1.509)	-	1.311	-	-
33	11	(1.498)	-	1.322	(11)	(11)
34	29	(1.469)	-	1.351	(29)	(29)
35	47	(1.422)	-	1.398	(47)	(47)
36	84	(1.338)	-	1.482	(84)	(84)
37	628	(709)	-	2.111	(628)	(628)
38	136	(573)	-	2.247	(136)	(136)
39	137	(436)	-	2.384	(137)	(137)
40	137	(300)	-	2.520	(137)	(137)
41	137	(162)	-	2.658	(137)	(137)
42	137	(25)	-	2.795	(137)	(137)
43	138	113	-	2.933	(138)	(138)
44	138	251	-	3.071	(138)	(138)
45	138	389	-	3.209	(138)	(138)
46	139	528	-	3.348	(139)	(139)
47	139	666	-	3.486	(139)	(139)
48	139	806	-	3.626	(139)	(139)
49	139	945	-	3.765	(139)	(139)
50	140	1.085	-	3.905	(140)	(140)
51	140	1.225	-	4.045	(140)	(140)
52	140	1.365	-	4.185	(140)	(140)
53	141	1.506	-	4.326	(141)	(141)
54	141	1.647	-	4.467	(141)	(141)
55	141	1.788	-	4.608	(141)	(141)
56	142	1.930	-	4.750	(142)	(142)
57	142	2.072	-	4.892	(142)	(142)
58	142	2.214	-	5.034	(142)	(142)
59	143	2.357	-	5.177	(143)	(143)
60	143	2.500	-	5.320	(143)	(143)
61	143	2.643	-	5.463	(143)	(143)
62	144	2.787	-	5.607	(144)	(144)
63	144	2.931	-	5.751	(144)	(144)
64	144	3.075	-	5.895	(144)	(144)
TOTAIS	3.075		2.820		(5.895)	

Tabela 7 – Investimento e Retorno, valores em R\$ Mil.

Equacionando as movimentações, obtêm-se os indicadores econômicos necessários para análise da qualidade do empreendimento descritos na Tabela 8.

Indicadores	
Investimento Pronto (Ipronto) – R\$ Mil	2.806
Retorno – R\$ Mil	5.895
Resultado – R\$ Mil	3.075
TRR (% ano, equivalente, efetiva, acima do IGPM)	29,22
<i>Payback</i> primário (mês)	43
Total de Impostos R\$ Mil	2.301
Taxa de Atratividade (TAT) – % efetiva ao ano acima do IGPM	20,00

Tabela 8 – Indicadores para o cenário referencial de mercado.

Estes números são o referencial do estudo de caso. O seu resultado tem por objetivo contrapor as alternativas de lucro real e lucro presumido em empreendimentos securitizados.

5.4 Securitização de Recebíveis Imobiliários

A seguir são apresentados os indicadores do mesmo empreendimento em análise, caso o empreendedor opte pela securitização de recebíveis imobiliários. Para este cenário, é adotado que a operação será efetuada no mês 30³⁵ e a taxa de desconto sobre os recebíveis é de 16% por ano³⁶, parâmetro adotado pelo mercado, Cruz [2004]³⁷. As movimentações financeiras são as mesmas apresentadas nas Tabelas 4 e 5. Devido a “venda” dos recebíveis há uma mudança do fluxo de receitas apresentada na Tabela 9. Os tributos para este cenário estão apresentados na Tabela 10 e o fluxo de caixa, investimento e retorno na Tabela 11.

Para o caso da securitização de recebíveis imobiliários também é verificada a opção de tributação pelo lucro presumido. Os tributos para este cenário estão apresentados na Tabela 12 e o fluxo de caixa, investimento e retorno na Tabela 13.

³⁵ A operação é adotada para ocorrer no mês 30, pois as securitizadoras exigem 12 meses de pagamento para análise de crédito dos compradores; como as vendas ocorrem até o mês 15, a operação só poderia ser estruturada após o mês 27, então se adota o mês 30.

³⁶ O incorporador tem também uma despesa adicional de R\$ mil 24 para estruturar a operação, custos descritos no item 4.5 deste trabalho.

³⁷ Cruz, F.P. Estruturação da operação de securitização de recebíveis imobiliários para incorporadoras. São Paulo, Brazilian Securities, 25 Out. 2004. / Entrevista pessoal. /

Mês	RECEITAS		
	Principal	Correção	Juros
1	-	-	-
2	-	-	-
3	-	-	-
4	-	-	-
5	527	-	-
6	465	5	-
7	404	9	-
8	344	11	-
9	284	13	-
10	282	16	-
11	224	15	-
12	223	18	-
13	221	20	-
14	219	23	-
15	218	25	-
16	162	21	-
17	161	23	-
18	160	24	-
19	159	26	-
20	158	28	-
21	156	30	-
22	155	32	-
23	154	33	-
24	153	35	-
25	152	37	-
26	151	39	-
27	150	41	-
28	149	42	-
29	148	44	-
30	3.375	1.972	475
31	-	-	-
32	-	-	-
33	-	-	-
34	-	-	-
35	-	-	-
36	-	-	-
37	-	-	-
TOTAIS	8.952	2.583	475

Tabela 9 – Receitas para o caso de securitização, valores em R\$ Mil.

Mês	TRIBUTOS						
	PIS	COFINS	CPMF	BASE IRPJ	Fluxo	IRPJ	CSLL
1	-	-	-	-	-	-	-
2	-	-	-	-	-	-	-
3	-	-	-	-	-	-	-
4	-	-	-	(32)	(32)	-	-
5	(7)	(33)	(2)	(121)	(153)	-	-
6	(6)	(29)	(2)	(27)	(180)	-	-
7	(5)	(25)	(2)	(8)	(188)	-	-
8	(5)	(21)	(1)	2	(186)	-	-
9	(4)	(17)	(1)	4	(182)	-	-
10	(4)	(17)	(1)	51	(130)	-	-
11	(3)	(14)	(1)	40	(91)	-	-
12	(3)	(13)	(1)	54	(37)	-	-
13	(3)	(13)	(1)	61	24	(6)	(2)
14	(3)	(13)	(1)	61	85	(15)	(6)
15	(3)	(13)	(1)	69	155	(17)	(6)
16	(2)	(10)	(1)	78	232	(19)	(7)
17	(2)	(10)	(1)	76	308	(19)	(7)
18	(2)	(10)	(1)	76	384	(19)	(7)
19	(2)	(9)	(1)	75	459	(19)	(7)
20	(2)	(9)	(1)	75	534	(19)	(7)
21	(2)	(9)	(1)	74	609	(19)	(7)
22	(2)	(9)	(1)	74	683	(19)	(7)
23	(2)	(9)	(1)	73	756	(18)	(7)
24	(2)	(9)	(1)	73	829	(18)	(7)
25	(2)	(9)	(1)	73	902	(18)	(7)
26	(2)	(9)	(1)	73	975	(18)	(7)
27	(2)	(9)	(1)	75	1.050	(19)	(7)
28	(2)	(9)	(1)	76	1.126	(19)	(7)
29	(2)	(8)	(1)	77	1.202	(19)	(7)
30	(36)	(165)	(22)	2.321	3.523	(580)	(209)
31	-	-	-	-	-	-	-
32	-	-	-	-	-	-	-
33	-	-	-	-	-	-	-
34	-	-	-	-	-	-	-
35	-	-	-	-	-	-	-
36	-	-	-	-	-	-	-
37	-	-	-	-	-	-	-
TOTAIS	(109)	(501)	(46)			(881)	(317)

Tabela 10 – Tributos para o caso de securitização, valores em R\$ Mil.

Mês	MOVIMENTAÇÕES					
	Mov	Fluxo	Investimento	Fluxo Após I	Retorno	Ip/R
1	(1.390)	(1.390)	1.390	-	-	2.806
2	(690)	(2.080)	690	-	-	-
3	(685)	(2.765)	685	-	-	-
4	(55)	(2.820)	55	-	-	-
5	122	(2.698)	-	122	(122)	(122)
6	187	(2.511)	-	309	(187)	(187)
7	184	(2.327)	-	493	(184)	(184)
8	171	(2.157)	-	663	(171)	(171)
9	144	(2.013)	-	807	(144)	(144)
10	192	(1.821)	-	999	(192)	(192)
11	150	(1.671)	-	1.149	(150)	(150)
12	165	(1.506)	-	1.314	(165)	(165)
13	164	(1.342)	-	1.478	(72)	(72)
14	152	(1.189)	-	1.631	-	-
15	158	(1.031)	-	1.789	-	-
16	127	(904)	-	1.916	-	-
17	77	(828)	-	1.992	-	-
18	60	(768)	-	2.052	-	-
19	26	(742)	-	2.078	-	-
20	9	(733)	-	2.087	-	-
21	(25)	(758)	-	2.062	-	-
22	(43)	(801)	-	2.019	-	-
23	(77)	(878)	-	1.942	-	-
24	(95)	(973)	-	1.847	-	-
25	(113)	(1.085)	-	1.735	-	-
26	(113)	(1.198)	-	1.622	-	-
27	(96)	(1.294)	-	1.526	-	-
28	(78)	(1.373)	-	1.447	-	-
29	(61)	(1.433)	-	1.387	-	-
30	4.588	3.154	-	5.974	(3.729)	(3.729)
31	(181)	2.973	-	5.793	-	-
32	(164)	2.810	-	5.630	-	-
33	(146)	2.664	-	5.484	-	-
34	(128)	2.536	-	5.356	-	-
35	(110)	2.426	-	5.246	-	-
36	(74)	2.352	-	5.172	-	-
37	(56)	2.296	-	5.116	-	-
TOTAIS	2.296		2.820		(5.116)	

Tabela 11 – Investimento e Retorno na Securitização, valores em R\$ Mil.

A seguir seguem as tabelas para o caso de securitização de recebíveis imobiliários com opção do lucro presumido.

Mês	TRIBUTOS				
	PIS	COFINS	CPMF	IRPJ	CSLL
1	-	-	-	-	-
2	-	-	-	-	-
3	-	-	-	-	-
4	-	-	-	-	-
5	(3)	(16)	(2)	(11)	(5)
6	(3)	(14)	(2)	(11)	(5)
7	(3)	(12)	(2)	(10)	(5)
8	(2)	(11)	(1)	(10)	(5)
9	(2)	(9)	(1)	(9)	(4)
10	(2)	(9)	(1)	(10)	(5)
11	(2)	(7)	(1)	(8)	(4)
12	(2)	(7)	(1)	(9)	(4)
13	(2)	(7)	(1)	(9)	(5)
14	(2)	(7)	(1)	(10)	(5)
15	(2)	(7)	(1)	(11)	(5)
16	(1)	(5)	(1)	(8)	(4)
17	(1)	(6)	(1)	(9)	(4)
18	(1)	(6)	(1)	(9)	(4)
19	(1)	(6)	(1)	(10)	(5)
20	(1)	(6)	(1)	(10)	(5)
21	(1)	(6)	(1)	(11)	(5)
22	(1)	(6)	(1)	(11)	(5)
23	(1)	(6)	(1)	(11)	(5)
24	(1)	(6)	(1)	(12)	(6)
25	(1)	(6)	(1)	(12)	(6)
26	(1)	(6)	(1)	(13)	(6)
27	(1)	(6)	(1)	(13)	(6)
28	(1)	(6)	(1)	(14)	(7)
29	(1)	(6)	(1)	(14)	(7)
30	(38)	(175)	(22)	(679)	(326)
31	-	-	-	-	-
32	-	-	-	-	-
33	-	-	-	-	-
34	-	-	-	-	-
35	-	-	-	-	-
36	-	-	-	-	-
37	-	-	-	-	-
TOTAIS	(78)	(360)	(46)	(943)	(453)

Tabela 12 – Tributos para o caso de Securitização com Lucro Presumido, valores em R\$ Mil.

Mês	MOVIMENTAÇÕES					
	Mov	Fluxo	Investimento	Fluxo Após I	Retorno	Ip/R
1	(1.390)	(1.390)	1.390	-	-	2.806
2	(690)	(2.080)	690	-	-	-
3	(685)	(2.765)	685	-	-	-
4	(55)	(2.820)	55	-	-	-
5	126	(2.694)	-	126	(126)	(126)
6	189	(2.504)	-	316	(189)	(189)
7	184	(2.321)	-	499	(184)	(184)
8	169	(2.152)	-	668	(169)	(169)
9	141	(2.010)	-	810	(141)	(141)
10	188	(1.823)	-	997	(188)	(188)
11	146	(1.677)	-	1.143	(146)	(146)
12	159	(1.517)	-	1.303	(159)	(159)
13	166	(1.352)	-	1.468	(166)	(166)
14	166	(1.186)	-	1.634	(119)	(119)
15	173	(1.013)	-	1.807	-	-
16	146	(867)	-	1.953	-	-
17	94	(773)	-	2.047	-	-
18	77	(696)	-	2.124	-	-
19	42	(654)	-	2.166	-	-
20	24	(630)	-	2.190	-	-
21	(11)	(641)	-	2.179	-	-
22	(29)	(671)	-	2.149	-	-
23	(65)	(736)	-	2.084	-	-
24	(84)	(819)	-	2.001	-	-
25	(102)	(922)	-	1.898	-	-
26	(103)	(1.025)	-	1.795	-	-
27	(86)	(1.111)	-	1.709	-	-
28	(69)	(1.180)	-	1.640	-	-
29	(52)	(1.232)	-	1.588	-	-
30	4.360	3.127	-	5.947	(3.501)	(3.501)
31	(181)	2.946	-	5.766	-	-
32	(164)	2.783	-	5.603	-	-
33	(146)	2.637	-	5.457	-	-
34	(128)	2.509	-	5.329	-	-
35	(110)	2.398	-	5.218	-	-
36	(74)	2.325	-	5.145	-	-
37	(56)	2.269	-	5.089	-	-
TOTAIS	2.296		2.820		(5.116)	

Tabela 13 – Investimento e Retorno na Securitização com Lucro Presumido, valores em R\$ Mil.

Equacionando as movimentações, obtêm-se os indicadores econômicos necessários para análise da qualidade do empreendimento descritos na Tabela 14.

Indicadores Securitização		
	Real	Presumido
Investimento Pronto (Ipronto) – R\$ Mil	2.806	2.806
Retorno – R\$ Mil	5.116	5.089
Resultado – R\$ Mil	2.296	2.269
TRR (% ano, equivalente, efetiva, acima do IGPM)	38,99	40,18
<i>Pay Back</i> primário (mês)	30	30
Total de Impostos R\$ Mil	1.853	1.880
Taxa de Atratividade (TAT) – % efetiva ao ano acima do IGPM	20	20

Tabela 14 – Indicadores para o cenário com securitização.

5.5 Curva de Formação da Taxa de Retorno

A Figura 11 demonstra a curva de formação da TRR para cada uma das opções estudadas. Observa-se que nas alternativas de securitização a taxa de retorno apresenta um crescimento pontual, exatamente no mês da operação, que coincide com o *payback*. Como também apresentam uma melhor rentabilidade ao investidor comparada a opção referencial.

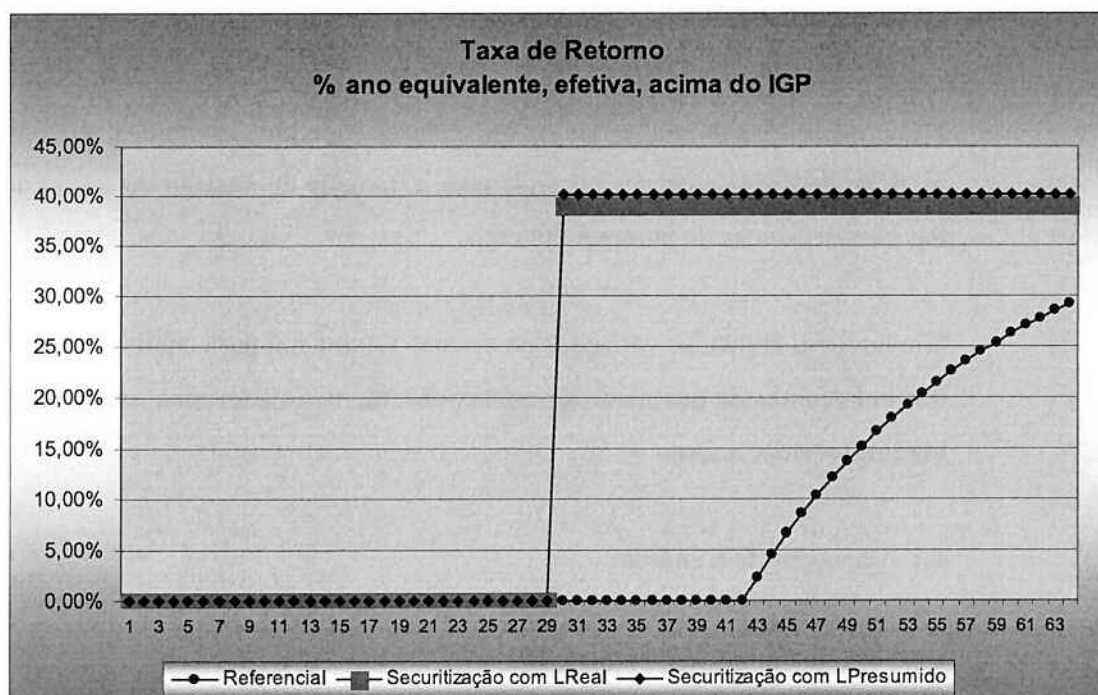


Figura 11 – Curva de Formação da Taxa de Retorno

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, são analisados os indicadores econômicos obtidos na construção do modelo, de modo a propor critérios para a tomada de decisão do investidor, através das características do empreendimento.

São também efetuadas variações no cenário referencial para analisar o impacto destas nos indicadores da qualidade de cada opção, de modo a ter uma melhor percepção do binômio risco x retorno.

6.1 Variação de Cenário

6.1.1 Variação do PIS / COFINS

Primeiramente, são analisadas as perturbações provocadas pelo aumento das alíquotas do PIS / COFINS

⇒ **Securitização com Regime de Lucro Real**

Fator PIS	Investimento	Retorno	Resultado	Payback (mês)	Impostos	TRR	TAT
1,00	2.820	5.116	2.296	30	1.853	38,99%	20,00%
1,20	2.820	5.036	2.216	30	1934	37,39%	20,00%
1,40	2.820	4.955	2.135	30	2014	35,81%	20,00%
1,60	2.820	4.875	2.055	30	2095	34,25%	20,00%
1,80	2.820	4.794	1.974	30	2175	32,71%	20,00%
2,00	2.820	4.714	1.894	30	2256	31,19%	20,00%
2,20	2.820	4.633	1.813	30	2336	29,68%	20,00%
2,40	2.820	4.553	1.733	30	2416	28,19%	20,00%
2,60	2.820	4.472	1.652	30	2497	26,72%	20,00%
2,80	2.820	4.392	1.572	30	2577	25,27%	20,00%
3,00	2.820	4.312	1.492	30	2658	23,84%	20,00%

Tabela 15 – Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do PIS / COFINS, na opção de securitização no regime lucro real, valores em R\$ Mil.

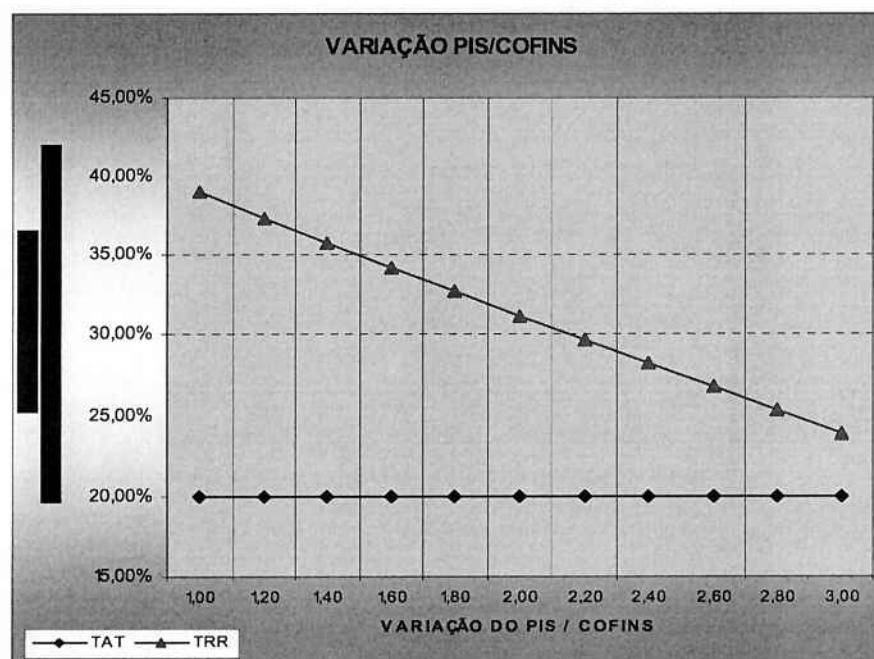


Figura 12 – Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do PIS/COFINS, na opção de securitização no regime lucro real.

⇒ Securitização com Regime Lucro Presumido

Fator PIS	Investimento	Retorno	Resultado	Payback (mês)	Impostos	TRR	TAT
1,00	2.820	5.089	2.269	30	1.880	40,18%	20,00%
1,20	2.820	5.001	2.181	30	1968	38,57%	20,00%
1,40	2.820	4.914	2.094	30	2056	36,96%	20,00%
1,60	2.820	4.826	2.006	30	2143	35,37%	20,00%
1,80	2.820	4.738	1.918	30	2231	33,77%	20,00%
2,00	2.820	4.651	1.831	30	2319	32,19%	20,00%
2,20	2.820	4.563	1.743	30	2406	30,60%	20,00%
2,40	2.820	4.475	1.655	30	2494	29,02%	20,00%
2,60	2.820	4.388	1.568	30	2582	27,44%	20,00%
2,80	2.820	4.300	1.480	30	2669	25,87%	20,00%
3,00	2.820	4.212	1.392	30	2757	24,31%	20,00%

Tabela 16 – Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do PIS/COFINS, na opção de securitização no regime de lucro presumido, valores em R\$ Mil.

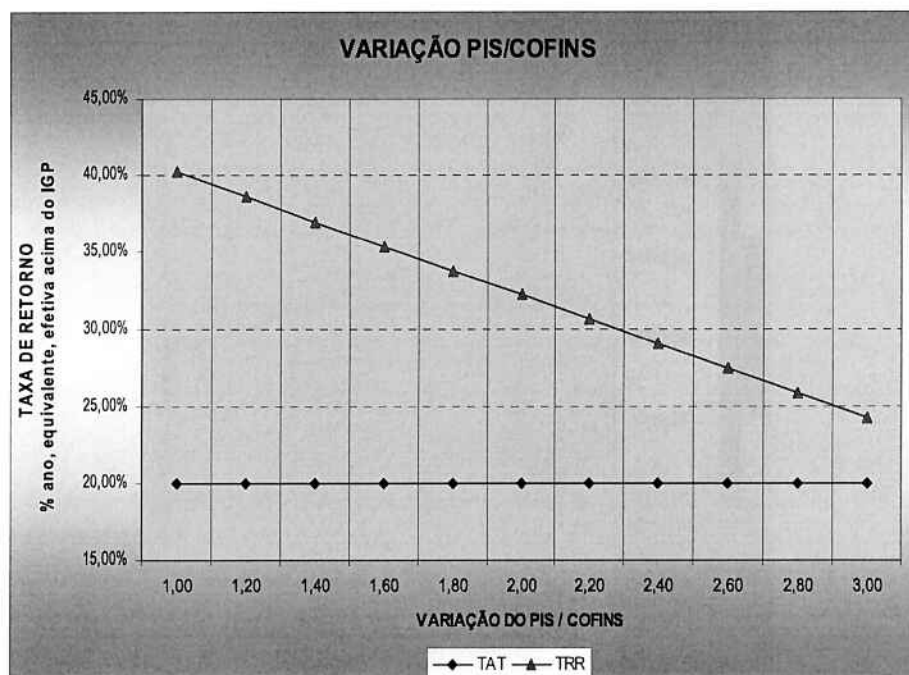


Figura 13 – Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do PIS/COFINS, na opção de securitização no regime de lucro presumido.

Analisando as Figuras 12 e 13 e as Tabelas 15 e 16 observa-se que tanto para a opção o lucro real como para o lucro presumido, ocorrem perdas de resultado, rentabilidade. Como no lucro presumido os tributos são calculados sobre a receita, o modelo apresenta um maior acréscimo nas despesas com tributos se comparadas com a opção do lucro real.

6.1.2 Variação do IR / CSLL

Após a análise do aumento das alíquotas de PIS / COFINS, são analisadas as perturbações provocadas no modelo pela variação do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido.

⇒ **Securitização com Regime de Lucro Real**

Fator IR	Investimento	Retorno	Resultado	Payback (mês)	Impostos	TRR	TAT
1,00	2.820	5.116	2.296	30	1.853	38,99%	20,00%
1,10	2.820	4.996	2.176	30	1.973	37,09%	20,00%
1,20	2.820	4.877	2.057	30	2.093	35,18%	20,00%
1,30	2.820	4.757	1.937	30	2.213	33,25%	20,00%
1,40	2.820	4.637	1.817	30	2.332	31,30%	20,00%
1,50	2.820	4.517	1.697	30	2.452	29,34%	20,00%
1,60	2.820	4.397	1.577	30	2.572	27,37%	20,00%
1,70	2.820	4.278	1.458	30	2.692	25,38%	20,00%
1,80	2.820	4.158	1.338	30	2.811	23,38%	20,00%

Tabela 17 – Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL na opção de securitização no regime de lucro real, valores em R\$ Mil.

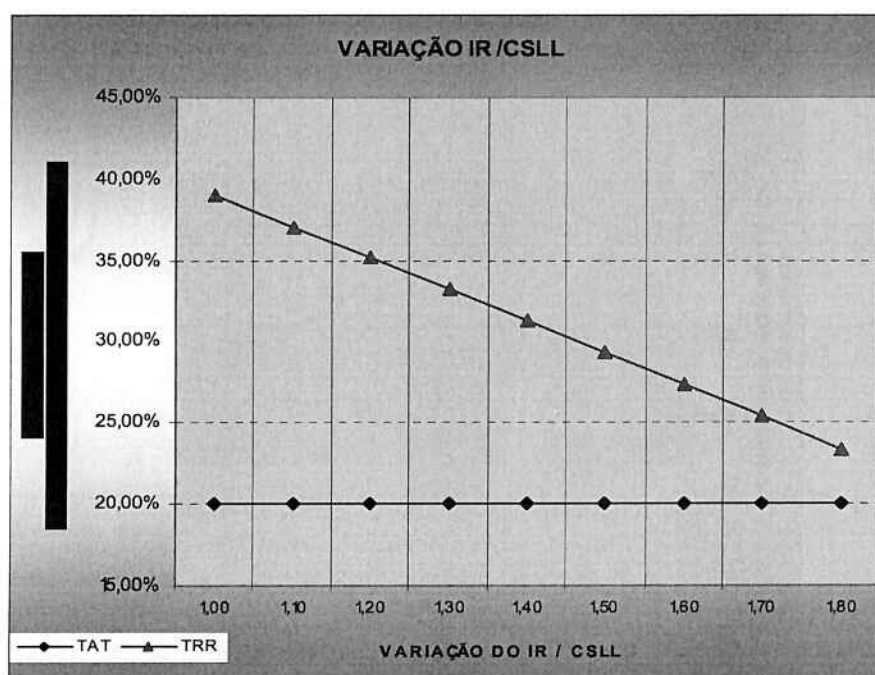


Figura 14 – Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro real.

⇒ **Securitização com Regime de Lucro Presumido**

Fator IR	Investimento	Retorno	Resultado	Payback (mês)	Impostos	TRR	TAT
1,00	2.820	5.089	2.269	30	1.880	40,18%	20,00%
1,10	2.820	4.949	2.129	30	2020	37,94%	20,00%
1,20	2.820	4.810	1.990	30	2160	35,68%	20,00%
1,30	2.820	4.670	1.850	30	2299	33,41%	20,00%
1,40	2.820	4.530	1.710	30	2439	31,11%	20,00%
1,50	2.820	4.391	1.571	30	2579	28,77%	20,00%
1,60	2.820	4.251	1.431	30	2718	26,41%	20,00%
1,70	2.820	4.112	1.292	30	2858	24,02%	20,00%
1,80	2.820	3.972	1.152	30	2997	21,60%	20,00%

Tabela 18 – Indicadores para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL na opção de securitização no regime de lucro presumido, valores em R\$ Mil.

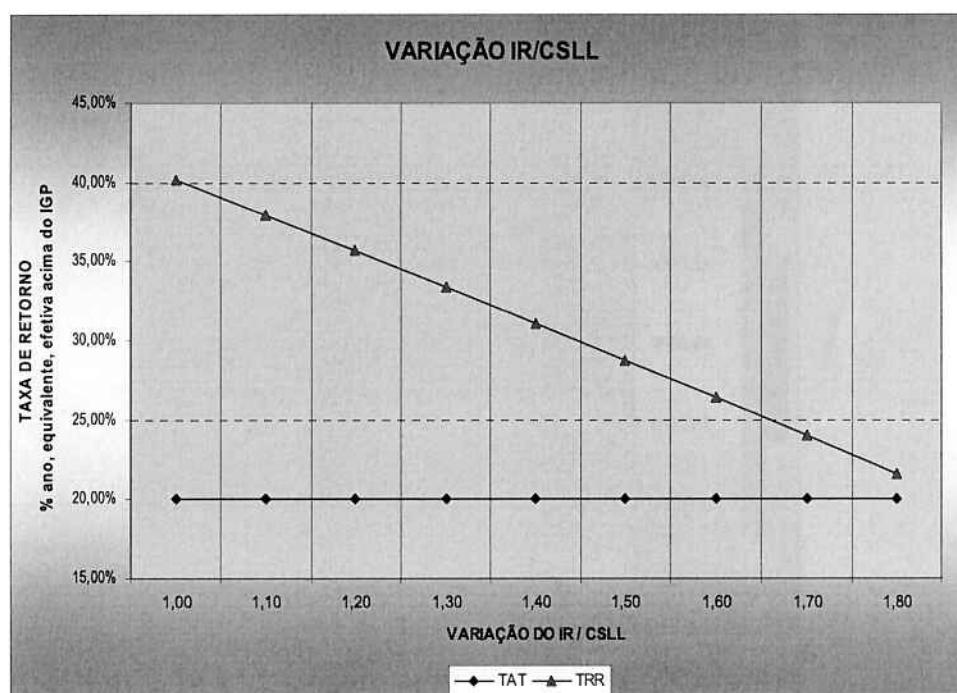


Figura 15 – Variação da TRR para o cenário com flutuação da alíquota do IR / CSLL, na opção de securitização no regime de lucro presumido.

Analisando as Figuras 14 e 15 com as Tabelas 17 e 18 observa-se novamente que tanto para a opção de lucro real como para o lucro presumido, ocorrem perdas de resultado e rentabilidade. Neste cenário, o modelo com lucro presumido, é mais sensível do que o lucro real, uma vez que neste os tributos são atrelados diretamente à receita.

6.1.3 Inflação

Tanto para o cenário de securitização no regime de lucro real como no regime de lucro presumido é feita a análise discreta do efeito da flutuação da inflação nos indicadores da qualidade. É considerada a inflação variando entre 5% e 25% (ao ano)³⁸.

⇒ Securitização com Regime de Lucro Real

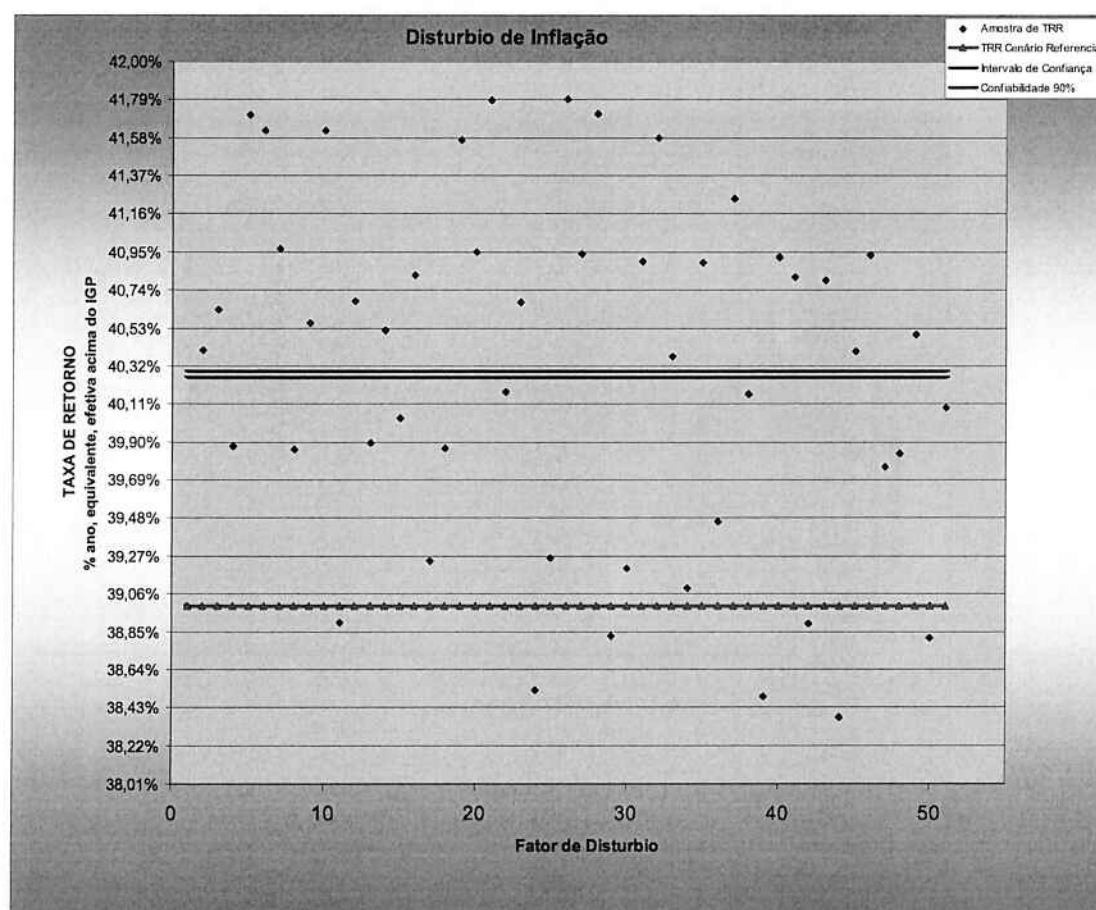


Figura 16 – Gráfico de TRR para o cenário com flutuação de inflação, na opção de securitização no regime de lucro real.

³⁸ É adotada esta faixa de variação, pois nos últimos 4 anos os índices do IGP-M atingiram estes extremos.

	Investimento	Retorno	Resultado	Imposto	TRR
max	2.833	5.177	2.417	1.869	41,79%
min	2.760	5.101	2.268	1.792	38,37%
med	2.793	5.145	2.352	1.824	40,27%
desvio	21	22	42	21,5	0,972%
int conf	0,37	0,38	0,75	0,38	0,017%

Tabela 19 – Indicadores para o cenário de flutuação de inflação, na opção de securitização no regime lucro real, valores em R\$ Mil.

⇒ Securitização com Regime de Lucro Presumido

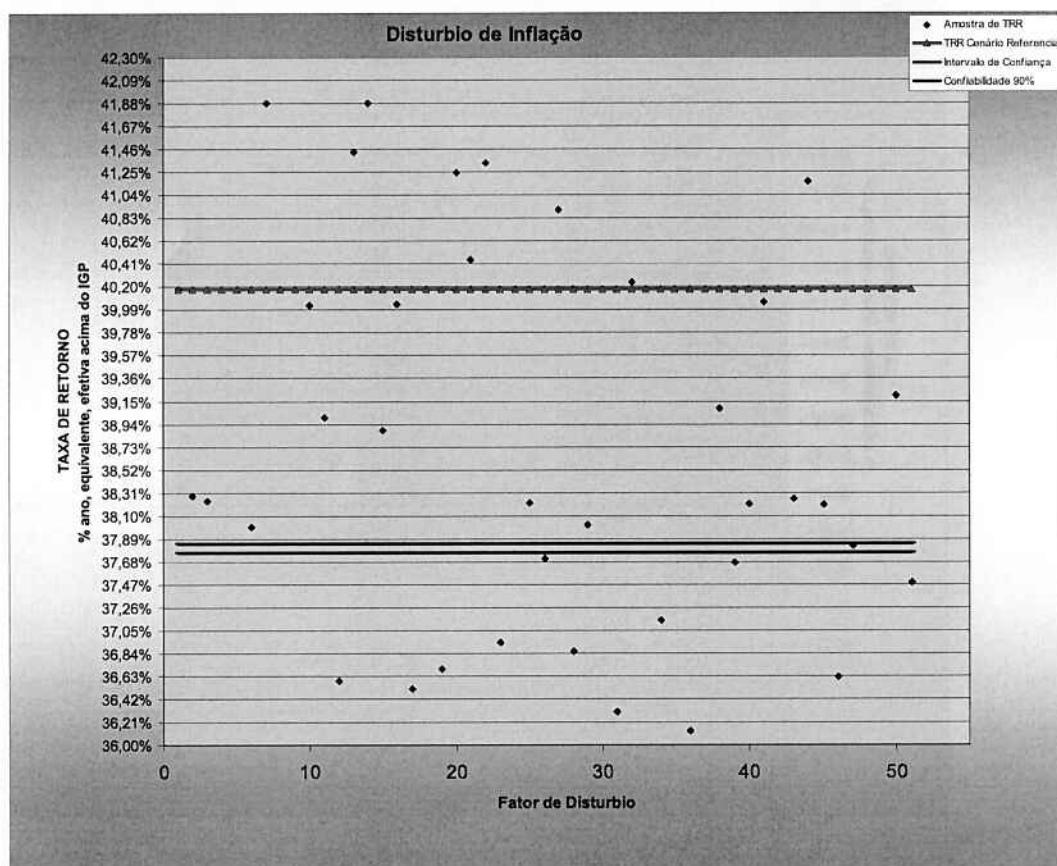


Figura 17 – Gráfico de TRR para o cenário com flutuação de inflação, na opção securitização no regime de lucro presumido.

	Investimento	Retorno	Resultado	Imposto	TRR
max	2.835	5.217	2.382	2.333	41,88%
min	2.760	4.636	1.876	1.752	34,08%
med	2.797	4.912	2.115	2.058	37,80%
desvio	21	167	145	166,8	2,239%
int conf	0,38	2,97	2,58	2,97	0,040%

Tabela 20 – Indicadores para o cenário de flutuação de inflação, na opção de securitização no regime lucro presumido, valores em R\$ Mil.

Analisando as Figuras 16 e 17 com as Tabelas 19 e 20 observa-se que as opções de lucro real e lucro presumido têm comportamentos distintos com o efeito da inflação. Enquanto que no lucro real o modelo é pouco sensível e existe até um ganho de rentabilidade no caso de aumento da inflação. Uma vez que as receitas são corrigidas pelo índice de inflação setorial até o momento das chaves, em um ambiente inflacionário, ocorre um ganho financeiro. A opção de lucro presumido é bem sensível à inflação e suscetível a perdas de margem e rentabilidade, uma vez que o fator correção monetária é tributado sem abatimentos no IRPJ e CSLL³⁹.

6.1.4 Efeito cruzado de aumento da alíquota de PIS / COFINS, IR / CSLL e Inflação

Tanto para o cenário de securitização no regime de lucro real como no regime de lucro presumido é feita a análise discreta do efeito cruzado nos indicadores da qualidade nos casos de aumento das alíquotas do PIS / COFINS, IR / CSLL e flutuação da inflação.

⇒ Securitização com Regime de Lucro Real

³⁹ Imposto de renda pessoa jurídica e Contribuição social sobre lucro líquido.

	Investimento	Retorno	Resultado	Imposto	TRR
max	2.835	5.116	2.321	2.762	39,91%
min	2.760	4.207	1.397	1.853	24,45%
med	2.799	4.673	1.875	2.296	32,45%
desvio	21	270	271	269,5	4,465%
int conf	0,38	4,79	4,82	4,79	0,079%

Tabela 21 – Indicadores para o cenário de análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro real, valores em R\$ Mil.

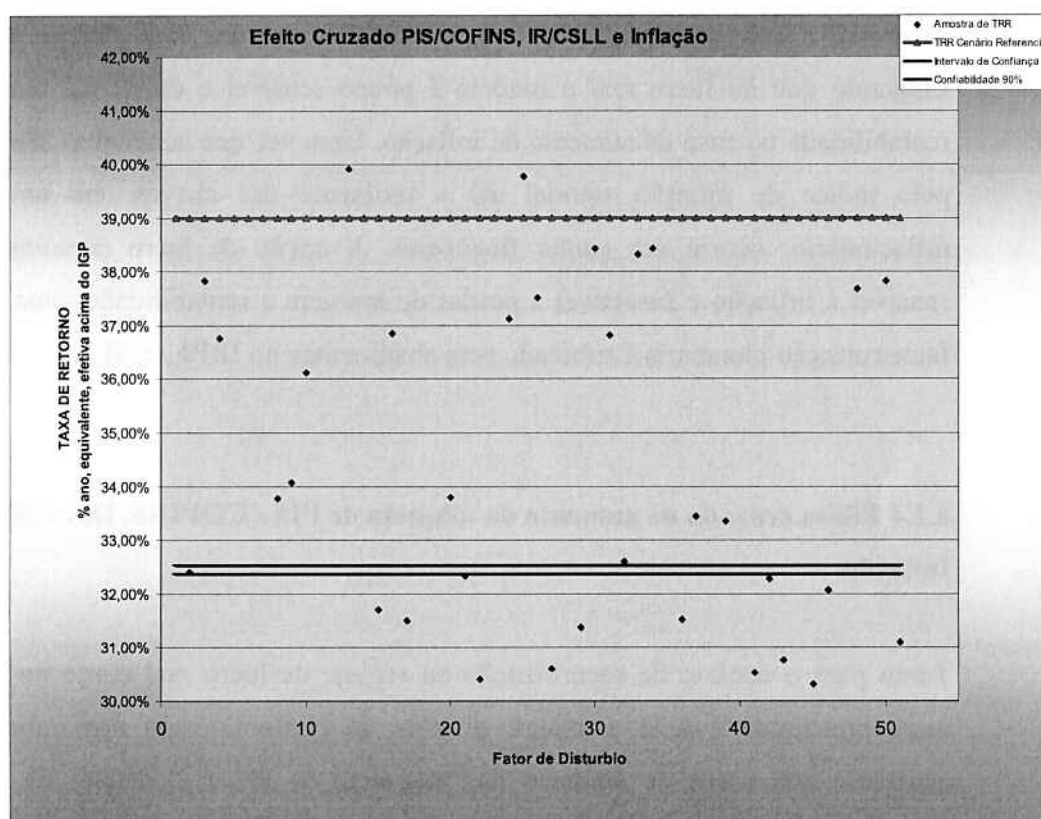


Figura 18 – Gráfico de TRR para o cenário com análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro real.

⇒ **Securitização com Regime de Lucro Presumido**

	Investimento	Retorno	Resultado	Imposto	TRR
max	2.834	5.089	2.269	3.809	40,18%
min	2.760	3.161	401	1.880	7,85%
med	2.793	4.134	1.341	2.835	24,59%
desvio	23	432	420	432,5	7,249%
int conf	0,41	7,69	7,46	7,69	0,129%

Tabela 22 – Indicadores para o cenário de análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro presumido, valores em R\$ Mil.

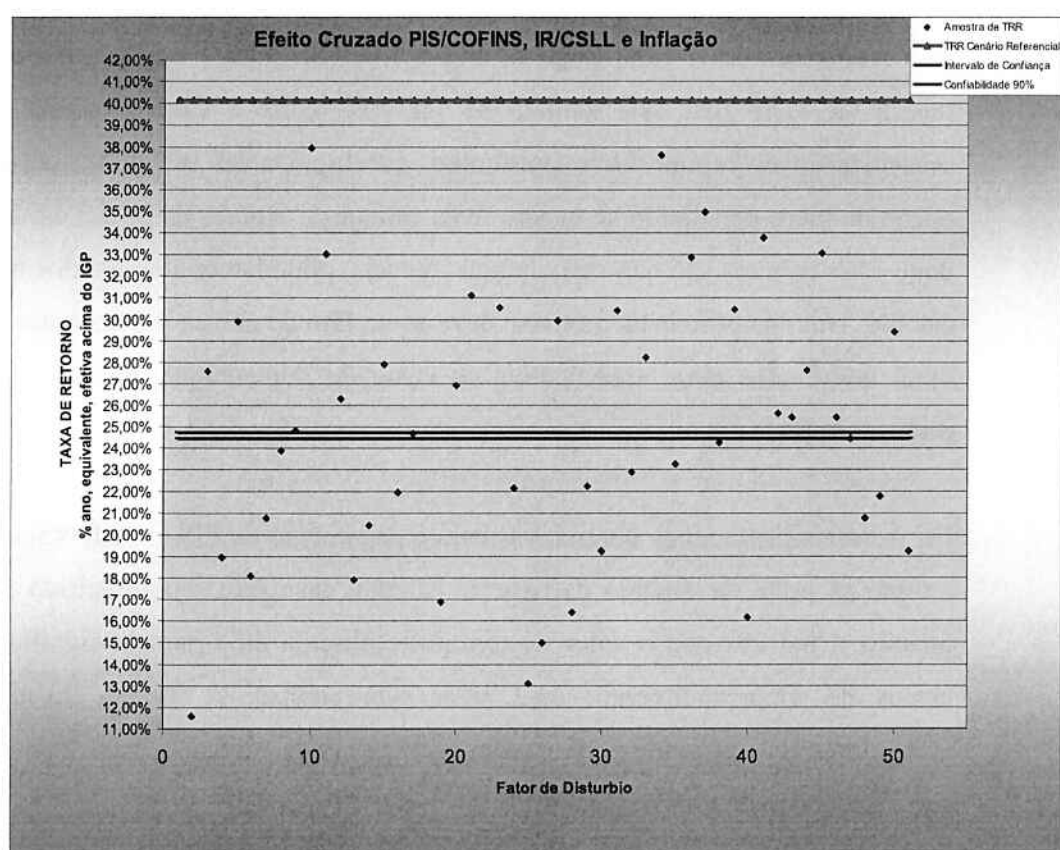


Figura 19 – Gráfico de TRR para o cenário com análise cruzada, na opção de securitização no regime lucro presumido.

Analisando as Figuras 18 e 19 com as Tabelas 21 e 22 observa-se que, apesar da opção de lucro presumido apresentar uma melhor rentabilidade, seus indicadores da qualidade são mais sensíveis a variações de cenário, configurando um pior desempenho no binômio risco x retorno, quando comparado com a opção de lucro real.

6.2 Critérios para Tomada de Decisão

O objetivo deste item é tratar de forma geral todas as opções estudadas, transmitindo critérios que possam ajudar na tomada de decisão para o empreendedor no momento do planejamento estratégico do empreendimento.

Analisando os modelos desenvolvidos, bem como a variações de cenários pode-se fazer os seguintes comentários:

[i] Comparando-se o valor pago de PIS e COFINS para a opção securitização no regime de lucro real, que totaliza R\$ mil 610, entre o valor pago na opção de securitização no regime lucro presumido, que totaliza R\$ mil 438, nota-se que, a opção de lucro presumido se mostra mais vantajosa. Apesar da opção em lucro real, onde estes tributos são não cumulativos, ou seja, pode haver abatimentos na base de cálculo. Um dos principais motivos, deve-se ao fato de não se poder abater a mão de obra, que é uma parte significativa do custo de implantação, da base de cálculo destes tributos;

[ii] Acrescentando ainda alternativas para o pagamento de PIS e COFINS, o valor do terreno só pode ser abatido da base de cálculo, caso este seja adquirido de pessoa jurídica. Uma vez que o valor do terreno representa uma parcela significativa dos custos do empreendimento, vale fazer esta análise. A Tabela 23 mostra os indicadores da qualidade para o caso referencial de mercado, caso este o terreno fosse adquirido de uma pessoa jurídica;

Indicadores	
Investimento Pronto (Ipronto) – R\$ Mil	2.806
Retorno – R\$ Mil	6.064
Resultado – R\$ Mil	3.244
TRR (% ano, equivalente, efetiva, acima do IGPM)	31,14
<i>Pay Back</i> primário (mês)	42
Total de Impostos R\$ Mil	2.132

Tabela 23 – Indicadores para o cenário com terreno adquirido de pessoa jurídica.

[iii] Na comparação entre as opções de securitização no regime de lucro real e com regime de lucro presumido, este último apresenta uma melhor rentabilidade ao investidor. Entretanto, esta oferece maiores riscos nas análises de variações de cenário, portanto, cabe ao investidor aceitar ou não o binômio risco x qualidade de cada opção;

[iv] A opção de securitização no regime de lucro presumido demonstra grande variação para ambiente inflacionário, visto que toda receita proveniente de correção monetária é tributada em sua totalidade, portanto, não é indicado para esta situação;

[v] Analisando a Figura 20, observa-se que a melhor opção é o lucro real no primeiro ano, onde existe grande quantidade de gastos com comercialização, e nos últimos anos onde a correção monetária representa uma grande parcela das receitas. Nos demais anos, o conveniente seria optar pelo lucro presumido;

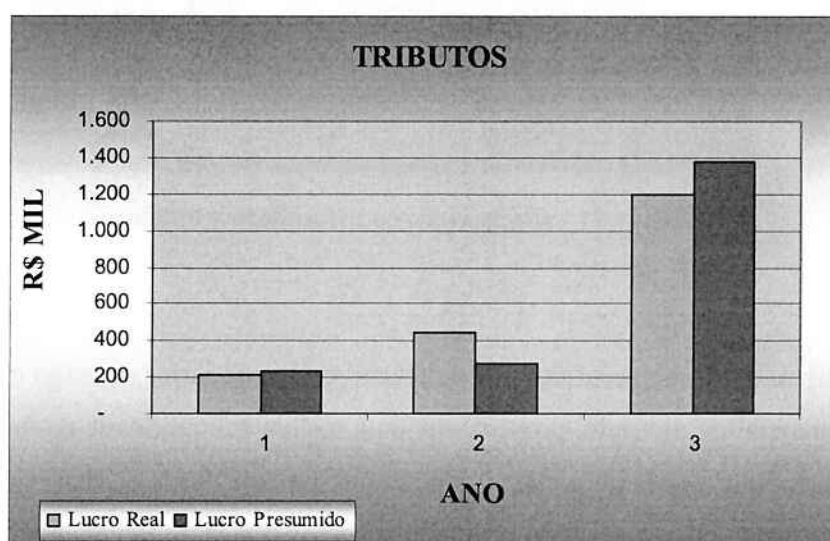


Figura 20 – Comparação entre lucro real x lucro presumido

[vi] No caso de haver financiamento bancário para a produção, deve-se estudar a alternativa de lucro real, uma vez que as despesas financeiras podem ser abatidas da base de cálculo do IRPJ;

[vii] Analisando a Figura 21, pode-se observar a elevada carga tributária incidente sobre o empreendimento, quando comparado seu valor com o resultado do projeto. Adiciona-se o fato que sobre o valor dos tributos apresentados na Figura 27 poderia-se somar o ITBI, IPTU, INSS, ISS, além dos tributos embutidos nos materiais e serviços utilizados na fase de produção.

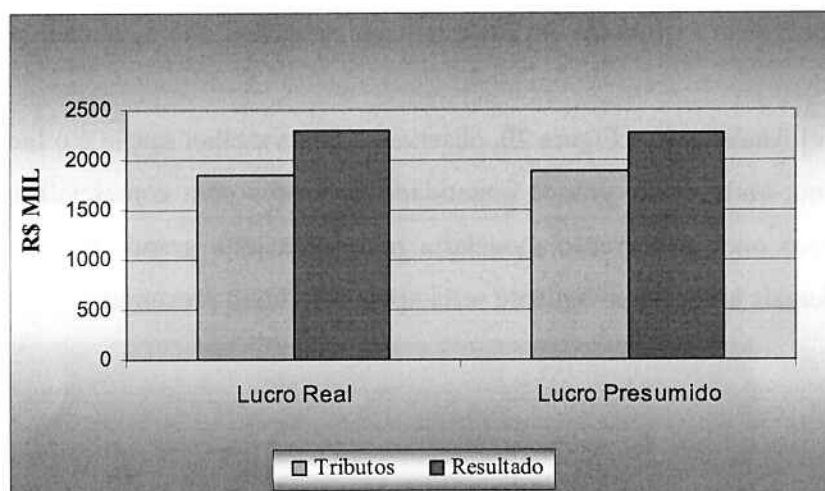


Figura 21 – Comparação entre resultado x tributo

[viii] A opção de securitização de recebíveis imobiliários, quando compara a opção referencial de mercado, proporciona uma melhor rentabilidade ao incorporador além de antecipar o mês do *payback*. Entretanto, há uma perda da margem de resultado, e além disto, caso a operação seja efetuada após o mês do *payback* do caso do cenário referencial⁴⁰, não haverá melhora da taxa de retorno;

[ix] Para se estruturar e viabilizar a operação de securitização necessita haver volume de recursos. Portanto, quanto mais cedo for estruturada melhor. Entretanto, precisa haver consulta à securitizadora pois há a necessidade de prazo mínimo de

⁴⁰ Mês 43.

pagamentos efetuados para análise dos créditos. Como também, quanto mais cedo, maior será a perda de margem de resultado;

[x] Uma das grandes vantagens da securitização de recebíveis imobiliários está em manter o foco do empreendedor no mercado imobiliário e não no financiamento ao comprador. Com a estruturação da operação, o incorporador pode obter os recursos para investimento em um novo empreendimento;

[xi] Uma das características da securitização é a segregação do risco do empreendimento com o risco da empresa. Portanto, caso a empresa esteja com dificuldade de obter empréstimos bancários a juros compatíveis para o financiamento de um novo projeto, por estar em condição de análise de risco não favorável, a opção de securitização se torna uma opção válida para obter recursos para investir em novos projetos.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresentou e discutiu de maneira global o impacto nos indicadores da qualidade em um empreendimento imobiliário residencial, quando no emprego das alternativas de planejamento tributário em um ambiente de securitização de recebíveis imobiliários e regimes de apuração do lucro para fins tributários, além de discutir de forma geral em qual situação seria mais aconselhável o emprego de cada opção.

Primeiramente, foi caracterizado o conceito de tributos e quais são os incidentes na implementação de um empreendimento imobiliário, sendo também apresentadas as alternativas de regimes de apuração.

No capítulo seguinte foi apresentado o conceito e a estruturação da securitização de recebíveis imobiliários, sendo apresentado um breve relato histórico desta operação no Brasil e a atual legislação que a regulamenta.

A partir dos conceitos sobre planejamento tributário e securitização de recebíveis imobiliários foi desenvolvido um modelo para analisar o efeito de cada alternativa para o mesmo empreendimento, foram também efetuadas variações no cenário para verificar seu impacto nos indicadores da qualidade.

A partir da análise dos resultados pôde-se obter algumas conclusões sobre as alternativas:

[i] A alternativa de securitização com regime de lucro presumido se mostra mais rentável do que a do regime com lucro real neste cenário, onde a taxa de atratividade do empreendimento para incorporador está na ordem de 20% ao ano para aceitar os riscos da operação. Todavia, esta opção tem maior sensibilidade à variações do cenário em especial em ambientes inflacionários. Acredita-se que, como os empreendimentos imobiliários possuem um longo ciclo de implantação, a tributação da correção monetária pelo lucro presumido possa ter o mesmo tratamento tributário do principal. Desta maneira, poderia-se obter um melhor resultado do empreendimento, incentivando novos projetos.

[ii] A alternativa de lucro real se mostra mais atraente em períodos onde ocorrem muitos gastos, sejam por despesas financeiras, sejam por custos com comercialização. Espera-se que a questão do abatimento da mão de obra no na base de cálculo do PIS e COFINS seja revisada.

[iii] A opção de securitização de recebíveis imobiliários se mostra mais atraente ao investidor que deseja antecipar o *payback* e melhorar a rentabilidade em detrimento da perda de margem de lucro. Também se torna uma opção válida para o empreendedor que deseja ao final do período de construção, captar todos seus recursos para investir em novos projetos. Presume-se que esta operação tenha um grande aumento de emissões nos próximos anos, primeiro pela falta de linhas de financiamento para o setor imobiliário, como também pelo melhor conhecimento dos empresários desta opção, ademais as novas legislações que vêm proporcionando maior transparência e credibilidade à operação.

O trabalho permitiu visualizar a elevada carga tributária existente no Brasil para o desenvolvimento de novos projetos, onde os valores gastos com tributos são equiparados aos resultados do empreendedor.

Pode-se ter como sugestão para um novo trabalho a comparação da carga tributária brasileira à de outros países, de modo a estudar situações que podem ser recomendadas e discutidas pelo setor imobiliário para alavancar os resultados e atrair novos recursos e investidores.

Uma vez que as opções de planejamento tributário e securitização não são excludentes, outro tema para estudo é a análise do impacto nos indicadores da qualidade, quando se analisar uma empresa com vários empreendimentos, onde se opta por securitizar um grupo de empreendimentos para aumentar o volume da operação e se adota uma estratégia global de planejamento tributário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BONIZIO, R.C. Um estudo sobre os aspectos relevantes da contabilidade e o seu uso em empresas do setor da construção civil. 2001. 188p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

BRASIL. Secretária da Receita Federal. Instrução Normativa nº 084, 1979.

_____. Código Tributário Nacional / organização dos textos, notas remissivas e índices por Juarez de Oliveira. 18ª. Edição. São Paulo: Saraiva, 1989

_____. Lei nº 9.514, 1997.

_____. Comissão de valores Mobiliários. Instrução nº 284, 1998.

_____. Conselho Monetário Nacional. Medida Provisória nº 2.223, 2001.

_____. Lei nº 10.637, 2002.

_____. Lei nº 10.833, 2003.

_____. Lei nº 10.931, 2004.

_____. Secretária da Receita Federal. Instrução Normativa nº 458, 2004

_____. Medida Provisória nº 255, 2005.

Comissão de Valores Mobiliários. Brasil. Conteúdo institucional. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 05 de set. 2004.

FABRETTI, L.C. Prática Tributária da Micro, Pequena e Média Empresa. 5ª. Edição. São Paulo: Atlas, 2003

Fundação Getulio Vargas. Brasil. Conteúdo Acadêmico. Disponível em <http://fgvdados.fgv.br/dsp_gratuitas.asp>. Acesso em 12 de mar. 2005

GAGGINI, F.S. Securitização de Recebíveis. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito Ltda, 2003.

HIGUCHI, H.; HIGUCHI, F.H.; HIGUCHI, C.H. Imposto de Renda das Empresas: Interpretação e Prática. 29ª. Edição. São Paulo: IR Publicações, 2004.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J.C. Curso de Contabilidade, Para não Contadores. 3ª. Edição. São Paulo : Atlas, 2000.

MARTINS, S. P. Manual de Direito Tributário. 3ª. Edição. São Paulo: Atlas, 2004.

ROCHA LIMA JR., J. Planejamento do produto no mercado habitacional. 1993. 26p. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. BT/PCC/110.

_____. Fundamentos de Planejamento Financeiro para o setor da Construção Civil. 1995. 120p. Texto Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. TT/PCC/11.

_____. Decidir sobre Investimentos no setor da Construção Civil. 1998. 72p. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. BT/PCC/200.

ROSSI, L.G.; MELO, C.C.M.; MARKAKIS, K. M. O Patrimônio de afetação e a Lei 10.931/04. Real Estate Supplement, São Paulo, ano XVIII, n. 005, p.3-5, 2004.

VEDROSSI, A.O. A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. 2002. 111p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

BIBLIOGRAFIA RECOMENDADA

ALENCAR, C.T. A Tomada de decisões estratégicas no segmento de empreendimentos residenciais: uma sistemática de análise. 1993. 27p. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. BT/PCC/102.

BONOMI, C.A.; MALVESSI, O. *Project Finance* no Brasil: fundamentos e estudos de casos. São Paulo: Atlas, 2002.

CARRAZA, R.A. Curso de Direito Constitucional Tributário. 3ª. Edição atualizada pela Constituição Federal de 1988. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1991.

CIBRASEC (COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO). Brasil. Dados sobre securitização de recebíveis imobiliários. Disponível em <<http://www.cibrasec.com.br>>. Acesso em 10 de set. 2004.

FABRETTI, L.C. Código Tributário Nacional comentado. 4ª. Edição. São Paulo: Atlas, 2003.

ROCHA LIMA JR., J. Fundos de Investimentos Imobiliários e Títulos de Investimento de Base Imobiliária. 1994. 41p. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. BT/PCC/130.

