

**ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**NATÁLIA SOARES DE MATOS ALMEIDA**

**RISCOS RELACIONADOS AO REAL ESTATE RESIDENCIAL E  
O PROCESSO DE INVESTIMENTO ADOTADO PELOS  
PARCEIROS-INVESTIDORES COMO RESPOSTA**

**SÃO PAULO  
2016**

**NATÁLIA SOARES DE MATOS ALMEIDA**

**RISCOS RELACIONADOS AO REAL ESTATE RESIDENCIAL E  
O PROCESSO DE INVESTIMENTO ADOTADO PELOS  
PARCEIROS-INVESTIDORES COMO RESPOSTA**

Monografia apresentada à Escola Politécnica  
da Universidade de São Paulo, para a  
obtenção do título de MBA em Real Estate.

Orientador: Profa. Dra. Carolina A. G. Gregório

**SÃO PAULO  
2016**

### Catálogo-na-publicação

Almeida, Natália Soares de Matos

RISCOS RELACIONADOS AO REAL ESTATE RESIDENCIAL E O  
PROCESSO DE INVESTIMENTO ADOTADO PELOS PARCEIROS  
INVESTIDORES COMO RESPOSTA / N. S. M. Almeida -- São Paulo, 2016.  
184 p.

Monografia (MBA em Economia setorial e mercados, com ênfase em  
Real Estate) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1.Mercado Imobiliário 2.Investimentos 3.Incorporação Imobiliária  
4.Riscos 5.Parceria I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli  
Integra II.t.

“O que nos causa problemas não é o que não sabemos.  
É o que temos certeza que sabemos e que,  
no final, não é verdade”

Mark Twain  
Escritor americano (1835-1910)

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a minha orientadora Profa. Dra. Carolina Gregório pela dedicação, profissionalismo, competência, paciência, além da indiscutível compreensão em momentos difíceis.

Aos professores Prof. Me. Alessandro Vedrossi e Profa. Dra. Abla Akkari pelas contribuições e questionamentos feitos no exame de qualificação, que certamente engrandeceram este trabalho.

Aos profissionais que gentilmente dispuseram de seu tempo para participar das entrevistas.

À minha família, especialmente minha mãe, sempre me motivando a aceitar desafios maiores, incluindo a realização do curso e desta Monografia.

Ao meu namorado, meu editor e pesquisador, pelo companheirismo incondicional e compreensão da ausência para que este trabalho pudesse ser realizado.

Ao meus colegas de trabalho pelo apoio diário ao longo dos últimos anos, estimulando-me intelectual e emocionalmente.

O meu profundo agradecimento a todas as pessoas que contribuíram para a concretização desta Monografia.

## RESUMO

O momento de recessão econômica e retração do *real estate* residencial, que vem ocorrendo desde meados de 2014 no Brasil, mostrou-se propício para a identificação de riscos, dado que grande parte dos eventos desfavoráveis a que esse mercado está sujeito, como queda da renda da população, aumento de taxa de juros e inflação, aumento do desemprego, escassez do *funding* oriundo da Poupança e queda nos preços dos imóveis, vêm acontecendo pela primeira vez ao menos nos últimos 10 anos, impactando seriamente o mercado imobiliário residencial. Este trabalho foi realizado na perspectiva de investidores que estabelecem parcerias com incorporadores e engloba a identificação abrangente dos riscos relacionados ao investimento em *real estate* residencial encontrados ao longo das fases de formatação, vendas, construção, pós-implantação e relativos à própria parceria. Além disso, também é apresentado um processo de investimento como planejamento de resposta a esses riscos, que trata dos tipos de análises efetuadas previamente ao investimento, da adoção de mecanismos de alinhamento de interesses e de governança corporativa, estruturas de investimento alternativas e um processo de diligência a ser adotado. Para tanto, foi construída uma matriz denominada MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, que faz a relação dos riscos identificados com possíveis medidas a serem adotadas como resposta.

Palavras-chave: Real Estate. Real Estate Residencial. Incorporação. Investimento. Parceria. Riscos. Gerenciamento de riscos. Planejamento de Resposta aos Riscos

## ABSTRACT

The economic recession and the residential real estate downturn that has occurred since mid-2014 in Brazil, proved to be highly conducive to the identification of risks, given that much of the unfavourable events that this market is subject to, such as income shinkring, increased interest rates and inflation, rising unemployment rate, a shortage of funding from savings account and significant drop in housing prices, has been occurring for the first time at least in the past 10 years, seriously impacting the residential real estate market. This paper was done from the perspective of investors who establish partnerships with developers and encompasses the comprehensive identification of risks related to investment in residential real estate found throughout the real estate cycle stages, such as formatting, sales, construction, refinancing and the ones concerning the partnership itself. In addition, this paper also presents an investment process to be adopted as a risk management planning process, which deals with the types of analysis usually carried out prior to the investment, the adoption of mechanisms of alignment of interests and corporate governance, alternative investment structures and the due diligence process usually adopted. For such, it was built a RISK MANAGEMENT TABLE, that relates the risks identified to measures that may be adopt as response.

Keywords: Real Estate. Residential. Development. Investment. Partnership. Risks. Risk Management. Risk Management Planning Process.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1:	Processo Adotado na Metodologia .....	25
Figura 2:	Securitização de Recebíveis Imobiliários Residenciais .....	34
Figura 3:	Ciclo do <i>Real Estate</i> Residencial.....	37
Figura 4:	Estrutura da Parceria-Total .....	47
Figura 5:	Voo Virtual no Ciclo do <i>Real Estate</i> Residencial .....	50
Figura 6:	Processo de Planejamento de Resposta ao Riscos Adotado pelo Parceiro-Investidor .....	85
Figura 7:	Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Análises .....	87
Figura 8:	Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Mecanismos de Alinhamento de Interesses.....	103
Figura 9:	Alocação dos Riscos nas Modalidades de Contratação da Construção .....	109
Figura 10:	Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Estrutura do Investimento.....	115
Figura 11:	Estrutura de Permuta.....	116
Figura 12:	Formato de Retorno Preferencial com Emissão de Debênture .....	121
Figura 13:	Planejamento de Resposta aos Riscos - Etapa de Mecanismos de Governança e Controle .....	129
Figura 14:	Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Diligência .....	150

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Entrevistados .....	29
Tabela 2:	Priorização dos Riscos Quanto à Probabilidade e Impacto.....	52
Tabela 3:	Estudo de Caso Exploratório – Indicadores.....	100
Tabela 4:	Estudo de Caso Exploratório – Balanço do Empreendimento .....	102
Tabela 5:	Estudo de Caso Exploratório – Cálculo do Pagamento de Taxa de Performance.....	107
Tabela 6:	Estudo de Caso Exploratório – Efeito da Implementação da Taxa de Performance.....	107
Tabela 7:	Estudo de Caso Exploratório – Resultado do Laudo de Construção.....	158

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Variação do PIB .....	15
Gráfico 2: Taxa de Desemprego.....	16
Gráfico 3: Taxa Básica de Juros .....	16
Gráfico 4: Inflação Anual .....	17
Gráfico 5: Crescimento Anual da Renda .....	17
Gráfico 6: Captação Líquida de Recursos pelo SBPE .....	18
Gráfico 7: Concessões de Financiamentos à Aquisição de Imóveis Residenciais .....	18
Gráfico 8: Índice de Confiança do Consumidor.....	19
Gráfico 9: Vendas na Planta de Unidades Residenciais na Cidade de São Paulo .....	20
Gráfico 10: Lançamentos de Unidades Residenciais na Cidade de São Paulo.....	20
Gráfico 11: Evolução do Preço dos Imóveis Residenciais .....	21
Gráfico 12: Juros das Novas Concessões de Financiamento à Construção .....	73

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Riscos Relacionados à Fase de Formatação .....	54
Quadro 2: Riscos Relacionados à Fase de Vendas .....	60
Quadro 3: Riscos Relacionados à Fase de Construção .....	68
Quadro 4: Riscos Relacionados à Fase de Pós-Implantação .....	74
Quadro 5: Riscos Relacionados à Parceria .....	77
Quadro 6: Resposta aos Riscos – Análise Imobiliária .....	89
Quadro 7: Estudo de Caso – Análise Imobiliária .....	89
Quadro 8: Resposta aos Riscos – Análise dos Parceiros.....	93
Quadro 9: Estudo de Caso – Análise dos Parceiros.....	93
Quadro 10: Resposta aos Riscos – Análise da Qualidade do Investimento.....	96
Quadro 11: Estudo de Caso – Análise da Qualidade do Investimento.....	97
Quadro 12: Resposta aos Riscos – Investimento do Parceiro .....	104
Quadro 13: Resposta aos Riscos – Comissões do Incorporador.....	105
Quadro 14: Resposta aos Riscos – Taxa de Performance .....	106
Quadro 15: Resposta aos Riscos – Análise do Lucro na Venda do Terreno .....	108
Quadro 16: Resposta aos Riscos – Modalidade PMG .....	112
Quadro 17: Resposta aos Riscos – Condicionantes para o Pagamento do Terreno.....	113
Quadro 18: Resposta aos Riscos – Permuta.....	118
Quadro 19: Resposta aos Riscos – Estrutura de Retorno Preferencial.....	123
Quadro 20: Resposta aos Riscos – Sociedade em Conta de Participação.....	127
Quadro 21: Resposta aos Riscos – Controles Financeiros .....	131
Quadro 22: Resposta aos Riscos – Substituição do Gestor Imobiliário .....	132
Quadro 23: Resposta aos Riscos – Compartilhamento de Decisões .....	133
Quadro 24: Resposta aos Riscos – Provisões de Término da Sociedade .....	136
Quadro 25: Resposta aos Riscos – Arbitragem.....	139
Quadro 26: Resposta aos Riscos – Patrimônio de Afetação .....	140
Quadro 27: Resposta aos Riscos – Seguros e Multas .....	142
Quadro 28: Resposta aos Riscos – Auditoria de Obra .....	144
Quadro 29: Resposta aos Riscos – Definição de Critérios de Venda.....	146
Quadro 30: Estudo de Caso – Condições de Enquadramento dos Compradores .....	147
Quadro 31: Resposta aos Riscos – Proteção contra Obrigações Trabalhistas .....	149
Quadro 32: Resposta aos Riscos – Pesquisa de Mercado .....	152
Quadro 33: Resposta aos Riscos – Laudo de Avaliação do Terreno.....	154
Quadro 34: Resposta aos Riscos – Laudo Ambiental .....	155
Quadro 35: Resposta aos Riscos – Laudo de Construção.....	158
Quadro 36: Resposta aos Riscos – Laudo de Aprovação .....	160
Quadro 37: Resposta aos Riscos – Diligência Legal.....	163
Quadro 38: Estudo de Caso – Resultado da Diligência Legal.....	164
Quadro 39: Matriz de Gerenciamento de Riscos – Completa .....	165

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abecip	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
AQI	Análise da Qualidade do Investimento
BCB	Banco Central do Brasil
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre Lucro Líquido
EMBRAESP	Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INCC-FGV	Índice Nacional de Custos da Construção, divulgado de Fundação Getúlio Vargas
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
PIS	Programa de Integração Social
PMG	Preço Máximo Garantido
PNAD	Pesquisa Nacional com Amostra de Domicílios
RET	Regime Especial de Tributação
RGI	Registro Geral de Imóveis
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCP	Sociedade em Conta de Participação
SECOVI	Sindicato da Habitação
SFH	Sistema de Financiamento Habitacional
SFI	Sistema de financiamento Imobiliário
SGI	Sistema de Gerenciador de Investimentos
SPE	Sociedade de Propósito Específico
TR	Taxa Referencial
VGv	Valor Global de Vendas

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1 JUSTIFICATIVA.....	21
1.2 OBJETIVO .....	22
1.3 ESTRUTURA DO TEXTO .....	23
1.4 METODOLOGIA.....	24
1.4.1 Revisão Bibliográfica.....	25
1.4.2 Estudo de Caso.....	25
1.4.3 Questionário .....	27
<b>2 REAL ESTATE RESIDENCIAL .....</b>	<b>30</b>
2.1 LEGISLAÇÃO DE INCORPORAÇÃO.....	30
2.2 O CICLO DO <i>REAL ESTATE</i> RESIDENCIAL .....	36
2.2.1 Formatação .....	37
2.2.2 Vendas .....	39
2.2.3 Construção.....	40
2.2.4 Pós-Implantação .....	41
<b>3 INVESTIMENTO EM <i>REAL ESTATE</i> NO FORMATO DE PARCERIA-TOTAL.....</b>	<b>43</b>
<b>4 RISCOS NO INVESTIMENTO EM <i>REAL ESTATE</i> RESIDENCIAL NO FORMATO DE PARCERIA .....</b>	<b>49</b>
4.1 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE FORMATAÇÃO [R.1].....	53
4.2 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE VENDAS [R.2].....	59
4.3 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE CONSTRUÇÃO [R.3].....	66
4.4 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE PÓS-IMPLANTAÇÃO [R.4] .....	73
4.5 RISCOS RELACIONADOS À PARCERIA [R.5].....	76
<b>5 PLANEJAMENTO DE RESPOSTA AO RISCO .....</b>	<b>83</b>
5.1 ANÁLISES [P.1] .....	86
5.2 MECANISMOS DE ALINHAMENTO DE INTERESSES [P.2].....	102
5.3 DEFINIÇÃO DA ESTRUTURA DO INVESTIMENTO [P.3].....	114
5.4 MECANISMOS DE GOVERNANÇA E CONTROLE [P.4].....	128
5.5 DILIGÊNCIA [P.5].....	149
<b>6 CONCLUSÕES .....</b>	<b>165</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>179</b>

# 1 INTRODUÇÃO

Ao redor do mundo, a questão da moradia mostra-se uma das mais discutidas, tanto pelos indivíduos, que almejam um lugar adequado como residência, quanto pelos governos, que se preocupam com o acesso à moradia pela parcela mais pobre da população. Além do mais, a construção de moradias tem grande importância econômica, na medida em que representa a maior despesa das famílias e, ao mesmo tempo, estímulo para as economias nacionais, gerando investimento, empregos e consumo (Hoek-Smit e Diamond, 2003).

A base da política habitacional vigente no Brasil há quase meio século esteve voltada para a produção de moradias com fins de propriedade. Isso se deu porque o discurso dominante vincula estreitamente a ideia de acesso à moradia digna e de estabilidade financeira ao acesso à propriedade imobiliária, considerada um patrimônio familiar (Milano, 2013).

O apego do brasileiro à casa própria e a relevância do *real estate* residencial voltado à produção de moradias para o consumidor final são comprovados pelo fato de que 74% dos domicílios no Brasil serem próprios<sup>1</sup>, enquanto que em países desenvolvidos como Estados Unidos e Alemanha, esse mesmo indicador encontra-se em 63%<sup>2</sup> e 52%<sup>3</sup> dos domicílios, respectivamente.

O mercado de *real estate* residencial apresenta-se como pano de fundo para este trabalho, tornando possível, por intermédio do seu estudo, identificação e análise dos riscos inerentes a esse tipo de investimento. Diz-se que esse mercado por si só, não é sustentável, o que significa que sem um cenário propício para o seu desenvolvimento, com economia estável, legislação adequada, desemprego baixo, alta confiança com

---

1 IBGE (2016a)

2 Bloomberg (2016)

3 Eurostat (2016)

relação ao futuro do país, tudo o que resta são compradores querendo um imóvel sem a possibilidade de adquiri-lo (Rocha Lima Jr., 2015a). Além do mais, dado que o bem imobiliário possui valor monetário expressivo em relação a outros bens e em relação à capacidade financeira do adquirente, o desenvolvimento do mercado imobiliário apenas torna-se viável com a existência de recursos para financiamentos de longo prazo para sua aquisição (Vedrossi, 2002).

O cenário de forte crescimento econômico vivenciado pelo Brasil ao longo da última década, até meados do ano de 2014, percebido pelo crescimento real do PIB produzido pela economia brasileira, contribuiu fortemente para o desenvolvimento do mercado imobiliário residencial, compensando de diferentes modos o impacto negativo de riscos associados a tal tipo de investimento. Nesse período, o desemprego mantinha-se em patamares baixos, os salários dos brasileiros cresciam em níveis acima da inflação e havia confiança por parte dos consumidores quanto a um futuro promissor para o País. Além disso, a inflação relativamente estabilizada viabilizou a queda da taxa básica de juros e possibilitou crescimento da concessão de financiamentos para aquisição de imóveis residenciais. O desenvolvimento econômico, dessa maneira, aqueceu o mercado imobiliário, transformando um maior número de brasileiros em demanda potencial para aquisição de imóvel.

Do ponto de vista da oferta, a onda de ofertas públicas de ações das construtoras com foco no mercado residencial, em que 22 empresas captaram em conjunto aproximadamente R\$ 21 bilhões de reais no período de 2006 a 2011<sup>4</sup>, capitalizou o setor e proporcionou os recursos necessários para que o mercado aumentasse o número de unidades residenciais com o intuito de atender à demanda crescente.

O mercado de *real estate* residencial, por alguns anos, apresentou as condições necessárias tanto do ponto de vista da oferta, que se encontrava abundantemente capitalizada, quanto do ponto de vista da demanda, representada por consumidores

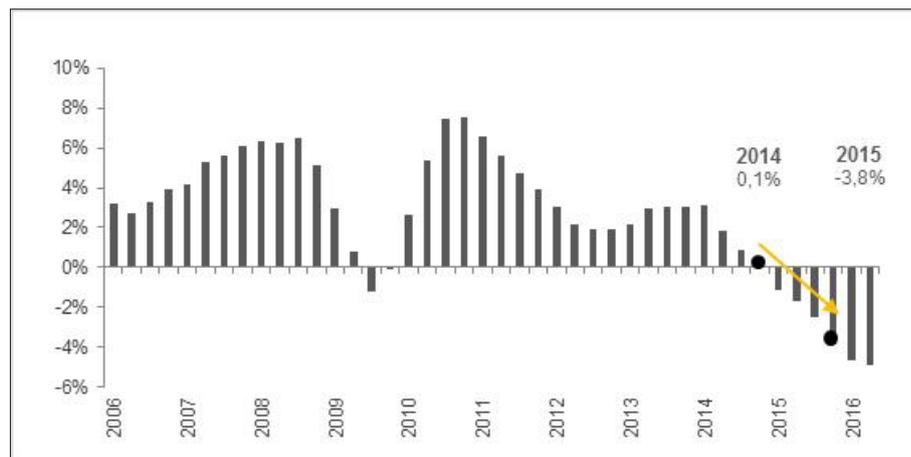
---

4 De acordo com informações extraídas do site da BM&F Bovespa em Junho/2016.

ávidos por realizar o sonho da casa própria, empregados, com renda em crescimento, confiança e, em especial, com crédito imobiliário de longo prazo disponível em condições acessíveis. Nesse período, portanto, o mercado manteve-se aquecido com altos patamares de vendas e preços em forte ascensão.

Desde meados de 2014, no entanto, houve o rompimento do crescimento econômico, que culminou em anos seguidos de crise econômica, com estagnação do PIB em 0,1% em 2014, queda de 3,8% em 2015 (Gráfico 1: Variação do PIB) e previsão de nova queda de 3,4%<sup>5</sup> para 2016. A desaceleração econômica contribuiu para o aumento do índice de desemprego, que quase duplicou desde o início de 2014 e passou a ser de 11,8% em 2016 (Gráfico 2). A taxa básica de juros foi elevada até 14,25% a.a. (Gráfico 3) na tentativa de conter a inflação em alta que, medida pelo IPCA, chegou a atingir 10,7% no final de 2015 (Gráfico 4), apesar do baixo crescimento econômico. O resultado para a população foi a perda de capacidade de pagamento, representada por uma variação negativa dos salários<sup>6</sup> em termos reais (Gráfico 5), fato que ocorreu pela primeira vez ao longo da última década.

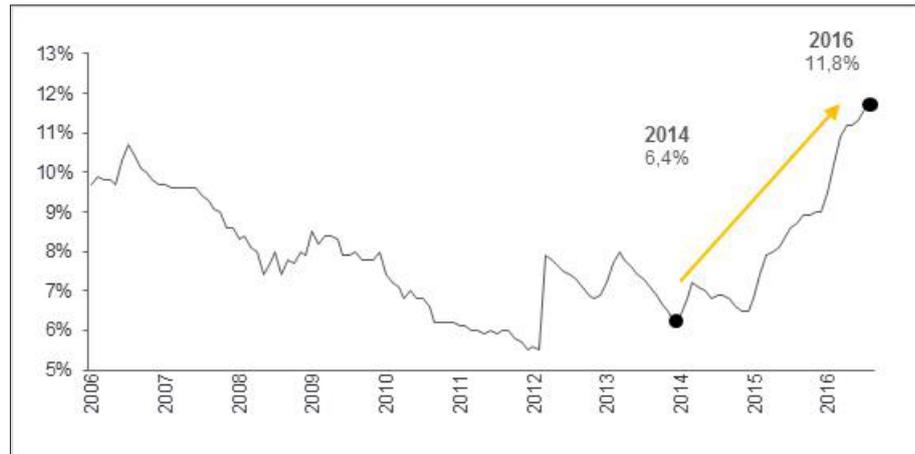
**Gráfico 1: Variação do PIB**



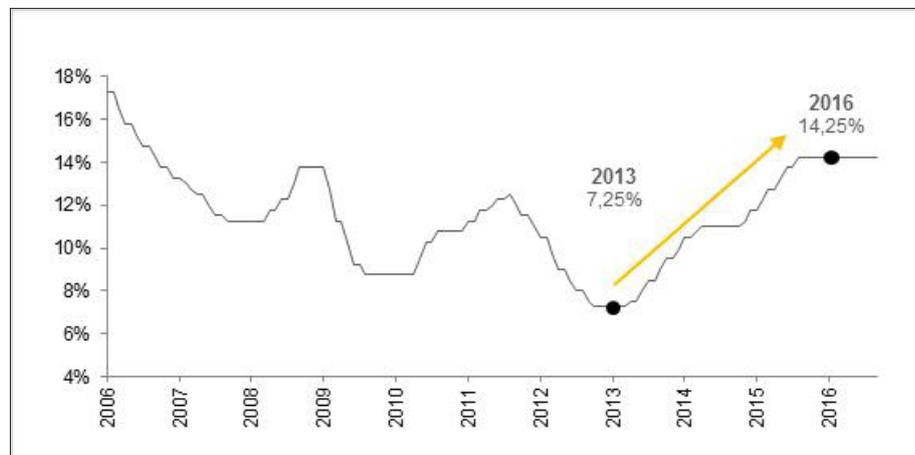
Fonte: IBGE (2016b), últimos 12 meses, termos reais acima da inflação

5 Previsão do Relatório Focus do Banco Central

6 Para este indicador, foi utilizada série histórica da massa salarial proveniente da Pesquisa PNAD do IBGE. A massa salarial representa a soma de todos os salários pagos aos trabalhadores registrados.

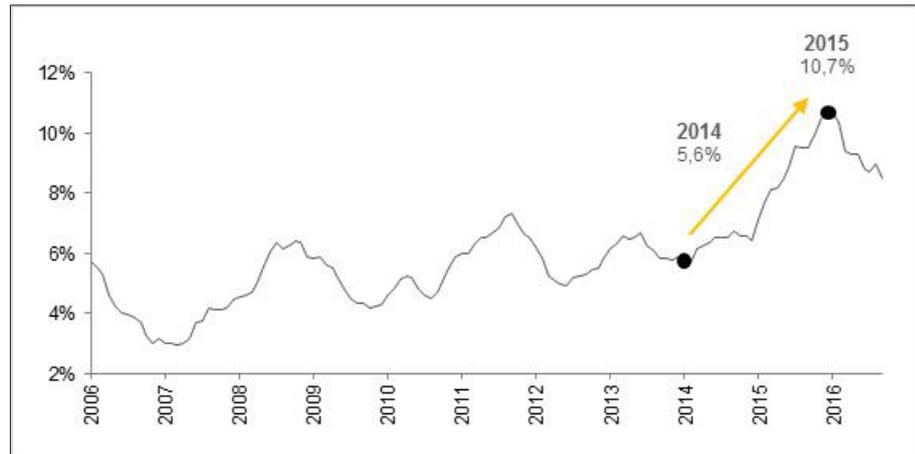
**Gráfico 2: Taxa de Desemprego**

Fonte: PNAD IBGE (2016)

**Gráfico 3: Taxa Básica de Juros**

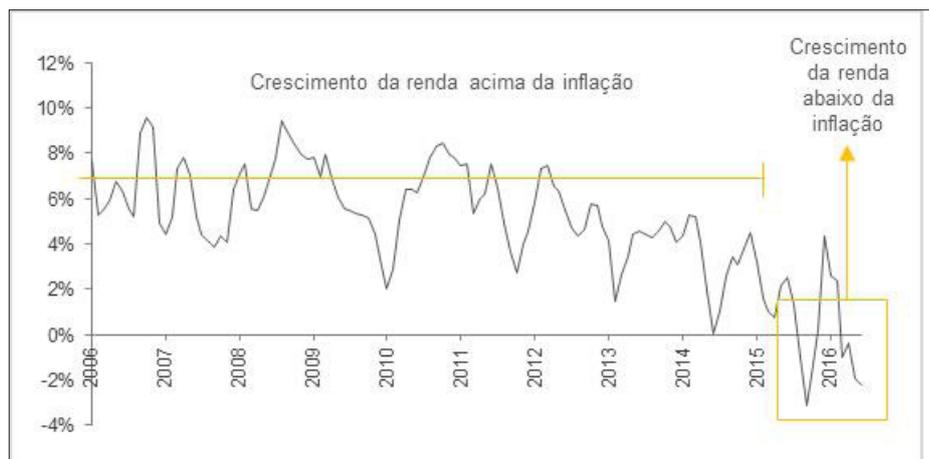
Fonte: SELIC, Banco Central do Brasil (2016)

Gráfico 4: Inflação Anual



Fonte: IPCA, IBGE (2016)

Gráfico 5: Crescimento Anual da Renda

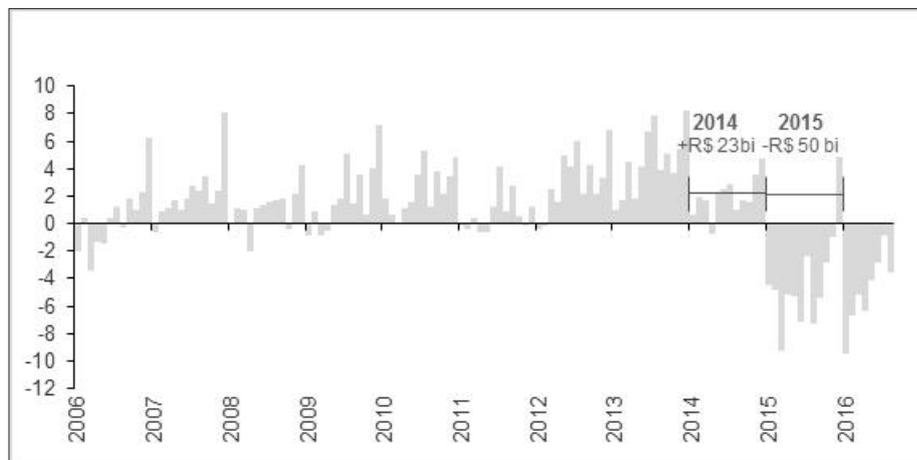


Fonte: PNAD IBGE (2016), termos reais acima da inflação

Outro fator que contribuiu para agravar o cenário do *real estate* residencial ao longo de 2015 e 2016 foi a redução na captação líquida de recursos pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), mais conhecido como poupança (Gráfico 6) e historicamente a principal fonte para financiamentos imobiliários de longo prazo. A subida da taxa básica de juros foi determinante para retirada dos recursos aplicados na poupança, uma vez que a sua remuneração de 6% a.a. tornou-se visivelmente menos atrativa do que outras alternativas de investimento. Além disso, o aumento do desemprego também contribuiu para o aumento das retiradas de recursos, tendo em vista que as

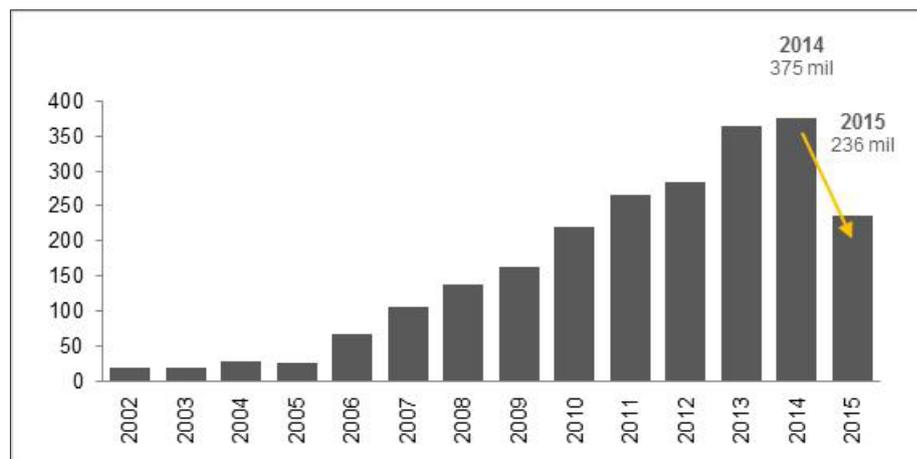
famílias necessitavam sustentar suas despesas. Essas retiradas claramente deixaram o sistema com capacidade inferior à demanda, até mesmo em um cenário de economia estabilizada (Rocha Lima Jr., 2015d). Os recursos escassos da poupança se traduziram em queda no número de aquisição de unidades por pessoas físicas financiadas com recursos da poupança (Gráfico 7), aumentando ainda mais a insegurança com relação à sustentabilidade do principal sistema de financiamento imobiliário do país.

**Gráfico 6: Captação Líquida de Recursos pelo SBPE**



Fonte: Abecip (2016a), R\$ milhões

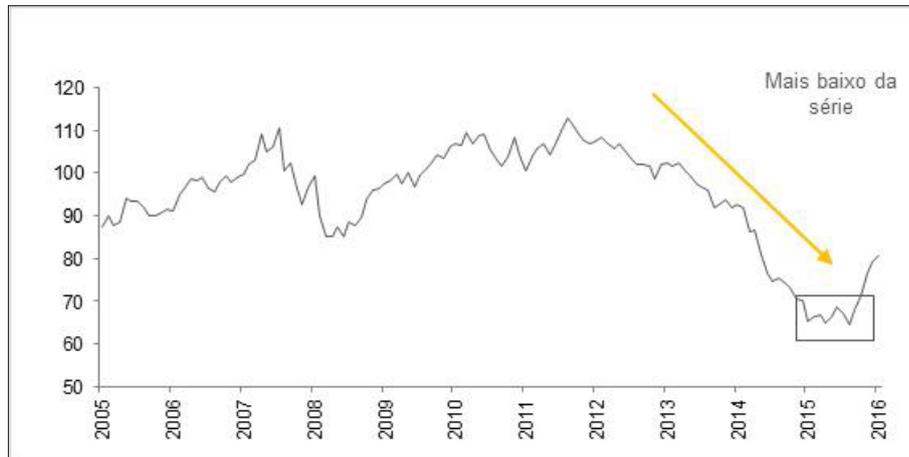
**Gráfico 7: Concessões de Financiamentos à Aquisição de Imóveis Residenciais**



Fonte: Abecip (2016b), com Recursos do SBPE – Milhares de Unidades

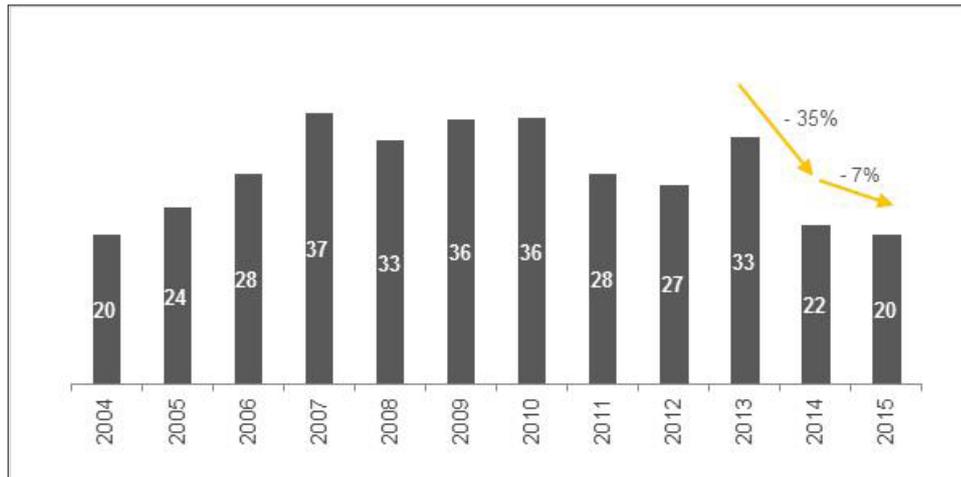
O cenário econômico descrito acima resultou na queda, em níveis históricos, da confiança do consumidor com relação ao futuro do Brasil (Gráfico 8). Como compra de imóvel é baseada em crédito e, sem confiança para ingressar em um compromisso de longo prazo, não há razão para sair da poupança e internar seus recursos no financiamento de um imóvel, muitas famílias reprimiram a decisão de compra da habitação (Rocha Lima Jr., 2015d).

**Gráfico 8: Índice de Confiança do Consumidor**

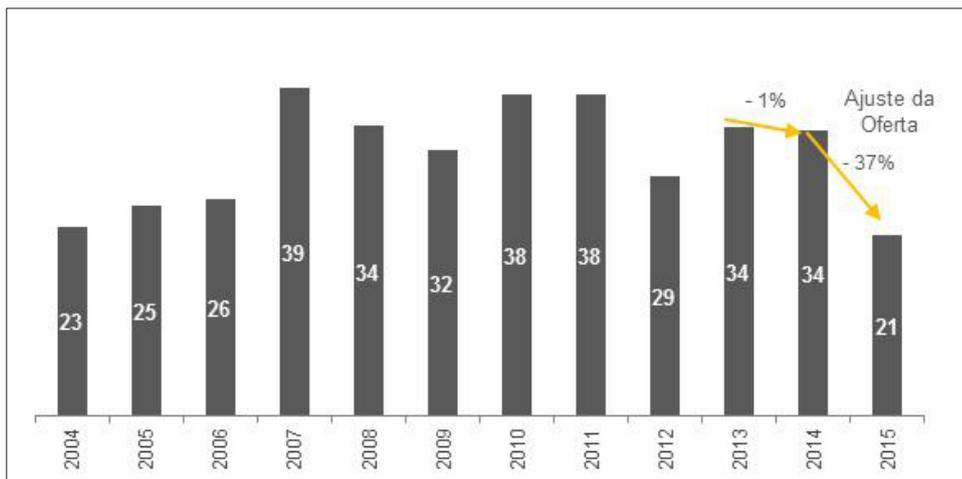


Fonte: FGV (2016)

O baixo ritmo de crescimento econômico, traduzido em queda na confiança, apresentou como consequência a redução nas vendas de unidades residenciais para pessoas físicas (Gatto e Porto, 2015). O ano de 2014 teve queda em relação ao ano anterior de 35% no número de unidades vendidas na cidade de São Paulo, seguido por queda de 7% em 2015 (Gráfico 9). Ao perceber a forte repressão nas vendas, aliada à instabilidade política e econômica, as incorporadoras optaram pela adequação à nova situação do mercado, o que levou o lançamento de novas unidades residenciais na cidade de São Paulo para o menor patamar desde 2004, quando iniciou-se o mapeamento desse índice pelo Secovi (Gráfico 10).

**Gráfico 9: Vendas na Planta de Unidades Residenciais na Cidade de São Paulo**

Fonte: SECOVI (2016), Milhares de Unidades

**Gráfico 10: Lançamentos de Unidades Residenciais na Cidade de São Paulo**

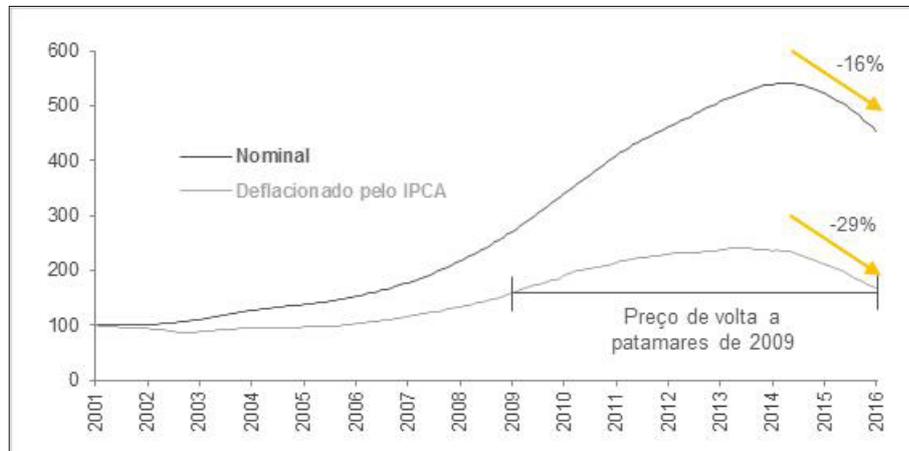
Fonte: SECOVI (2016), Milhares de Unidades

O efeito da carência de crédito e a retração da demanda provocou, pela primeira vez desde o início da série em 2001, redução nos preços de imóveis residenciais<sup>7</sup>, que apresentaram queda nominal de 16% no período entre junho de 2014 e junho de 2016

7 O preço dos imóveis foi medido pelo índice IVG-R, divulgado pelo Banco Central, com base em dados de avaliação de imóveis residenciais a serem dados como garantia em operações de financiamento imobiliário para pessoas físicas. Este índice foi utilizado por apresentar-se mais conservador dentre aqueles disponíveis. Também seria possível utilizar o Índice FIPE-ZAP que mede o preço de imóveis residenciais que encontram-se à venda, mas que apresenta um viés menos conservador dado que utiliza o preço pedido de venda e não os preços efetivamente transacionados.

e queda real de 29% no mesmo período, voltando a patamares próximos do ano de 2009 (Gráfico 11).

**Gráfico 11: Evolução do Preço dos Imóveis Residenciais**



Fonte: IVG-R, BCB (2016), Número-índice = 100 em janeiro de 2001

O cenário acima foi introduzido com o intuito de ilustrar o panorama de fundo do momento em que este trabalho foi elaborado, dado que o agravamento desses indicadores contribuiu para uma maior preocupação dos profissionais e investidores com relação à necessidade de identificação e análise dos riscos o mais precocemente possível.

## 1.1 JUSTIFICATIVA

O cenário atual da economia brasileira e do real estate residencial encontra-se altamente propício para identificação de riscos, pois grande parte dos eventos desfavoráveis a que o mercado está sujeito vêm acontecendo desde meados de 2014.

Nessa conjuntura, as intensas pressões negativas sobre as decisões de investimento em *real estate* incentivam a exploração dos ensinamentos do significado do risco nos investimentos em empreendimentos de longo prazo e dos meios para minimizá-los (Rocha Lima Jr., 2015a).

Segundo Kerzner (2009), alguns perigos podem ser quase totalmente eliminados caso sejam previamente identificados, estudados e compreendidos em profundidade. O gerenciamento de riscos, portanto, é um processo proativo que busca aumentar as chances de sucesso de um projeto.

O gerenciamento de riscos torna-se importante na medida em que, estruturado de maneira adequada, transforma projetos de alto risco em projetos com níveis de riscos aceitáveis, portanto passíveis de investimento, desde que o nível de risco possa ser adequado às expectativas dos investidores.

Quando se tratam de riscos provocados por comportamentos do mercado competitivo ou do ambiente econômico, apesar de não haver meio de gerenciamento que possa contê-los diretamente, é possível implantar procedimentos que, ao menos, minimizem o impacto de riscos de desempenho do empreendimento (Rocha Lima Jr., 2015a).

## 1.2 OBJETIVO

O objetivo deste trabalho engloba a identificação abrangente dos riscos relacionados ao *real estate* residencial na perspectiva de parceiros-investidores e a apresentação de processo de investimento a ser adotado como planejamento de resposta a esses riscos. Para tal, foi construída uma MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS que faz a relação dos riscos identificados com possíveis medidas a serem adotadas como resposta.

O termo parceiro-investidor faz referência tanto a investidores profissionais, que aportam recursos diretamente em projetos residenciais, quanto a gestores de investimentos que, por sua vez, podem representar fundos de investimentos imobiliários (FII), fundos de investimentos em participações (FIP), *Family Offices*, pessoas jurídicas e investidores estrangeiros.

### 1.3 ESTRUTURA DO TEXTO

Este trabalho foi estruturado em 7 capítulos, conforme apresentados a seguir.

No Capítulo 1 são apresentadas a justificativa do tema, o objetivo do trabalho e a estrutura do texto. Além disso, descreve a metodologia, com descrição do tipo de bibliografia pesquisada, o método adotado na aplicação do questionário e o tipo de estudo de caso.

O Capítulo 2 foca na conceituação de incorporação no Brasil, abordando individualmente cada uma das fases do ciclo do *real estate* residencial, a saber: formatação, vendas, construção e pós-implantação. No mesmo capítulo também é dada uma explicação sucinta sobre a legislação relacionada ao tema, que inclui a legislação de incorporação imobiliária, alienação fiduciária, patrimônio separado, bem com a implantação do SFH e do SFI, os dois sistemas de financiamento imobiliário existentes no Brasil.

No Capítulo 3 detalha-se o funcionamento do investimento em *real estate* residencial no formato de parceria-total. A identificação e a análise de riscos, bem como o planejamento de resposta, foram elaboradas pela perspectiva desse tipo de investidor nesse formato de investimento.

No Capítulo 4 inicia-se a construção da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, principal objetivo deste trabalho. Para tal, são mapeados e agrupados por fase, os principais riscos relacionados ao investimento em *real estate* residencial. Como o trabalho foi feito sob a perspectiva do parceiro-investidor, também foi incluído o fator de risco “parceria”, que trata dos riscos incorridos pelo parceiro-investidor ao adotar a estrutura.

O Capítulo 5 dá continuidade à construção da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, abordando quais medidas de planejamento de resposta ao risco podem ser adotadas pelo parceiro-investidor, posicionando o risco em níveis suportáveis. Essas medidas foram agrupadas quanto à fase do processo de planejamento de resposta aos riscos, dividido em Análises, Mecanismos de Alinhamento de Interesses, Definição da Estrutura

do Investimento, Mecanismos de Governança e Controle e Diligência. Ao longo do capítulo também será feita uma aplicação prática da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS em um caso de investimento em empreendimento de incorporação residencial pela perspectiva do parceiro-investidor.

No Capítulo 6 são apresentadas as conclusões do trabalho e a MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS completa, incluindo os riscos identificados e analisados no Capítulo 4 bem como as medidas de planejamento de resposta ao risco apresentadas no Capítulo 5.

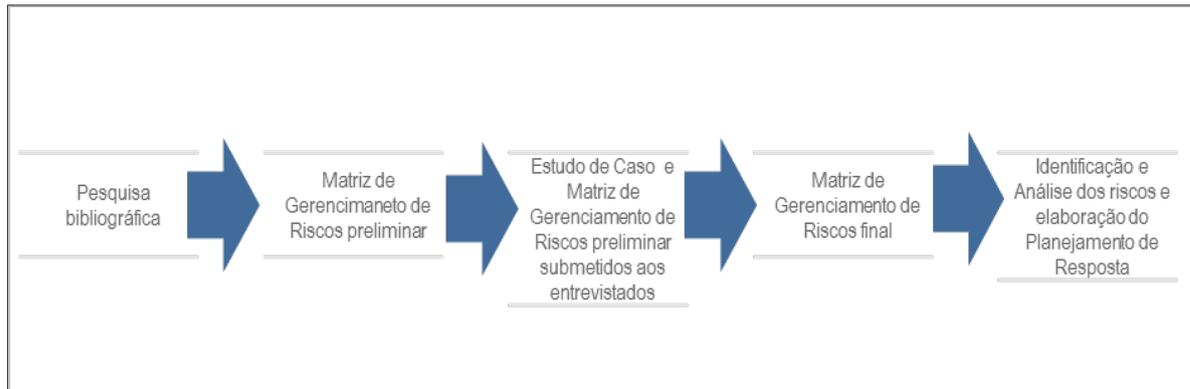
O Capítulo 7 elenca as referências bibliográficas utilizadas.

#### 1.4 METODOLOGIA

Foram adotadas como metodologia revisão bibliográfica, estudo de caso exploratório e pesquisa de campo por meio de entrevistas baseadas em questionários semiestruturados. Todos esses elementos serviram de embasamento para a elaboração da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, objeto final do trabalho.

Na Figura 1 encontra-se uma ilustração do processo adotado como metodologia para este trabalho. Por meio da pesquisa bibliográfica foi efetuado um esboço da Matriz de Gerenciamento de Riscos, que foi submetida junto com o estudo de caso exploratório aos entrevistados. A partir disso, foi possível concluir a Matriz de Gerenciamento de Riscos como apresentada nesse trabalho e elaborar os Capítulos 4 e 5 que tratam da identificação dos riscos e do planejamento de resposta aos riscos respectivamente.

**Figura 1: Processo Adotado na Metodologia**



Fonte: A Autora

#### 1.4.1 Revisão Bibliográfica

A metodologia teve início com a revisão da literatura e da legislação brasileira sobre incorporação residencial com o intuito de contextualizar o tema do trabalho.

Em seguida foram pesquisadas, nos diversos meios de comunicação e publicações acadêmicas do núcleo de *Real Estate* da Poli e outras instituições de renome, informações a respeito dos riscos inerentes ao investimento e medidas que podem ser adotadas como resposta. As publicações consultadas abrangem teses, dissertações e monografias, *journals*, artigos publicados, livros e materiais de aula. O conjunto desse material contribuiu para o início da elaboração da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS.

#### 1.4.2 Estudo de Caso

A adoção do estudo de caso para pesquisa surge do desejo de compreender fenômenos complexos, permitindo a preservação de suas características holísticas (Yin, 2005).

Em geral, os estudos de caso contam com observação direta dos acontecimentos que estão sendo estudados e entrevistas com pessoas neles envolvidas.

A pesquisa, neste trabalho, apresentou-se como um estudo de caso exploratório e descritivo que, segundo Gil (1999), é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado.

Dessa maneira, o estudo de caso foi utilizado para contextualizar o tema e facilitar a compreensão dos entrevistados quanto ao assunto estudado. Como consequência, possibilitou avaliar as motivações das partes para realizar parcerias, extrair a identificação e análise dos riscos e, então, estruturar um planejamento de resposta utilizando como base o próprio caso.

Além do mais, o estudo de caso exploratório foi utilizado para melhor ilustrar o processo de planejamento de resposta ao risco, uma vez que os conceitos aqui apresentados são aplicados a um empreendimento real.

Para o estudo de caso exploratório foi utilizado um projeto real de incorporação residencial cujo terreno apresenta aproximadamente 15 mil m<sup>2</sup>, localizado a quatro quilômetros do centro de cidade, no interior do estado do Rio de Janeiro, em uma região de expansão da população de média-baixa renda. O produto que chegou para análise do parceiro-investidor foi estruturado em quatro fases de desenvolvimento, totalizando 33 mil m<sup>2</sup> de área privativa divididas em seiscentas unidades de dois e três dormitórios. O preço médio da unidade ficou em torno de R\$ 250 mil, pretendendo atingir um público-alvo de renda média-baixa.

No momento em que o incorporador procurou o parceiro-investidor para propor parceria no projeto, ele havia assinado, em nome de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), uma opção de compra do terreno com seu proprietário. O parceiro-investidor foi procurado para suprir parte do *funding* necessário para a aquisição do terreno e desenvolvimento do empreendimento.

### 1.4.3 Questionário

De acordo com Kerzner (2009), o processo de identificação de riscos de um projeto pode ser resultado de uma pesquisa elaborada para identificar as preocupações mais comuns dos envolvidos em determinado projeto.

Por isso, além da revisão bibliográfica, dada a carência de informações específicas sobre o tema, optou-se por realizar uma pesquisa de campo com a utilização de entrevistas com participantes experientes no tema, partes interessadas e especialistas em incorporação residencial a fim de auxiliar na identificação e análise dos riscos (PMBOK, 2013).

Nas entrevistas, foi utilizado o questionário semiestruturado. De acordo com Queiroz (1988), a entrevista semiestruturada é uma técnica de coleta de dados que supõe uma conversação continuada entre informante e pesquisador e que deve ser dirigida de acordo com os objetivos daquele que investiga.

Para Boni e Quaresma (2005), a técnica de entrevista semiestruturada tem como vantagem, maior abertura e proximidade entre entrevistador e entrevistado, o que permite tocar em assuntos mais complexos e delicados, como no caso deste trabalho. Esse tipo de entrevista colabora com a investigação dos aspectos afetivos e valorativos dos informantes, que determinam significados pessoais em suas atitudes e comportamentos. Para o questionário foram utilizadas perguntas que induzissem os entrevistados a identificar os principais riscos incorridos no investimento em *real estate* residencial, com base nas suas experiências pessoais.

Assim, a Matriz Preliminar com a identificação dos principais riscos nesse tipo de investimento, derivada da pesquisa bibliográfica e do estudo de caso, foi submetida à crítica a partir de questionamentos abertos como “Tomando como base a sua experiência profissional, na sua opinião, quais os riscos de maior prioridade no investimento em incorporação residencial como o ilustrado pelo caso apresentado?”, “Que medidas você

sugere como forma de reduzir estes riscos?”, “Que riscos você acrescentaria no esboço da matriz apresentada?” e para entender os motivos da realização de parcerias “Quais as vantagens para ambas as partes da realização de parcerias entre incorporadores e parceiros-investidores na sua opinião?”.

Para a pesquisa de campo, conforme a Tabela 1 a seguir, foi adotada a estratégia de entrevistar dez profissionais de diferentes esferas de atuação com pelo menos uma década de experiência em sua área, a partir de questionário semiestruturado.

**Tabela 1: Entrevistados**

Entrevistado	Expertise	Anos de Experiência
1	Direito com foco em Imobiliário e Societário	20 anos
2	Direito com foco em Imobiliário e Societário	11 anos
3	Incorporador	16 anos
4	Especialista em Crédito Imobiliário	35 anos
5	Incorporador e Parceiro-investidor	18 anos
6	Incorporador	18 anos
7	Parceiro-investidor	24 anos
8	Parceiro-investidor	32 anos
9	Parceiro-investidor	20 anos
10	Parceiro-investidor	11 anos

Fonte: A Autora

As entrevistas contribuíram para a identificação de riscos adicionais aqueles apresentados pela matriz preliminar resultando no conteúdo do Capítulo 4 (Identificação dos Riscos) bem como para a elaboração do Planejamento de Resposta aos riscos mostrado no Capítulo 5.

## 2 REAL ESTATE RESIDENCIAL

Neste capítulo são introduzidos os principais aspectos relacionados ao formato atual de desenvolvimento de incorporações residenciais no Brasil, a fim de embasar o leitor com o conhecimento necessário para compreender o investimento no formato de parceria, os riscos envolvidos no *real estate* residencial e as medidas mitigadoras apresentadas nos capítulos subsequentes.

### 2.1 LEGISLAÇÃO DE INCORPORAÇÃO

No Brasil, o conceito de incorporação imobiliária foi criado com a Lei 4.591/1964 e definido como:

*“Atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas”. Dessa forma, o incorporador é aquele que reúne todas as condições para o desenvolvimento da incorporação imobiliária, o que inclui, em geral, prospectar um terreno, aprovar a incorporação junto aos órgãos governamentais, registrar a incorporação em cartório, vender as unidades autônomas e providenciar a construção seja através da contratação de um terceiro ou elaboração por si próprio.” (Lei 4.591/1964)*

- **Separação do Patrimônio**

Apesar de a figura do incorporador poder ser representada por pessoa física ou jurídica, a incorporação imobiliária, na maioria das vezes, é realizada pela SPE, pessoa jurídica constituída especificamente para aquele fim. Esse formato é adotado para distinguir os recursos do empreendimento, do patrimônio da incorporadora.

A SPE é um modelo de organização em que as sociedades possuem suas atividades restritas a uma finalidade. Amplamente utilizada na construção civil, as SPEs têm sido utilizadas para que possam ser segregados os riscos de empreendimentos distintos de uma mesma personalidade jurídica.

Essa separação é explicada de forma prática por Rocha Lima Jr. *et al* (2011), que defendem a necessidade de isolar riscos mantendo-os contidos no ambiente de cada empreendimento, sem contaminar outros ou mesmo a empresa como um todo. Essa necessidade faz com que a forma mais competente de gerir um empreendimento de *real estate* seja por meio de uma gestão isolada de seus recursos, sem misturá-los com os recursos do incorporador, que devem ser geridos de forma segregada por meio do Sistema Gerenciador de Investimentos (SGI).

Essa separação pode ser encontrada mais formalmente na Lei 10.931/2004, sob a denominação Patrimônio de Afetação:

*“A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.” (Lei 10.931/2004)*

Segundo Amato (2007), o objetivo do patrimônio de afetação foi propiciar maior segurança na aquisição de imóveis em construção, protegendo os recursos financeiros antecipados ao incorporador por meio das vendas de eventual má gestão financeira ou, no limite, de sua falência.

Na prática, a afetação do patrimônio ocorre com a averbação na matrícula do imóvel de termo de compromisso firmado pelo incorporador. Até agosto de 2016, quando este trabalho foi finalizado, a afetação formal do patrimônio da SPE, por meio do registro na matrícula do imóvel, proporciona a ela benefício fiscal oferecido pelo Regime Especial de Tributação (RET), que permite uma alíquota conjunta de PIS,

COFINS, IR e CSLL de 4% (quatro por cento) contra alíquota total de 6,73% (seis vírgula setenta e três por cento) caso o patrimônio não seja afetado.

- **Alienação Fiduciária**

A alienação fiduciária é outro mecanismo fundamental para o desenvolvimento do mercado imobiliário, que tornou muito mais segura a tomada do imóvel dado como garantia ao pagamento de uma dívida e, conseqüentemente, contribuiu para o aumento da concessão do crédito de longo prazo aos compradores de imóvel.

De acordo com a Lei 9.514/1997, responsável pela sua criação:

*“A alienação fiduciária regulada por esta Lei é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel.” (Lei 9.514/1997)*

Isso significa que a propriedade do imóvel é transferida para o credor como garantia ao cumprimento das obrigações da dívida (no caso, compra e venda de imóvel) de modo que a execução da garantia ocorre extrajudicialmente, apenas com notificação do cartório de imóveis, diminuindo a morosidade vista anteriormente na recuperação do valor financiado.

Do ponto de vista do incorporador, a alienação fiduciária, ao diminuir o risco do empréstimo para aquisição do imóvel, contribuiu para uma maior abundância de recursos disponíveis para financiamento de suas unidades construídas, fundamental para o retorno do seu investimento na incorporação residencial.

- **Crédito Residencial**

O mercado de financiamento imobiliário no Brasil possui dois sistemas que coexistem: o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), estabelecido em 1964, e o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), de 1997.

Conforme a Lei 4.380/1964, Capítulo 3, Artigo 8º, “o SFH é essencialmente destinado a facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria, especialmente pelas classes de menor renda da população”.

Basicamente, o SFH opera com recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE ou Poupança) e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), emprestando esses recursos para o financiamento à construção de novos empreendimentos (concessão de crédito a pessoas jurídicas) e para o financiamento à aquisição de novos imóveis (concessão de crédito a pessoas físicas).

O SFH oferece taxas de financiamento abaixo daquelas praticadas pelo mercado, uma vez que as taxas de remuneração dos recursos captados via poupança ou FGTS também são menores, de 6% (seis por cento) e 3% (três por cento) ao ano adicionados da variação da Taxa Referencial (TR), respectivamente. Em 2014 foram financiadas 1 bilhão de unidades no âmbito do SFH contra 917 milhões em 2015, com queda devido à desaceleração econômica e à maior escassez de recursos, conforme explicado anteriormente.

O SFI, assim como a alienação fiduciária, foi criado pela Lei 9.514/1997. Essa lei, que regulamenta a participação de instituições financeiras ou não nas operações de financiamento de imóveis, possibilitou que recursos livres (em contraposição aos recursos do SFH altamente regulados pelo governo) fossem investidos em financiamento imobiliário de longo prazo.

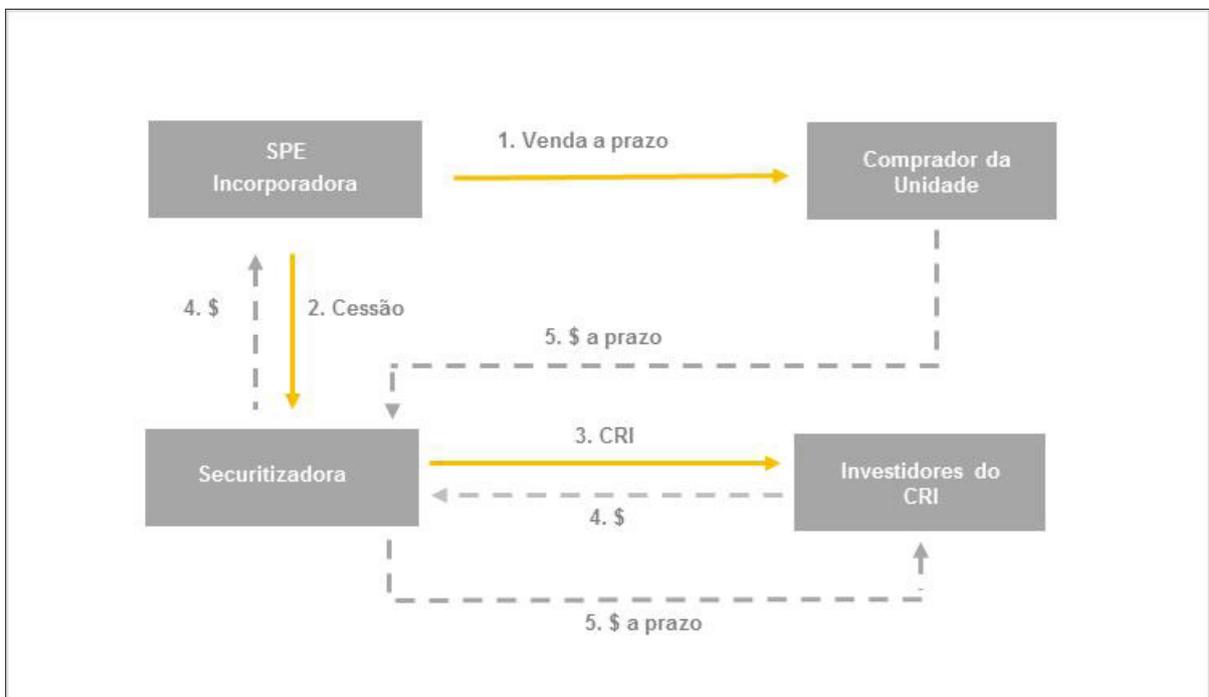
A lei que criou o SFI representou um avanço bastante expressivo ao buscar um caráter menos intervencionista e mais mercadológico para o novo sistema, de modo

que a grande força motriz do novo sistema é o mercado investidor (Vedrossi, 2002). Isso significa que, ao contrário do SFH, o SFI não dispõe de um *funding* direcionado ou taxas de juros subsidiadas (FGV Projetos, 2007).

O principal instrumento criado pelo SFI para financiamento imobiliário de longo prazo foi o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI). O CRI é um instrumento que visa, dentre outros objetivos, possibilitar o financiamento do comprador de unidades residenciais por meio de recursos oriundos dos investidores que adquirem esses títulos (Uqbar, 2015).

O CRI é um título emitido exclusivamente pelas companhias securitizadoras que têm por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários. Em junho de 2016, o estoque total de CRI estimado, emitido pelas securitizadoras, estava em R\$ 60 bilhões<sup>8</sup>. Os CRIs lastreados em créditos imobiliários oriundos da aquisição de imóveis residenciais apresentam a seguinte estrutura:

**Figura 2: Securitização de Recebíveis Imobiliários Residenciais**



Fonte: Adaptado de Mafra (2006)

A SPE Incorporadora vende o imóvel com financiamento a prazo para o comprador, originando um crédito imobiliário;

1. A SPE Incorporadora cede os créditos decorrentes desse financiamento para a securitizadora;
2. Securitizadora emite o CRI com lastro nos créditos imobiliários, que por sua vez é adquirido pelos investidores do CRI;
3. Os investidores pagam a securitizadora à vista pelo CRI. Com esses recursos, a securitizadora paga a SPE Incorporadora, também à vista, pela cessão dos créditos imobiliários;
4. Mensalmente, os compradores pagam as parcelas do financiamento imobiliário à securitizadora que, por sua vez, paga o investidor do CRI.

Como será visto mais adiante, a importância do CRI está na sua utilização como alternativa ao repasse bancário para o financiamento de longo prazo dos compradores das unidades residenciais, por exemplo, em situações em que há escassez de recursos bancários.

Outro instrumento criado como meio de aumentar os recursos oriundos de financiamento imobiliário são as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), criadas mais recentemente pela Lei número 10.931/2004. As LCIs são títulos cujo lastro é composto por créditos imobiliários que contam com hipoteca ou alienação fiduciária (Uqbar, 2015). De acordo com a referida lei:

*“A soma do principal das LCIs emitidas por um banco não poderá exceder o valor total dos créditos imobiliários em poder da instituição emitente, o que garante que todas as LCIs emitidas por determinado banco tenham lastro de fato”. (Lei no 10.931/2004)*

Conforme a Cetip (2015), ao optar pela LCIs o investidor assume o risco primário do emissor e conta ainda com a segurança adicional de que está vinculado à carteira de crédito imobiliário da instituição financeira.

A LCI é um dos instrumentos de renda fixa que mais cresceram nos últimos anos, por conta da isenção de Imposto de Renda para pessoa física e de seu baixo investimento mínimo. O estoque de LCI, em junho de 2016 apresentava um saldo de aproximadamente R\$ 190 bilhões<sup>9</sup>.

Analisando a formatação do mercado e a legislação que embasou a incorporação imobiliária tal como ela é praticada atualmente, é possível notar que os mecanismos apresentados acima foram essenciais para que o investimento em incorporação imobiliária ocorresse como é estruturado atualmente. O conceito de Patrimônio de Afetação foi essencial para possibilitar a venda das unidades antes da entrega do empreendimento, garantindo a separação dos recursos da SPE do incorporador. Já a alienação fiduciária, contribuiu para o aumento da oferta de crédito de longo prazo para aquisição de imóveis, possibilitando o desinvestimento do incorporador logo após a entrega da obra. Nesse formato, o incorporador, deixando de ser o agente financiador de longo prazo da aquisição da unidade, pode girar seu capital mais rapidamente, investindo em novos empreendimentos e contribuindo com o desenvolvimento do mercado de maneira mais dinâmica.

## 2.2 O CICLO DO *REAL ESTATE* RESIDENCIAL

No Brasil, entre a decisão de início e o empreendimento estar encerrado com todo o retorno em caixa podem decorrer de quatro a cinco anos. Portanto, *real estate* para venda deve ser considerado negócio de longo prazo (Rocha Lima Jr., 2015a).

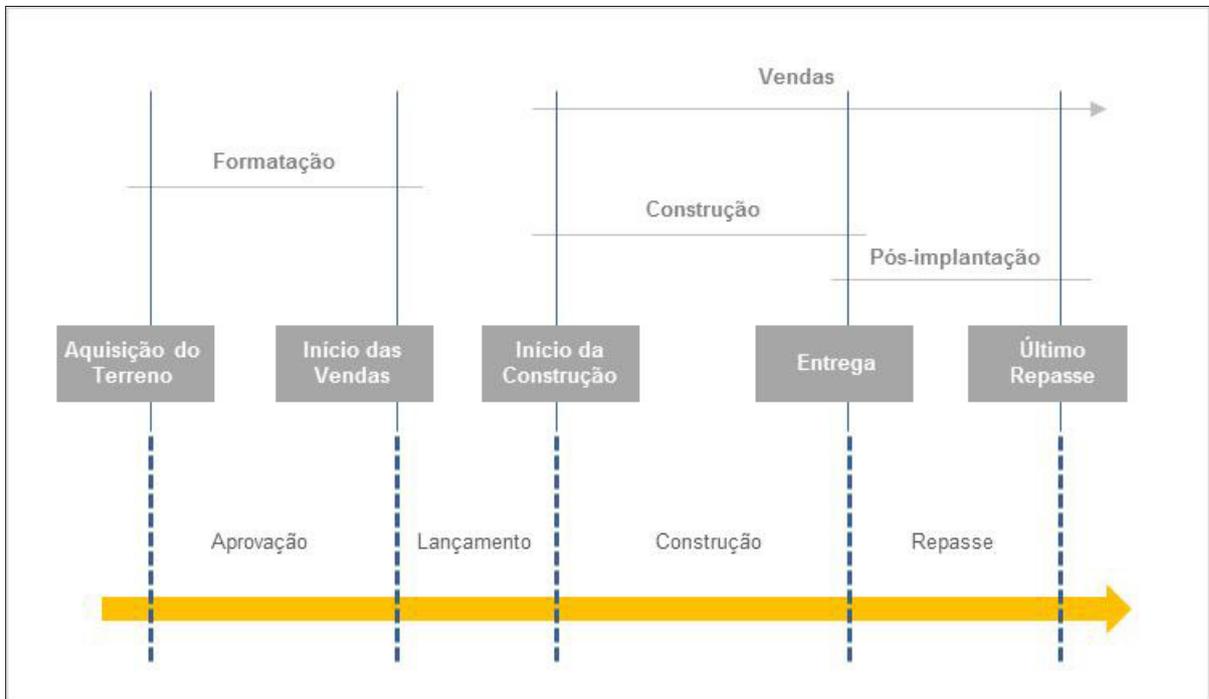
A Figura 2 apresenta o ciclo da incorporação imobiliária, que de acordo com Rocha Lima Jr. (2004) pode ser dividida em quatro fases distintas: formatação, vendas, construção e pós-implantação. Essas fases acontecem independentemente da participação do

---

9 Cetip (2016)

parceiro-investidor no empreendimento e serão apresentadas com o intuito de embasar o leitor para a discussão dos riscos incorridos em cada fase.

**Figura 3: Ciclo do Real Estate Residencial**



Fonte: A Autora, com base em Rocha Lima Jr. (2004)

### 2.2.1 Formatação

No período de formatação ocorre o planejamento da incorporação, que inclui aquisição do terreno, execução dos projetos preliminares e aprovação nos órgãos governamentais pertinentes. Esse período, usualmente representa um prazo de um a dois anos e pode-se dizer que seu término ocorre com o registro da incorporação em cartório e início das vendas.

No início dessa fase, o terreno deve ser validado com a elaboração de uma Análise da Qualidade do Investimento (AQI), que indica a sustentação financeira (equação de fundos) e qualidade dos indicadores econômicos (taxa de retorno, *payback*, margem,

entre outros) decorrentes do empreendimento a ser realizado no terreno (Pascale, 2005). Para a elaboração da AQI, é necessário que o incorporador analise as questões técnicas relacionadas aos materiais e tecnologias a serem aplicados na construção e tome decisões quanto à definição do segmento-alvo, tipologia do produto, renda dos potenciais compradores e custos de desenvolvimento do projeto e construção (Pascale, 2005).

Os indicadores resultantes da AQI orientam o incorporador quanto ao valor adequado a ser pago pelo terreno. O pagamento do terreno pode ser efetuado com permuta física (pagamento com quantidade de área construída), permuta financeira (pagamento com percentual da receita), ou pagamento em dinheiro, que pode ou não ser parcelado. Também é comum adotar uma combinação de pagamento em permuta e dinheiro.

Do ponto de vista do incorporador, negociações realizadas em permuta ou com pagamento a prazo mostram-se mais convenientes, uma vez que permitem redução no investimento inicial.

Em seguida, caso os resultados da AQI mostrem-se de acordo com aquilo que o incorporador busca, de acordo com Camargo (2011), em um primeiro momento é assinada uma opção de compra por determinado prazo, para que sejam realizadas análises técnicas e documentais, que determinam a possibilidade de adquirir o terreno e realizar o empreendimento como planejado.

Com os resultados positivos dessa análise, só então o incorporador efetua a aquisição do terreno e inicia o processo de aprovação nos órgãos governamentais pertinentes. Todos os projetos devem ser aprovados pelo departamento urbanístico do governo municipal, a fim de garantir que o projeto esteja de acordo com a legislação do município, o Plano Diretor, que define as grandes diretrizes urbanísticas e a legislação de uso e ocupação do solo e concentra as normas técnicas de edificações e zoneamento da cidade (Vaz, 1996).

O empreendimento também deve passar por aprovação ambiental. As questões ambientais podem estar ligadas tanto a elementos naturais — como presença de vegetação e proximidade de rios — quanto a situações decorrentes de ocupações anteriores do imóvel, ou seja, atividades que podem ter contaminado o solo e o lençol freático. Em ambos os casos, exige-se que o projeto do empreendimento passe pela análise de órgãos competentes específicos e influencia significativamente os prazos para obtenção de licenças. (Camargo, 2011).

Após as aprovações pertinentes, a incorporação estará apta a ser registrada no cartório de imóveis, tornando pública a intenção de incorporar o projeto.

### 2.2.2 Vendas

Se o momento de mercado estiver favorável, o lançamento ocorre imediatamente após o registro da incorporação. Caso contrário, o incorporador pode esperar um momento de mercado mais oportuno.

Conforme ilustrado na Figura 2, o período de vendas inicia-se com o lançamento e estende-se até a venda da última unidade, que, em geral, ocorre no período de pós-implantação ou até depois, dependendo das condições de mercado.

As incorporações imobiliárias foram reguladas de modo a permitir a venda das unidades residenciais previamente à construção do empreendimento. Nesse formato, o comprador efetua o pagamento de um percentual do imóvel até a entrega do empreendimento e o restante é financiado por uma instituição financeira ou securitizado. Segundo Rocha Lima Jr. *et al* (2011), isso ocorre pela limitação da capacidade do comprador em pagar o preço total do produto durante sua produção.

Durante esse período, o incorporador pode medir o grau de aceitação do produto pelo mercado por meio da velocidade de vendas. Quanto melhor a qualidade de atributos de localização e de projeto reconhecidos pelos potenciais compradores e definidos na fase de formatação, maior é a velocidade de vendas (Pascale, 2005).

De acordo com a Lei 4.591/1997, o incorporador apresenta um período para desistência da incorporação após o lançamento. Caso o empreendimento não atinja o volume mínimo de vendas esperado pelo incorporador, é permitido o distrato das unidades vendidas e a averbação do cancelamento do registro da incorporação no RGI. Esse dispositivo garante ao incorporador a possibilidade de testar o mercado antes de iniciar a construção.

### 2.2.3 Construção

A data de início da construção não é previamente definida, de modo que, caso as vendas tenham um bom desempenho, fica a critério do incorporador iniciar a construção mais rapidamente. No entanto, o incorporador deve estar atento ao compromisso de prazo de entrega do edifício estipulado nos compromissos de compra e venda das unidades.

O prazo de construção de um empreendimento de padrão médio em geral varia de 24 a 36 meses, dependendo da complexidade da construção.

O SPE, como veículo responsável pelo desenvolvimento do empreendimento, contrata uma construtora para prestar o serviço. A modalidade de contratação da construtora pode ocorrer dentro de um espectro que varia desde o formato em que toda a responsabilidade quanto a desvios de custo é atribuída à construtora até o formato em que o contratante é totalmente responsabilizado. Conheça a seguir um pouco mais sobre as modalidades mais correntes:

- Preço fixo ou global: a construtora fixa o preço global antecipadamente. A principal vantagem para a SPE diz respeito à certeza do preço final, garantindo ao contratante o conhecimento do aporte dos recursos. A desvantagem é que o custo inicial dessa contratação é mais alto, uma vez que o construtor “cobra” para incorrer em riscos de desvio de custos;
- Preço de custo ou administração contratada: empreitada de preço móvel, em que a execução da obra ocorre mediante o reembolso das despesas incorridas e o pagamento de uma remuneração ao construtor, geralmente fixada como um percentual do valor das despesas (Grilo e Melhado, 2002).

Outro aspecto relevante a respeito do custeio da obra é que, de acordo com Gatto e Porto (2015), na maioria dos casos as obras residenciais são financiadas por instituições financeiras que fornecem recursos para o pagamento da obra. Esses financiamentos estabelecem, por meio de contratos, metas de andamento de obra e vendas para início da liberação dos recursos, de maneira que, inicialmente, ainda são necessários recursos de vendas e do incorporador para completar a equação de *funding* do empreendimento. O financiamento à produção é quitado no período pós-implantação, quando ocorre o repasse e, portanto, a entrada da maior parte dos recursos oriundos das vendas.

#### 2.2.4 Pós-Implantação

A fase de pós-implantação é o momento em que ocorre o repasse, ou seja, a cessão dos recebíveis a terceiros que são os agentes financiadores de longo prazo do comprador do imóvel. Essa fase tem início após a entrega da obra e estima-se que seja finalizada no prazo de um ano.

O repasse dos recebíveis nada mais é do que a transferência da dívida a um terceiro, que será o novo credor do comprador do imóvel. Ele é feito a uma instituição financeira,

na forma de refinanciamento do saldo devedor, em geral por prazos de até 35 anos para unidades enquadradas no SFH.

Outro formato muito utilizado é a cessão do recebível para uma securitizadora, que emite um CRI, conforme explicado na seção anterior deste capítulo. Sendo assim, o investidor que adquirir o CRI emitido pela securitizadora, é, indiretamente, o financiador de longo prazo do comprador do imóvel.

É importante notar que, em ambos os casos, em geral o repasse ou cessão do crédito é acompanhado pela alienação fiduciária do imóvel como garantia ao pagamento da dívida, oferecendo maior segurança ao agente financiador, que conta com a possibilidade de retomada do imóvel, conforme explicado anteriormente.

### 3 INVESTIMENTO EM *REAL ESTATE* NO FORMATO DE PARCERIA-TOTAL

A realização de parcerias é uma ação estratégica adotada por empresas que têm como objetivo aproveitar — ao máximo — as oportunidades nos mercados em que, isoladamente, não seriam capazes de atuar com padrões competitivos. Tal estratégia possibilita agregar conhecimento e tecnologia, aprender rapidamente sobre mercados não conhecidos e ampliar inserção de mercado e/ou espectro de atuação (Camargo e Monetti, 2013 apud Doz e Hamel, 2000). Segundo Batalha-Vasconcelos (2007), o tema a respeito de parcerias ampliou sua relevância devido a transformações rápidas e profundas no mercado imobiliário, muitas delas decorrentes de modificações de políticas públicas e legislação específica para o setor, como as citadas na seção anterior deste capítulo, tornando esse setor alvo de grande afluxo de capitais públicos e privados.

Nos últimos anos, com a regulamentação, foi possível notar um aumento no interesse de investidores profissionais em participar de incorporações imobiliárias no formato de parceria. O mercado financeiro, que antes pouco se envolvia nesse tipo de investimento, reestruturou-se, criando áreas com conhecimento específico no setor e organizando veículos com foco nesse tipo de investimento, além da constituição de parcerias com investidores estrangeiros.

Os fundos de *private equity* perceberam a oportunidade de investimento no segmento imobiliário por meio do estabelecimento de parcerias na viabilização de novos projetos, fornecendo os recursos necessários, junto com os incorporadores, para a formação do *funding* dos empreendimentos (Amato, 2009). Para possibilitar esse tipo de investimento, foram adaptadas estruturas de investimento já amplamente utilizadas pelo mercado de *private equity* na aquisição de companhias.

Tais estruturas trouxeram maior conforto ao minimizar certos riscos que o parceiro-investidor não estava disposto a assumir. Isso ocorreu por meio da introdução de análises,

novas estruturas de investimento, de mecanismos de alinhamento de interesses, controle e governança corporativa, que possibilitaram maior acompanhamento da gestão do projeto pelo parceiro-investidor e sua participação na tomada de decisões.

A parceria entre incorporador e parceiro-investidor nada mais é do que um co-investimento, em que cada uma das partes apresenta razões específicas para adotar tal modelo. Essas razões podem variar, dependendo do incorporador e do parceiro-investidor, e muitas vezes podem até se apresentar mais subjetivamente. No entanto, por intermédio do questionário aplicado foi possível mapear as principais razões para cada uma das partes optar pelo formato de investimento via parceria.

A seguir encontram-se os principais motivos do incorporador e uma breve explicação de cada um deles, identificados com base nas entrevistas, para a realização de parcerias no formato descrito neste capítulo:

- **Diversificação de Risco:** o sistema de parceria, como requer uma participação menor do incorporador, possibilita àqueles que possuem recursos limitados, distribuí-los entre um número maior de empreendimentos, diversificando seus riscos.
- **Contratação de construtora própria:** incorporadores com recursos limitados que também exercem a função de construtor, ao adotarem o formato de parceria e, portanto, investirem seus recursos em mais projetos, acabam adicionalmente aumentando o número de projetos construídos e conseqüentemente a receita da sua construtora. Dessa forma, o incorporador que realiza parcerias, além de obter o resultado relativo ao investimento no projeto, também obtém resultados atuando como construtor.
- **Necessidade de recursos:** muitos profissionais com anos de experiência em grandes incorporadoras optam por montar seu próprio negócio. Essas incorporadoras na maioria das vezes não apresentam recursos suficientes e, em especial no início de suas atividades, necessitam de recursos financeiros de investidores.

- **Necessidade de profissionalização:** a realização de parcerias exige eficiência operacional por parte do incorporador para acompanhar o andamento dos projetos e reportá-lo a um terceiro, no caso, o parceiro-investidor. Isso acaba tornando a incorporadora mais profissional no que diz respeito ao monitoramento dos seus projetos.
- **Necessidade de criar track-record:** incorporadoras novas, que buscam criar histórico de lançamento rapidamente, trazem recursos de investidores para possibilitar um maior número de projetos simultâneos.
- **Remuneração pelo trabalho de incorporador:** como a gestão de uma incorporação requer certa estrutura operacional, poder ser vantajoso para o incorporador aumentar o número de projetos simultâneos e obter recursos adicionais por meio da parceria. Isso ocorre uma vez que o parceiro-investidor paga pelos serviços de gestão do projeto, os quais seriam efetuados de qualquer modo pelo incorporador, caso fosse o único investidor do projeto.

A seguir encontram-se os principais motivos do parceiro-investidor e uma breve explicação de cada um deles, identificados com base em entrevistas, para a realização de parcerias no formato descrito neste capítulo,

- **Taxas de retorno mais atrativas do que outras opções de investimento:** o investimento em incorporações residenciais pode apresentar retornos significativamente maiores em comparação com outras opções de investimento disponíveis no mercado financeiro, embora também apresentem mais riscos.
- **Associação a um incorporador com experiência no negócio:** investidores do mercado financeiro não possuem a *expertise* nos procedimentos operacionais de um incorporador, tal como seleção de terrenos, produto, projeto, aprovações ambientais e urbanísticas, dentre outros conhecimentos e equipe necessários para o desenvolvimento de um empreendimento residencial.
- **Terceirização da estrutura operacional:** a contratação da incorporadora para gestão possibilita que o parceiro-investidor mantenha uma estrutura enxuta, com profissionais que atuam apenas no controle da atuação do incorporador e

na tomada de decisão, em vez de atuar também na execução operacional do empreendimento.

Parcerias de investimento podem ser construídas desde as formas mais abertas até as mais protegidas, do ponto de vista do parceiro-investidor perante o incorporador. Vale dizer que podem ser montadas estruturas de associação nas obrigações e riscos, até estruturas nas quais, por meio de instrumentos de investimento apropriados, os parceiros-investidores aplicam recursos nos negócios dos empreendedores com uma determinada influência na governança e determinadas garantias de remuneração (Rocha Lima Jr., 2004).

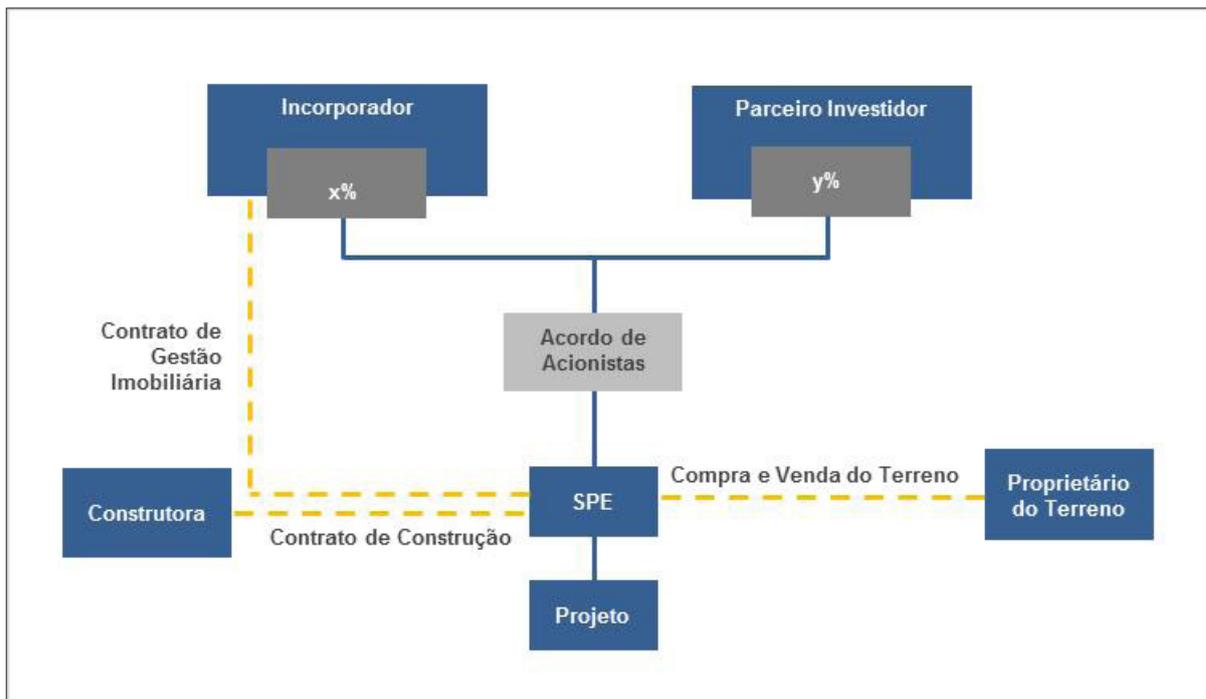
A seguir, será apresentada a parceria-total, ou seja, a forma mais “aberta”, em que o parceiro-investidor assume o mesmo risco que o incorporador. Esse formato não apresenta mecanismos de transferência de riscos do parceiro-investidor para o incorporador.

É importante ressaltar que outras estruturas serão apresentadas mais adiante no Capítulo 5, como medidas de mitigação de riscos, uma vez que se utilizam de mecanismos que visam a minimização dos riscos assumidos pelo parceiro-investidor.

No formato de parceria-total, o parceiro-investidor adquire participação na SPE desenvolvedora do empreendimento, tendo os mesmos direitos e obrigações do incorporador. Na hipótese da utilização da estrutura da SPE para uma parceria-total, os sócios aportam os recursos necessários para o desenvolvimento do empreendimento, retiram os retornos disponíveis e assumem os riscos do empreendimento conjuntamente, sejam eles jurídicos, contábeis ou financeiros (Gatto e Porto, 2015).

O acordo de acionistas e o contrato de gestão imobiliária são os dois instrumentos firmados entre as partes que permitem o funcionamento da estrutura de parceria-total.

Figura 4: Estrutura da Parceria-Total



Fonte: A Autora, com base nas entrevistas

O acordo de acionistas é um contrato assinado pelos acionistas da SPE, ou seja, incorporador, parceiro-investidor e eventuais sócios adicionais — caso existam — que regula a relação entre eles ao longo de toda a existência da sociedade. Nesse contrato são incluídos os mecanismos de governança e controle, apresentados em mais detalhes no Capítulo 5, que auxiliam na redução dos riscos incorridos pelo parceiro-investidor no formato de parceria-total.

No contrato de gestão imobiliária, a SPE contrata o incorporador como gestor do empreendimento. Esse contrato torna-se necessário uma vez que o incorporador é o responsável pela gestão do empreendimento e deve ser remunerado por isso.

Com a designação do incorporador para o papel de gestor do empreendimento, em lugar da divisão do trabalho com o próprio parceiro-investidor — e outros eventuais acionistas —, o incorporador torna-se responsável por efetuar tarefas operacionais do dia a dia da incorporação e reportar ao investidor somente as informações e situações

mais relevantes em troca de uma taxa de gestão imobiliária normalmente calculada como um percentual do Valor Geral de Vendas (VGV) do empreendimento.

Entre as atividades do incorporador no papel de gestor imobiliário estão:

- Coordenação do processo de aprovação do projeto nos órgãos pertinentes;
- Elaboração de projetos ou contratação de terceiros para tal;
- Obtenção de financiamento à construção;
- Instituição do patrimônio de afetação na SPE;
- Execução das vendas, incluindo a assinatura de cada compromisso de compra e venda das unidades;
- Atividades de publicidade e marketing;
- Gestão da carteira de recebíveis;
- Serviços de tesouraria, contas a pagar e contabilidade;
- Coordenação da execução do contrato de construção;
- Contratação de apólices de seguro;
- Pagamento de todas as despesas da SPE;
- Averbação da construção e constituição de condomínio;
- Coordenação do processo de repasse de recebíveis.

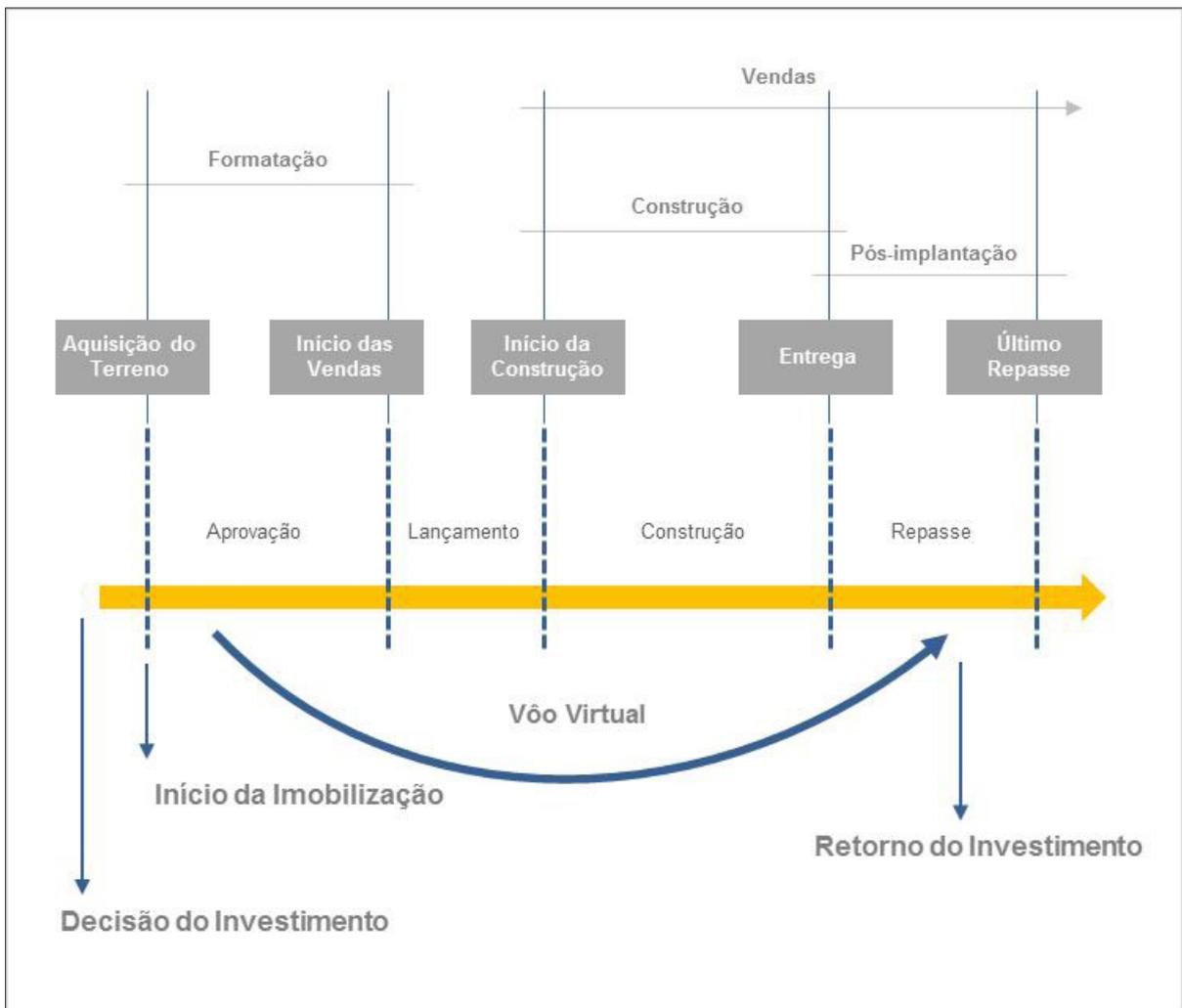
## 4 RISCOS NO INVESTIMENTO EM *REAL ESTATE* RESIDENCIAL NO FORMATO DE PARCERIA

Após a conceituação da atividade de incorporação imobiliária e uma explicação do funcionamento da estrutura de parceria-total, é possível iniciar a construção da MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS apresentada no Capítulo 6, com a identificação e análise dos riscos encontrados por meio de análise bibliográfica, entrevistas e estudo de caso exploratório.

O risco está em um evento ou condição incerta que, se ocorrer, provoca um efeito positivo ou negativo em um ou mais objetivos do projeto, tal como o alcance de determinados indicadores financeiros. Os riscos positivos e negativos são comumente chamados de oportunidades e ameaças (PMBOK, 2013).

No investimento em *real estate* residencial, o risco está implícito na tomada de decisão quanto à imobilização de recursos líquidos em detrimento de um resultado futuro. No ciclo do empreendimento residencial tem-se o investimento no período de formatação, cuja tomada de decisão é construída por meio de um voo virtual, que parte do momento da tomada de decisão e vai ao final do ciclo do empreendimento, passando pelo período de implantação, seguido da imobilização e retomada de liquidez apenas no período de pós-implantação (Rocha Lima Jr., 2015a).

**Figura 5: Voo Virtual no Ciclo do Real Estate Residencial**



Fonte: A Autora, com base em Rocha Lima Jr. (2015a) e Rocha Lima Jr. (2004)

No momento da decisão de investimento, a falta de conhecimento quanto à ocorrência de eventos futuros faz com que a decisão seja apoiada na expectativa de resultado. Rocha Lima Jr., et al (2011) explicam que o risco acontece quando há desvio das expectativas de resultado do investidor no momento da tomada de decisão:

*“Os riscos no desenvolvimento de um empreendimento existem porque as decisões são tomadas diante de expectativas de comportamento. Essas expectativas de comportamento é que permitem, no ciclo de planejamento, fazer medidas simuladas de desempenho, que levam aos indicadores usados para mostrar a qualidade do investimento no empreendimento. O processo de simulação implica a construção de cenário referencial, que faz a imagem do comportamento de um conjunto de variáveis no ciclo do empreendimento. Essas variáveis, quando o empreendimento efetivamente estiver em implantação, poderão fugir do comportamento esperado, desviando a qualidade para pior*

*do que o esperado. Essa possibilidade é que configura que os investimentos têm risco.” (Rocha Lima Jr. et al, 2011)*

Alguns riscos podem ser previamente identificados e analisados, possibilitando um gerenciamento ao longo do ciclo do projeto. Os objetivos do gerenciamento de riscos do projeto são aumentar a probabilidade e o impacto dos eventos positivos e reduzir probabilidade de impactos negativos. Ele é efetuado por meio de um processo cujas etapas são: (1) Planejamento do gerenciamento de riscos, (2) Identificação, (3) Análise qualitativa, (4) Análise quantitativa, (5) Planejamento de respostas e (6) Controle de riscos. A proposta deste trabalho é aplicar as etapas (2), (3) e (5) ao investimento em incorporação residencial pela perspectiva do parceiro-investidor, com foco nos riscos associados a efeitos negativos ou desfavoráveis, ou seja, aqueles que apresentam ameaça ao andamento do projeto.

Adotando-se uma visão macro da incorporação, a identificação dos riscos foi efetuada de modo abrangente, com o objetivo de mapear o maior número possível de possibilidades. A identificação dos riscos busca mapear os eventos desfavoráveis (denominados Fatores de Risco), que podem acontecer ao longo do ciclo do *real estate* residencial, suas causas (denominadas Situações de Risco) e que impactos podem causar ao investimento (denominados Impacto):

- **Fase:** classificação dos riscos quanto à fase do ciclo de real estate residencial. Foram utilizadas as classificações Formatação, Vendas, Construção, Pós-Implantação e Parceria, sendo que a última trata dos riscos incorridos pelo parceiro investidor ao adotar o formato de parceria-total conforme estrutura explicada no capítulo anterior.
- **Fator de risco:** é o risco em si, ou seja, o evento desfavorável que possa ocorrer;
- **Situação de risco:** causa principal, situações que levam à ocorrência do fator risco. Um risco pode ter uma ou mais causas ou situações de risco;
- **Impacto:** impacto causado pela ocorrência de determinada situação de risco. Uma situação de risco pode ter um ou mais impactos.

A análise dos riscos, abordada de forma qualitativa, teve como objetivo fornecer subsídios ao leitor quanto aos riscos que devem ser priorizados no planejamento de resposta ao risco, reconhecendo qual a probabilidade de ocorrência e o nível do impacto causado nos objetivos do parceiro investidor caso determinada situação de risco ocorra. Com essas informações, os riscos passam por um processo de priorização de acordo com suas implicações potenciais nos objetivos do projeto e do parceiro-investidor (PMBOK, 2013):

- **Probabilidade:** classificação das situações de riscos quanto à sua probabilidade de ocorrência;
- **Nível de Impacto:** classificação das situações de riscos quanto ao nível do impacto aos objetivos da incorporação residencial;
- **Priorização:** análise efetuada para cada situação de risco, estabelecendo sua probabilidade de ocorrência e o nível de impacto. Com o resultado, cada situação de risco é classificada como de 1 (menor prioridade) a 3 (maior prioridade).

O principal benefício da priorização é relativizar os riscos, habilitando o parceiro-investidor a adotar medidas para reduzir a incerteza, adotando medidas mais sofisticadas na resposta aos riscos com foco naqueles de maior prioridade. Para a priorização dos riscos foram estabelecidos, para cada situação de risco, níveis de probabilidade e de impacto de acordo com a Tabela 2, utilizando-se como base as referências bibliográficas, entrevistas, e estudo de caso exploratório.

**Tabela 2: Priorização dos Riscos Quanto à Probabilidade e Impacto**

		Nível de Impacto				
		Muito Baixo	Baixo	Médio	Alto	Muito Alto
Probabilidade	Muito Baixa	1	1	1	2	2
	Baixa	1	1	2	2	3
	Média	1	2	2	3	3
	Alta	1	2	2	3	3
	Muito Alta	2	2	3	3	3

Fonte: Adaptado de PMBOK (2013)

A fim de facilitar a compreensão do leitor, elaborou-se um sistema de código que faz a correlação entre os itens apresentados ao longo do trabalho e a matriz que será apresentada gradualmente ao longo dos próximos capítulos e que se encontra inteiramente no Capítulo 6. Todos os itens apresentados neste capítulo serão identificados por um código entre colchetes que inclui a consoante R, referência à palavra Risco. Além disso, as fases do ciclo de incorporação a que o risco está associado serão acompanhadas por numeração de um dígito, os fatores de risco serão acompanhados por numeração de dois dígitos e as situações de risco serão acompanhadas por numeração de três dígitos.

#### 4.1 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE FORMATAÇÃO [R.1]

Neste item são apresentados os fatores de risco relativos à fase de formatação do ciclo de *real estate* residencial e quais situações levam à sua ocorrência, conforme Quadro 1. Essa fase engloba todos os riscos relacionados à origem do projeto, que inclui aquisição do terreno e aprovação de projetos.

**Quadro 1: Riscos Relacionados à Fase de Formação**

Fase	Identificação			Análise		
	Fator de Risco	Situação de Risco	Impacto	Probabilidade	Nível do Impacto	Priorização
R.1 Formação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	Baixa qualidade do investimento	Média	Alto	3
	R.1.2 Desvio no prazo para a aprovação do empreendimento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	Postergação do lançamento	Média	Médio	3
		R.1.2.2 Paralisação dos órgãos responsáveis pela aprovação		Baixa	Médio	2
	R.1.3 Desvios nos custos de formação	R.1.3.1 Desvio das despesas de marketing	Aumento no aporte	Muito baixa	Muito baixo	1
		R.1.3.2 Desvio de despesas gerais de incorporação		Baixa	Baixo	1
		R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações		Muito baixa	Médio	1
		R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE		Média	Médio	2
		R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor		Baixa	Baixo	1
	R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno	Disputa judicial, perda da totalidade ou parte do terreno, impossibilidade de desenvolver o projeto	Baixa	Alto	2
		R.1.4.2 Apontamento relativo aos proprietários do terreno ou antecessores		Baixa	Alto	2
		R.1.4.3 Alteração das diretrizes dos órgãos governamentais		Baixa	Alto	2
		R.1.4.4 Questionamento a posteriori pelos órgãos públicos		Baixa	Alto	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Aquisição do Terreno por Valor Inadequado [R.1.1]**

A aquisição do terreno é o primeiro determinante para o sucesso da incorporação residencial. Segundo Camargo (2011):

*“O terreno é um ‘insumo’ primordial para a realização de um empreendimento imobiliário, sendo sua escolha a primeira e uma das mais importantes ações no processo de planejamento e realização de uma incorporação imobiliária, cuja*

*ação influencia, de forma determinante, o alcance dos resultados planejados.”*  
(Camargo, 2011)

A decisão de investimento, que se inicia pela aquisição do terreno, é apoiada em expectativa de resultado por meio de um voo virtual do momento da tomada de decisão para o final do ciclo do empreendimento. Esse voo virtual nada mais é do que a elaboração de uma Análise da Qualidade do Investimento (AQI), utilizando-se premissas para as condições futuras de preço de venda, disponibilidade de financiamento, custo de construção, entre outros aspectos, que resulta em um valor adequado para o terreno. No entanto, a concretização dessas premissas ocorre apenas após a tomada de decisão de investimento ao longo do ciclo de *real estate* residencial e, portanto, podem não corresponder às expectativas iniciais.

Dessa forma, a aquisição do terreno por valor inadequado pode ocorrer em situações em que há EXCESSO DE OTIMISMO QUANTO AOS RESULTADOS POTENCIAIS DO EMPREENDIMENTO [R.1.1.1], resultando em uma AQI de qualidade inferior ao esperado no momento da tomada de decisão quanto ao investimento no empreendimento.

É importante notar que conforme o ciclo do *real estate* residencial se concretiza, e as premissas tornam-se realidade, obtém-se maior grau de certeza quanto à assertividade no valor pago pelo terreno, de modo que esse risco diminui ao longo do tempo.

- **Desvio no Prazo para a Aprovação do Empreendimento [R.1.2]**

Os riscos relacionados às aprovações do projeto incluem, em grande parte, incerteza política e burocracia, uma vez que a autorização para a execução do projeto depende primordialmente de órgãos públicos.

Todos os projetos devem passar pela aprovação do projeto por órgãos municipais específicos para tal e alguns devem obter adicionalmente a aprovação específicas

de órgãos estaduais e federais, como o Grupo de Análise e Aprovação de Projetos Habitacionais do Estado de São Paulo (Graprohab) e o Instituto de Patrimônio Histórico e Artístico Nacional (Iphan).

A questão da aprovação ambiental foi apontada nas entrevistas como um risco pertinente. Isso porque alguns terrenos de porte maior e que apresentem certas características devem obter aprovações ambientais juntos a órgãos ambientais específicos e mais rigorosos, como o Graprohab, citado acima. Assim, deve-se ter em mente que quanto maior o empreendimento, maior a imprevisibilidade e complexidade da aprovação ambiental. Empreendimentos menores, que obedecem a certos critérios, são dispensados das aprovações dos órgãos ambientais estaduais e federais, tendo sua aprovação somente no âmbito municipal, por meio de um processo mais simples.

Sendo assim, deve-se considerar a possibilidade de SOLICITAÇÃO DE ALTERAÇÕES, ESTUDOS OU COMPENSAÇÕES [R.1.2.1] pelo órgão municipal responsável pela aprovação do projeto ou outros órgãos estaduais e federais pertinentes, que podem apresentar níveis de complexidade de execução relevantes, gerando atrasos na aprovação do empreendimento.

Adicionalmente, é possível identificar a situação de risco de PARALISAÇÃO DOS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS PELA APROVAÇÃO [R.1.2.2], que pode ocorrer por diversos motivos como alteração de procedimentos, falta de funcionários, mudança de governo e cassação de dirigentes. Como exemplo, cita-se Calafiori (2012) que descreve o caso da Prefeitura de Campinas cujo prefeito teve seu mandato cassado, causando uma paralisação nas aprovações de novos projetos por mais de dois anos e gerando queda de 45% nos lançamentos entre 2012 e 2013.

A consequência do fator de risco de desvio de prazo para a aprovação do empreendimento é a postergação do lançamento e, conseqüentemente, dos retornos da SPE.

- **Desvio nos Custos de Formatação [R.1.3]**

Na estrutura de parceria-total, o parceiro-investidor, assim como o incorporador, apresenta-se como sócio da SPE responsável pelo desenvolvimento da incorporação e, portanto, assume eventuais incrementos nos investimentos necessários para compor a equação de *funding* do empreendimento. Os desvios nos custos de formatação podem ocorrer em situações risco em que há DESVIO DAS DESPESAS DE MARKETING [R.1.3.1], DESVIO DE DESPESAS GERAIS DE INCORPORAÇÃO [R.1.3.2] e SOLICITAÇÃO DE ALTERAÇÕES, ESTUDOS OU COMPENSAÇÕES [R.1.3.3] pelos órgãos responsáveis pelas aprovações. Foram mapeadas também, preocupações dos entrevistados quanto à ocorrência de AÇÕES JUDICIAIS EM NOME DA SPE [R.1.3.4], incluindo processos trabalhistas não relacionados à obra<sup>10</sup> e ATRIBUIÇÃO AO PARCEIRO-INVESTIDOR DE PASSIVOS ANTERIORES DA SPE [R.1.3.5], em que existem contingências originadas anteriormente a sua entrada na sociedade, que podem eventualmente recair sobre o parceiro-investidor como sócio da SPE.

- **Paralisação do Ciclo do *Real Estate* Residencial [R.1. 4]**

O fator de risco de ocorrer paralisação do ciclo de *real estate* residencial engloba situações originadas na fase de formatação, por isso foi incluído neste fase, mas que podem ocorrer ao longo de todo o ciclo, prejudicando ou impossibilitando a continuidade do projeto. Isso significa que, se determinado risco ocorrer na fase de implantação, pode impedir as aprovações e, caso ocorra na fase de obra, tem como impacto o embargo da obra.

A descoberta de algum APONTAMENTO RELATIVO AO TERRENO [R.1.4.1], seja de origem técnica, jurídica ou ambiental, pode inabilitar o terreno para a continuidade da incorporação residencial por prazo indeterminado ou até que referido apontamento seja solucionado.

---

<sup>10</sup> Processos trabalhistas relacionados à obra serão tratados no item de riscos relativos à construção.

Um exemplo de apontamento técnico é o tombamento ou desapropriação de parte ou de todo o terreno. Essa intervenção pode ocorrer devido a uma série de razões, que podem incluir direcionamento da política urbana, ocupações de interesse social (Bueno 2011 apud BARROS, A. M. F. B. *et al.*, 2010) ou até mesmo a construção de uma nova via.

Os apontamentos jurídicos relacionados ao terreno podem se apresentar nas mais variadas formas. Um exemplo de questionamento jurídico mencionado nas entrevistas é a reivindicação da posse do terreno por terceiros.

É possível também o levantamento de questões ambientais a respeito do terreno por parte de órgãos pertinentes, como existência de córregos, projeção de sombras em parques ou praias, contaminação do solo, dentre outras questões ambientais que podem surgir em cada caso específico.

A próxima situação de risco apontada na matriz é a ocorrência de APONTAMENTO RELATIVO AOS PROPRIETÁRIOS DO TERRENO OU ANTECESSORES [R.1.4.2], em que pode ocorrer questionamento da venda por terceiros por conta de apontamentos relativos aos vendedores ou procedimentos contra proprietários e/ou antecessores.

Também é possível verificar a situação de risco em que ocorre uma ALTERAÇÃO DAS DIRETRIZES DOS ÓRGÃOS GOVERNAMENTAIS [R.1.4.3], muitas vezes desenquadrando o projeto na nova legislação e impossibilitando a execução do empreendimento conforme planejado. Situação recente foi vivenciada na cidade de São Paulo, em que a aprovação de novo Plano Diretor para a cidade gerou uma série de incertezas.

Ainda que o projeto tenha sido aprovado nos órgãos pertinentes e que a diligência tenha sido devidamente realizada, é possível encontrar situações no histórico de incorporações no Brasil, em que houve a cassação das aprovações pelas autoridades por QUESTIONAMENTO *a posteriori* PELOS ÓRGÃOS PÚBLICOS [R.1.4.4], isso se deve a levantamento de questões ambientais, urbanas, legais, ou interesses políticos

insuperáveis no curto prazo. Nesse caso, a consequência geralmente é um longo processo judicial e, no limite, a impossibilidade de dar continuidade ao empreendimento.

Como exemplo, pode-se citar o caso de um empreendimento lançado na cidade de São Paulo. Conforme relatado por Geraque (2014), a Justiça suspendeu a licença ambiental do empreendimento, embargando a obra. A sentença judicial está baseada em laudo feito a pedido do Ministério Público, após um grupo de moradores da região questionar o impacto do projeto na região.

Deve-se ter em mente que, ainda que seja feito um planejamento adequado para o empreendimento, as situações de risco que levam à paralisação do ciclo do real estate residencial são inerentes a qualquer investimento de *real estate*, de forma que em parte podem ser minimizadas, mas não totalmente eliminadas.

#### 4.2 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE VENDAS [R.2]

O risco de vendas é aquele cujos desvios geram impactos no volume de recursos de vendas recebidos pela SPE que são utilizados para compor a equação de *funding* do empreendimento. Nesse item, também são tratados os distratos que, além de diminuir a entrada de recursos de vendas, geram obrigação de devolução de recursos pagos.

**Quadro 2: Riscos Relacionados à Fase de Vendas**

Identificação				Análise		
Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Impacto	Probabilidade	Nível do Impacto	Priorização
R.2 Vendas	R.2.1 Desvio na velocidade de vendas das unidades	R.2.1.1 Erros no planejamento do produto	Vendas em condições desfavoráveis (preço, tabela de vendas), sobra de estoque, redução de entrada de recursos de vendas, aumento no aporte	Baixa	Alto	2
		R.2.1.2 Excesso de oferta		Baixa	Alto	2
		R.2.1.3 Queda na capacidade de pagamento dos compradores		Média	Alto	3
		R.2.1.4 Baixa confiança dos compradores		Média	Alto	3
		R.2.1.5 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição		Média	Alto	3
	R.2.2 Desvio no preço de vendas das unidades	R.2.2.1 Erros no planejamento do produto	Redução de entrada de recursos de vendas, aumento no aporte	Baixa	Muito Alto	3
		R.2.2.2 Excesso de oferta		Baixa	Muito Alto	3
		R.2.2.3 Queda na capacidade de pagamento dos compradores		Média	Muito Alto	3
		R.2.2.4 Baixa confiança dos compradores		Média	Muito Alto	3
		R.2.2.5 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição		Média	Muito Alto	3
	R.2.3 Distratos generalizados	R.2.3.1 Queda relevante e perceptível no preço de produtos concorrentes	Devolução de recursos para os compradores, aumento do aporte	Média	Alto	3
		R.2.3.2 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição		Média	Alto	3
		R.2.3.3 Incapacidade de pagamento		Média	Alto	3
		R.2.3.4 Queda na confiança do comprador		Média	Alto	3
	R.2.4 Inadimplência generalizada	R.2.4.1 Incapacidade de pagamento	Redução de entrada de recursos de vendas, renegociação, aumento de aporte	Baixa	Médio	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Desvio na Velocidade de Vendas das Unidades [R.2.1] e Desvio no Preço de Vendas das Unidades [R.2.2]**

Neste trabalho, os desvios na velocidade de vendas e no preço de venda das unidades indicam que o empreendimento apresenta vendas das unidades em condições desfavoráveis em relação àquelas estimadas no cenário referencial.

ERROS DE PLANEJAMENTO DO PRODUTO [R.2.1.1] e [R.2.2.1] podem resultar em um empreendimento incoerente com as expectativas dos seus compradores-alvo e causar desvios de velocidade e preço. Um empreendimento inadequado, por exemplo, apresenta um preço final da unidade incompatível com o poder de compra dos compradores potenciais.

*“Aspecto relevante para analisar (risco) está na incapacidade do empreendimento de atender à velocidade de vendas prevista, em razão do mal planejamento do produto, de forma que o público-alvo não será atendido e o empreendedor se vê na situação de trabalhar com as exceções deste público. (Rocha Lima Jr., 1993a)*

Em geral, essa deficiência no planejamento ocorre quando este é efetuado com o intuito de atender à necessidade de rentabilidade do empreendedor no lugar das necessidades do mercado-alvo. Nesses casos, o empreendimento acaba por ser estruturado na visão do empreendedor de como o mercado deveria se comportar (Rocha Lima Jr., 1993a).

Esse tópico considera também erros no planejamento relacionados à localização do empreendimento, que podem ser responsáveis por grande redução da velocidade de vendas, uma vez que restringem o público-alvo. Empreendimentos com baixa visibilidade, acesso complicado, tráfego de veículos em excesso, inexistência de áreas verdes, pouco acesso a transporte público, falta de segurança e outros inibidores de demanda, tais como presídios, favelas e cemitérios, podem afastar os consumidores e, por isso, devem ser muito bem analisados em cada caso.

Alencar e Pascale (2006) estudaram os efeitos que atributos como qualidade ambiental e vizinhança, acessibilidade, sistema viário e de transportes, comércio e serviços, infraestrutura urbana e aspectos socioeconômicos causam na intenção de compra de determinado público consumidor. Tal estudo demonstra que as características da localização podem afetar não apenas as preferências dos consumidores em relação à escolha residencial, mas também a decisão de empreendedores quanto à seleção de terrenos para futuros lançamentos.

Outra situação que gera desvios é o EXCESSO DE OFERTA [R.2.1.2] e [R.2.2.2]. Assumindo a existência de certo número de compradores de imóvel para uma determinada localização, inevitavelmente ocorre a diluição desses compradores pela quantidade de empreendimentos à venda, afetando sua velocidade de vendas. Os empreendimentos mal posicionados no mercado apresentam maiores desvios, enquanto aqueles que oferecerem um produto melhor, com preço e prazos de pagamento mais atrativos, concentram maior número de vendas. Ainda, a existência de oferta a preços menores, pode levar o mercado como um todo a realizar reajuste de preços, levando a desvios no preço assumido no cenário referencial.

É importante destacar que, em determinadas situações, a competição pode estar localizada no mesmo bairro ou em outras regiões que apresentem condições similares e são, portanto, concorrentes. Quanto menor a renda do público-alvo, maior sua sensibilidade ao preço e menor sua ligação com a localização.

Um ambiente econômico desfavorável reprime a demanda por habitação de tal maneira que mesmo propaganda adicional e descontos não conseguem reverter (Rocha Lima Jr., 2015c), representando, assim, um dos riscos que mais interferem no andamento das vendas de um empreendimento residencial, seja no momento do lançamento, da construção ou após habite-se.

Duas situações de risco acontecem com frequência em cenário econômico desfavorável e que influenciam de maneira relevante o mercado de *real estate*: QUEDA NA CAPACIDADE

DE PAGAMENTO DOS COMPRADORES [R.2.1.3] e [R.2.2.3] pelos baixos níveis de emprego e renda aliados a altos níveis de inflação e a BAIXA CONFIANÇA DOS COMPRADORES [R.2.1.4] e [R.2.2.4] em relação à estabilidade da economia para ingressar em um compromisso de longo prazo (Gregório, 2015). Nesses casos, os compradores postergam seus planos de consumir imóveis, afetando mesmo os empreendimentos que se apresentam como um produto adequado.

Aspecto importante que deve ser cuidadosamente avaliado por investidores de incorporação residencial é o fato de a compra de imóvel raramente ser feita com recursos à vista do comprador, de modo que caso não haja financiamento, ou este se apresente em condições desfavoráveis, não há compra de imóvel. Por isso, a INDISPONIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA AQUISIÇÃO [R.2.1.5] e [R.2.2.5] tem influência no empreendimento, em especial nas vendas que ocorrem logo após o habite-se, quando o comprador depende de crédito imediato. Essa situação será tratada em mais detalhes como o fator de risco [R.4.1], de mesma denominação, relativo à fase de pós-implantação, momento em que são discutidos os motivos que levam a tal indisponibilidade de crédito.

Todas as situações acima, primeiramente impactam as vendas, diminuindo sua velocidade e gerando estoques maiores do que aqueles previstos no cenário referencial. Estoque de unidades prontas representa perda de qualidade no empreendimento dado que, além de custos de condomínio e IPTU, a taxa de correção do valor do imóvel pronto é significativamente menor do que as taxas de retorno que o empreendimento pode oferecer.

Nessas situações, pode-se usar a estratégia de descontos para voltar a velocidade desejada, o que indica uma relação entre as variáveis preço e velocidade (Abibi Filho, 2015). Assim, percebe-se que quando há visível retração da demanda, seja por quaisquer das situações detalhadas acima, os incorporadores podem tomar decisões de redução no preço de venda, levando a desvios com relação aos preços adotados no cenário referencial.

A decisão de recuo nos preços depende em grande parte das pressões do empreendedor para sair das posições de estoque, e são particulares de cada profissional, como os custos corporativos, alavancagem e necessidade de manter a atuação no mercado. Nesse caso, não é o mercado que empurra os preços para baixo, mas competitividade e necessidade ou ansiedade de se ver livre dos estoques instigam os empreendedores a competirem por meio da redução nos preços (Rocha Lima Jr., 2014).

É importante ressaltar que a estratégia de desconto pode funcionar em algumas situações, porém, em momentos de retração econômica e baixa confiança com relação ao futuro, a redução nos preços de venda pode não gerar aumento significativo na velocidade de vendas, dado que a demanda encontra-se retraída, aguardando melhores expectativas com relação ao futuro.

A respeito do impacto nos indicadores da AQI, a redução na entrada de recursos de vendas, seja por conta de desvios de velocidade ou de desvios de preços, reduz o montante de recursos de vendas utilizado na composição do *funding* do empreendimento e, portanto, impactam no aumento do investimento. Tratando cada variável de forma isolada, desvios na velocidade de vendas geram impacto reduzido na Taxa Interna de Retorno (TIR) e impacto significativo no *payback*, em particular quando há sobras de estoque após a entrega. Por outro lado, os desvios de preço, ao consumirem margem do empreendimento, geram impactos relevantes na TIR, mas não necessariamente causam impacto no *payback*, dado que, salvo em situações de sobras de estoque excessivas, o retorno no principal ocorre no momento do repasse das unidades vendidas.

Ainda, no limite, se a quantidade de unidades vendidas e repassadas for significativamente baixa, pode não haver recursos de repasse suficientes para quitar o financiamento à construção, gerando necessidade de prorrogação do seu prazo para pagamento da dívida ou incremento no investimento para quitação.

- **Distratos Generalizados [R.2.3]**

A ocorrência de distratos, em especial quando há desistência da compra por parcela relevante da carteira de clientes e, mais importante, sem novas vendas, pode representar um grande problema para o andamento do empreendimento.

É possível identificar situação de risco quando a QUEDA RELEVANTE E PERCEPTÍVEL NO PREÇO DE PRODUTOS CONCORRENTES [R.2.3.1] pode levar à ocorrência generalizada de distratos. Na prática, o comprador da unidade, ao perceber que produtos concorrentes estão à venda por valor inferior àquele pago pela sua unidade, distratam a primeira para adquirir uma nova unidade a preços mais baixos. O risco de redução dos preços de mercado ao longo do ciclo de implantação é estrutural e de difícil contorno por parte do incorporador, ainda que este esteja seguro pelos contratos de venda, que são claramente passíveis de discussão (Rocha Lima Jr., 1990).

Outra situação de risco relevante é a INDISPONIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA AQUISIÇÃO [R.2.3.2] que possibilite o repasse do saldo devedor da unidade para uma instituição financeira. Como compra de imóvel raramente é feita com recursos à vista, quando não há financiamento adequado grande parte dos compradores distrata a compra. Essa situação é tratada também como o fator de risco [R.4.1], de mesma denominação, e serão discutidos os motivos que levam à indisponibilidade de crédito.

Situações de INCAPACIDADE DE PAGAMENTO [R.2.3.3] das parcelas pré-chaves e QUEDA NA CONFIANÇA DO CONSUMIDOR [R.2.3.4] quanto ao futuro do País e sua capacidade de pagamento também podem influenciar os consumidores a distratar a compra de unidades, evitando compromissos de longo prazo. Isso ocorre porque o prazo entre aquisição e repasse do recebível pode ser longo o suficiente para que ocorram alterações na capacidade de pagamento e na confiança do comprador quanto à sua situação financeira futura.

Deve-se notar, que o comprador também pode mostrar-se inapto a cumprir com os pagamentos da parcela pré-chaves ou do financiamento à aquisição quando houve vícios na originação da venda, significando que o incorporador efetuou a venda sem critérios ou sem a devida diligência.

A ocorrência generalizada de distratos aumenta estoques, caso não sejam convertidos em novas vendas, e provoca o aumento do investimento pela necessidade de devolução de recursos aos compradores e menor entrada de recursos de vendas para compor o *funding* do empreendimento.

- **Inadimplência Generalizada [R.2.4]**

É comum existirem inadimplências pontuais em uma carteira de recebíveis e cabe ao gestor imobiliário efetuar cobrança, renegociações e distratos. No entanto, da mesma maneira que os distratos, a inadimplência, quando ocorre de forma generalizada, pode interferir de modo relevante no empreendimento. A situação de risco em que há INCAPACIDADE DE PAGAMENTO [R.2.4.1], que ocorre em particular em ambientes econômicos desfavoráveis, pode levar a altos níveis de inadimplência da carteira de recebíveis, trazendo como consequência o aumento dos distratos e a necessidade de investimentos maiores por parte dos empreendedores. Essa incapacidade de pagamento pode ser decorrente tanto de vícios na venda quanto por alterações na situação financeira do comprador.

#### 4.3 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE CONSTRUÇÃO [R.3]

Segundo Crandall (1990), projetos que envolvem construção falham com frequência no alcance de suas metas de tempo, qualidade e orçamento. Do início ao fim, esses projetos são caracterizados pela sua complexidade e grandes incertezas.

No caso da incorporação residencial, o risco de construção tem início com a definição de um prazo de entrega da obra nos contratos de compra e venda das unidades. A partir desse ponto, a SPE assume obrigação de entregar um edifício com determinadas especificações em determinado prazo. Esse risco termina apenas quando o habite-se é obtido junto aos órgãos municipais e uma inspeção da construção é realizada pelo incorporador que contratou a construtora.

Vale ressaltar que esses riscos serão tratados de forma abrangente dado que em geral, não faz parte dos objetivos de parceiros-investidores investir em projetos em que incorre-se diretamente nos riscos relacionados à construção. No Capítulo 5 serão mostradas medidas adotadas para reduzir sua exposição a este tipo de risco.

Os principais fatores de risco decorrentes da construção são o desvio de custo e o desvio de prazo, dentre outros que serão detalhados a seguir. Ambos encontram-se bastante interligados na medida em que muitas situações de risco podem, ao mesmo tempo, atrasar a obra e aumentar o custo. Por isso foram tratados aqui em conjunto.

**Quadro 3: Riscos Relacionados à Fase de Construção**

Identificação				Análise		
Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Impacto	Probabilidade	Nível do Impacto	Priorização
R.3 Construção	R.3.1 Desvio no custo de obra	R.3.1.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	Aumento de aporte	Baixa	Médio	2
		R.3.1.2 Erros de planejamento		Baixa	Alto	2
		R.3.1.3 Erros de execução		Média	Alto	3
		R.3.1.4 Escassez de mão de obra		Média	Médio	2
		R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra		Baixa	Muito Alto	3
		R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor		Alta	Alto	3
		R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior		Muito baixa	Médio	1
		R.3.1.8 Embargo da obra		Muito baixa	Muito Alto	2
		R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra em relação à correção dos recebíveis		Alta	Alto	3
		R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra		Alta	Médio	2
R.3 Construção	R.3.2 Desvio no prazo de obra	R.3.2.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	Aumento do prazo para repassar os recebíveis, aumento do payback	Baixa	Médio	2
		R.3.2.2 Erros de planejamento		Baixa	Médio	2
		R.3.2.3 Erros de execução		Média	Alto	3
		R.3.2.4 Escassez de mão de obra		Média	Médio	2
		R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra		Baixa	Médio	2
		R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor		Média	Médio	2
		R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior		Muito baixa	Médio	1
		R.3.2.8 Embargo da obra		Muito baixa	Médio	1
	R.3.3 Baixa qualidade da obra	R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora	Aumento de custo para reparo, aumento do aporte, ações judiciais contra a SPE, prejuízo de imagem	Baixa	Médio	2
		R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora		Baixa	Médio	2
R.3.4 Indisponibilidade de crédito imobiliário para construção	R.3.4.1 Comprometimento da capacidade do incorporador de tomar financiamento	Aumento de aporte	Baixa	Alto	2	
	R.3.4.2 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário		Média	Alto	3	

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Desvio de Custo de Obra [R.3.1] e Desvio de Prazo de Obra [R.3.2]**

A primeira situação de risco a ser discutida é a ALTERAÇÃO NO ESCOPO APÓS A ELABORAÇÃO DOS PROJETOS EXECUTIVOS [R.3.1.1] e [R.3.2.1]. A tomada de decisão quanto ao investimento quando apenas os projetos preliminares foram elaborados é o fato fundamental que contribui para esse risco. Pode haver necessidade de realizar alterações no escopo na elaboração do projeto executivo, incluindo, por exemplo, eventuais solicitações feitas pelos órgãos governamentais que podem causar desvios de custo e prazo.

Além disso, ERROS DE PLANEJAMENTO [R.3.1.2] e [R.3.2.2] da construção podem causar tanto desvio de custo quanto de prazo. É importante que a construtora efetue um mapeamento preliminar de todas as questões que envolvem a obra, a fim de prever as situações de risco que possam ocorrer para então planejar como minimizá-las.

Por outro lado, mesmo quando o planejamento é realizado adequadamente, ainda assim podem ocorrer ERROS DE EXECUÇÃO [R.3.1.3] e [R.3.2.3] pela construtora com impactos em custo e prazo.

Outro fator que causa impacto relevante no custo e no prazo final da obra é a ESCASSEZ DE MÃO-DE-OBRA [R.3.1.4] e [R.3.2.4], que ocorre em especial nos cenários de mercado aquecido. Nesses casos, o custo da mão-de-obra pode subir consideravelmente, impactando o custo da obra e, eventualmente, causando desvios do prazo de construção, caso a falta de profissionais gere paralização da obra.

Quando terceiros são contratados para executar a obra, pode ocorrer a situação de risco em que se apresenta uma CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5] e [R.3.2.5], seja por incapacidade financeira, técnica ou desvio de recursos. O processo de substituição da construtora pode causar impacto no prazo final de entrega da obra, dada a complexidade do processo de substituição e pelos possíveis desvios no custos de construção cobrados pelo novo construtor.

A situação de risco em que há **DESALINHAMENTO DOS INTERESSES DO CONSTRUTOR** [R.3.1.6] e [R.3.2.6] pode ocorrer em contratações da obra por administração, formato no qual o pagamento do construtor é representado por um percentual do custo da obra. Nesse caso, do ponto de vista do construtor, quanto maior o custo da obra, maior seu pagamento pela sua administração, o que representa uma situação clássica de desalinhamento de interesses entre construtor e a SPE contratante. Também podem ser responsáveis por atrasos e aumento de custos relativos à obra, a ocorrência de situações de **CASO FORTUITO OU FORÇA MAIOR** [R.3.1.7] e [R.3.2.7], eventos cujos efeitos não são evitáveis e que interferem significativamente no cronograma físico-financeiro. A principal e mais comum situação de caso fortuito e/ou força maior é a ocorrência de chuvas acima do esperado. Além disso, apesar de incomuns, também são caracterizados como caso fortuito e/ou força maior atos de terrorismo, guerras, ações policiais, ações da natureza e outros fenômenos meteorológicos catastróficos, atípicos em relação ao período ou ao local, impossíveis de serem impedidos.

A situação de risco de **EMBARGO DA OBRA** [R.3.1.8] e [R.3.2.8] pode ocorrer por conta de eventos relacionados à própria obra, como desavenças com vizinhos ou problemas com legislação trabalhista. É importante retomar que as situações de risco apontadas na descrição do fator de risco **PARALISAÇÃO DO CICLO DO *real estate* RESIDENCIAL** [R.1.4], caso sejam evidenciadas após o início das obras, também podem ser responsáveis pelo seu embargo. A ocorrência do embargo da obra, independentemente do motivo, além de causar desvios de prazos, às vezes muito longos, também pode gerar a necessidade de aporte para cobrir os custos fixos da construtora devido à paralisação.

Adicionalmente, foram identificadas duas situações de risco que levam apenas ao desvio de custo. Uma delas é decorrente do fato de os custos da construção civil não apresentarem, necessariamente, uma evolução simétrica aos índices que atualizam os recebimentos referentes às unidades vendidas e os preços de venda das novas unidades vendidas. Dessa maneira, na AQI deve ser considerado que os

custos tendem a subir em patamar delta<sup>11</sup> da correção dos recebíveis (Rocha Lima Jr., 1990). Por condições de mercado, esse delta pode variar acima do estimado no cenário referencial, ocorrendo um DESCOLAMENTO DOS CUSTOS DE OBRA EM RELAÇÃO À CORREÇÃO DOS RECEBÍVEIS [R.3.1.9] e, com isso, desvio nos custos. Nota-se que, muitas vezes, quando essa situação ocorre, o incorporador não é capaz de repassar o descolamento dos custos para os compradores por meio de um incremento no preço de venda, uma vez que compradores possuem certo limite de capacidade de pagamento.

Outra situação de risco que gera apenas desvio de custos é decorrente de PROCESSOS TRABALHISTAS RELATIVOS À OBRA [R.3.1.10], na contratação direta ou indireta de funcionários pela construtora. No limite, esses processos podem recair sobre a SPE e gerar desvios nos custos inicialmente previstos para a obra.

Nos casos em que há aumento de custos, as consequências são o aumento do investimento, redução da margem de lucro e redução da taxa de retorno. Já nos casos de desvio de prazo da obra, além do aumento do *payback*, há desvio no prazo do repasse dos recebíveis e na distribuição de resultados da SPE, causando impacto negativo relevante na taxa de retorno do investimento. Além disso, é importante notar que desvios de custos podem gerar desvios de prazo e vice-versa.

- **Baixa Qualidade da Obra [R.3.3]**

A baixa qualidade da obra pode ocorrer em situações de INCAPACIDADE TÉCNICA DA CONSTRUTORA [R.3.3.1] ou INCAPACIDADE FINANCEIRA DA CONSTRUTORA [R.3.3.2]. Esta última ocorre particularmente quando a obra é contratada na modalidade PMG, em que a construtora é obrigada a arcar com desvios de custos na obra. Assim, caso ela não

---

11 Delta é uma variável adotada na AQI que traduz o descolamento entre o índice de inflação adotado para correção dos custos de construção e a correção dos recebíveis.

apresente capacidade financeira suficiente para suportar os desvios, pode optar por baixar a qualidade com a finalidade de reduzir seus custos.

Essas situações geram custos de reparos que podem ser relevantes, reclamações por parte dos clientes, além de prejudicar a imagem do incorporador e, possivelmente, do parceiro-investidor.

- **Indisponibilidade de Crédito Imobiliário para Construção [R.3.4]**

O efeito alavancador da rentabilidade sobre os recursos investidos nos empreendimentos imobiliários está diretamente relacionado à diferença entre a taxa natural de retorno do empreendimento e o custo do financiamento à produção (Sabi e Sampaio, 2010). Sendo assim, percebe-se que o desempenho do empreendimento é afetado pela indisponibilidade de crédito imobiliário para construção, levando o incorporador e o parceiro-investidor a sustentar a equação de *funding* do empreendimento apenas com recursos próprios e oriundos das vendas.

Pode-se dizer que existem duas situações de risco que trazem incertezas quanto ao financiamento à construção. A primeira delas é o COMPROMETIMENTO DA CAPACIDADE DO INCORPORADOR DE TOMAR FINANCIAMENTO [R.3.4.1], pois uma vez que os bancos requerem o aval corporativo dos sócios da SPE para o financiamento à construção, é necessário que a situação financeira do incorporador apresente-se suficientemente sólida para garantir o pagamento da dívida da SPE, ao menos proporcionalmente à sua participação no empreendimento.

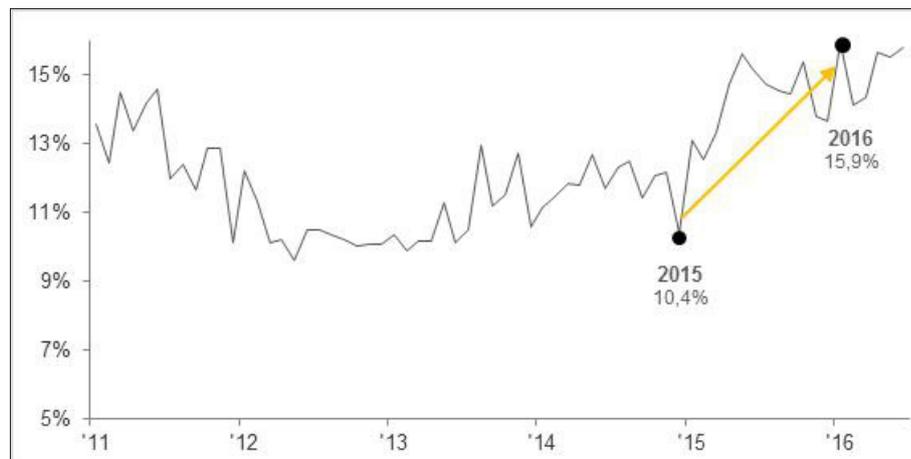
Outra situação de risco ocorre quando há CARÊNCIA SISTÊMICA DE *funding* DESTINADO A FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO [R.3.4.2]. Nesses casos, há uma redução generalizada de recursos para crédito imobiliário de longo prazo, tornando o crédito escasso e, portanto, mais inacessível.

Atualmente, é possível observar redução do saldo da poupança, principal fonte de recursos para financiamento imobiliário, que exemplifica essa questão. Desde o início de 2015, vêm ocorrendo retiradas dessas aplicações por dois fatores principais: (i)

alta taxas de juros, que por sua vez diminui a atratividade desse investimento, e (ii) o aumento do desemprego e necessidade dos recursos poupados para cobrir o déficit das famílias (Rocha Lima Jr., 2015d). Uma vez que esse sistema provê recursos para o financiamento à aquisição e construção de imóveis, percebe-se o efeito dessa situação na disponibilidade de crédito, ou seja, na diminuição da concessão do crédito no período.

A consequência, nesses casos, é a obtenção de financiamento à construção em condições desfavoráveis em relação às premissas assumidas no cenário referencial, que pode ser representada, dentre outros, por incremento nas taxas de juros, como vem ocorrendo desde meados de 2015 (Gráfico 12), redução do montante financiado, exigência de maior percentual de obras concluído ou de vendas realizadas.

**Gráfico 12: Juros das Novas Concessões de Financiamento à Construção**



Fonte: BCB (2016), incluindo a variação da Taxa Referencial

#### 4.4 RISCOS RELACIONADOS À FASE DE PÓS-IMPLANTAÇÃO [R.4]

As estruturas de *funding* para empreendimentos imobiliários residenciais em economias evoluídas, além de se apoiarem em altas doses de financiamento à construção, uma vez que encerram seu ciclo de produção com o encaixe integral do preço, necessitam

de um sistema de financiamento para a aquisição da habitação. Por isso, pode-se dizer que a dinâmica do investimento em *real estate* residencial no Brasil atualmente é baseada tanto na disponibilidade de financiamento para o construtor quanto para o comprador (Rocha Lima Jr., 2004).

A fase de pós-implantação é constituída pelo repasses dos recebíveis. É neste momento que as premissas a respeito da possibilidade de repassar os créditos e o tempo para repasse deixam de ser especulação e tornam-se realidade.

**Quadro 4: Riscos Relacionados à Fase de Pós-Implantação**

Identificação				Análise		
Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Impacto	Probabilidade	Nível do Impacto	Priorização
R.4 Pós-Implantação	R.4.1 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	R.4.1.1 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	Distratos, financiamento direto e aumento do payback, securitização	Alta	Muito Alto	3
		R.4.1.2 Queda na capacidade de pagamento do comprador		Alta	Muito Alto	3
		R.4.1.3 Queda dos preços de mercado traduzida em redução do valor de avaliação da garantia		Alta	Alto	3
	R.4.2 Desvio no prazo do repasse	R.4.2.1 Atrasos na averbação do habite-se no RGI	Aumento do prazo para repassar os recebíveis, aumento do payback	Baixa	Médio	2
		R.4.2.2 Ineficiências geradas pelo comprador, incorporador e demais agentes		Baixa	Médio	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Indisponibilidade de Crédito Imobiliário para Aquisição [R.4.1]**

A indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição pressupõe que não exista crédito ou que este exista apenas em condições desfavoráveis, com taxa de juros alta, rigor maior na análise de crédito ou qualquer outro fator que dificulte ou impossibilite o repasse o crédito por meio de financiamento bancário.

Da mesma forma que a CARÊNCIA SISTÊMICA DE *funding* DESTINADO A FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO [R.4.1.1] restringe o crédito imobiliário para a construção, também pode causar indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição. Isso significa que, se há menos *funding* disponível para o crédito imobiliário, como vem ocorrendo devido às retiradas da poupança, tanto o crédito à aquisição quanto o crédito à construção se tornam mais custosos e escassos.

O prazo entre a compra da unidade e o repasse, em geral, é de 2 a 3 anos, tempo longo o suficiente para que ocorram mudanças na situação financeira do comprador, seja pelo aumento de desemprego ou pela redução da renda. Por esse motivo, mesmo com uma análise de crédito satisfatória no momento da venda, é possível que ocorra QUEDA NA CAPACIDADE DE PAGAMENTO DO COMPRADOR [R.4.1.2], levando à reprovação do crédito pela instituição financeira, aprovação de recursos insuficientes ou em condições insatisfatórias para o financiamento do saldo remanescente após o habite-se.

Outra situação de risco que impacta na redução da disponibilidade de financiamento para aquisição é a QUEDA DOS PREÇOS DE MERCADO TRADUZIDA EM REDUÇÃO DO VALOR DE AVALIAÇÃO DA GARANTIA [R.4.1.3]. Isso significa que caso ocorra redução nos preços de imóveis residenciais, a instituição financeira reduz o valor de avaliação do imóvel, reduzindo, conseqüentemente, o montante de crédito para financiamento de determinado imóvel. No limite, podem ocorrer situações em que esse montante disponível para financiamento é menor do que o saldo da dívida do comprador que, se não possuir os recursos necessários para o pagamento da diferença, é obrigado a distratar a compra da unidade.

Nos casos acima, em que há indisponibilidade de financiamento para aquisição junto às instituições financeiras, uma das soluções seria o financiamento direto pelo incorporador. No entanto, Rocha Lima Jr. (1993b) explica que, ao assumir o papel de financiador de longo prazo da aquisição da unidade imobiliária, o projeto passa a ter um *payback* maior que reduz sua capacidade de reinvestir em novos projetos.

Caso o incorporador não deseje financiar o comprador por um longo período, ainda é possível securitizar o crédito — conforme processo de securitização de recebíveis imobiliários detalhado na Figura 1 do Capítulo 2. No entanto, deve-se ter em mente que a securitizadora pode ser tão restritiva quanto as instituições financeiras no processo de seleção dos créditos e estruturação da operação de CRI.

- **Desvio no Prazo do Repasse [R.4.2]**

De acordo com Varandas (2013), o desvio no prazo do repasse pode ocorrer devido a **ATRASOS NA AVERBAÇÃO DO HABITE-SE NO RGI [R.4.2.1]**. Para a obtenção do habite-se, todas as pendências que porventura tenham surgido ao longo da implantação precisam ser sanadas e, caso não sejam, acabam por inviabilizar a obtenção do habite-se, necessário para o repasse dos recebíveis.

Outra situação de risco que gera atraso no repasse são **INEFICIÊNCIAS GERADAS PELO COMPRADOR, INCORPORADOR E DEMAIS AGENTES [R.4.2.2]**, como RGI e instituições financeiras, que muitas vezes não estão preparados para o volume de trabalho exigido.

Varandas (2013) explica que o impacto do atraso do repasse é refletido no incremento das despesas financeiras relativas ao financiamento da construção, uma vez que a quitação desse financiamento depende dos recursos provenientes do repasse dos recebíveis, e enquanto isso não ocorre, há acruo de juros.

#### 4.5 RISCOS RELACIONADOS À PARCERIA [R.5]

Para a identificação dos riscos relacionados à parceria-total foi utilizada referência bibliográfica sobre o assunto aplicada ao ambiente de parcerias em incorporações residenciais.

Este trabalho focou na identificação dos riscos incorridos pelo parceiro-investidor por conta do envolvimento de um terceiro, no papel de gestor imobiliário ou no papel de parceiro, na realização do empreendimento.

**Quadro 5: Riscos Relacionados à Parceria**

Identificação				Análise		
Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Impacto	Probabilidade	Nível do Impacto	Priorização
R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	R.5.1.1 Incapacidade técnica e operacional do gestor imobiliário	Ineficiência e impasse na gestão do empreendimento, perda na qualidade do investimento	Baixa	Muito Alto	3
		R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.1.3 Inadimplemento contratual pelo gestor imobiliário		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.1.4 Vendas de unidades em condições desfavoráveis pelo gestor imobiliário		Baixa	Muito Alto	3
	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro		Baixa	Alto	2
		R.5.2.2 Inadimplemento contratual do parceiro		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.2.3 Desacordo entre os parceiros na tomada de decisão		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.2.4 Conflito entre os parceiros		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.2.5 Falência do parceiro		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.2.6 Desacordo quanto ao desinvestimento na sociedade		Baixa	Muito Alto	3
	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do incorporador voltado para outras receitas		Baixa	Muito Alto	3
		R.5.3.2 Lucro na venda do terreno pelo incorporador à SPE		Baixa	Muito Alto	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Ineficiências Causadas pelo Incorporador no Papel de Gestor Imobiliário [R.5.1]**

A participação do incorporador como gestor imobiliário gera uma série de conflitos no âmbito do investimento, que podem ser comparados aos conflitos de agência.

Segundo Okimura (2003, apud Jensen e Meckling, 1976), um relacionamento de agência é definido como um contrato em que uma parte (o principal) emprega outra parte (o agente) para realizar algum serviço em seu benefício, o que envolve a delegação de algum poder de decisão ao agente. Contudo, o agente pode tomar decisões que muitas vezes não são interesse do principal.

Aplicado ao formato de parceria, conforme descrito no Capítulo 3, a SPE (principal) contrata o incorporador (agente) para prestar o serviço de gestão imobiliária do empreendimento. Portanto, conforme a teoria da agência, é possível identificar conflitos em que o incorporador, na qualidade de gestor imobiliário, toma decisões que contradizem os interesses do parceiro-investidor.

Partindo desse princípio, foram identificadas algumas situações de risco que podem gerar ineficiências no investimento efetuado pelo parceiro-investidor na incorporação residencial. Primeiramente, pode haver INCAPACIDADE TÉCNICA E OPERACIONAL DO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.1], principalmente em situações em que a equipe designada para execução das atividades do gestor imobiliário, descritas no Capítulo 3, apresente-se ineficiente e inexperiente.

Como o incorporador é responsável pelo pagamento de todas as despesas da SPE, também é possível que ocorra DESVIO OU USO INDEVIDO DE RECURSOS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.2].

Apesar da assinatura do contrato de gestão imobiliária, em que há clara definição das responsabilidades do gestor em troca do pagamento da taxa de gestão imobiliária, é possível que ocorra INADIMPLEMENTO CONTRATUAL PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.3], ou seja, que este deixe de cumprir com o que foi previamente acordado entre as partes, prejudicando o andamento das atividades da incorporação.

Por fim, como na estrutura de parceria o incorporador tem poderes para assinar os compromissos de compra e venda, pode ocorrer situação de risco em que há VENDAS DE UNIDADES EM CONDIÇÕES DESFAVORÁVEIS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.4].

- **Ineficiências Causadas pelo Incorporador no Papel de Parceiro [R.5.2]**

Neste item serão tratados os riscos assumidos pelo parceiro-investidor quando este depende do incorporador no papel de parceiro para que o empreendimento alcance bons resultados. É importante notar que o termo “parceiro”, neste caso, foi utilizado de forma genérica, pois como há formatos diferentes de parceria, conforme será explicado no item 5.2 do capítulo seguinte, o incorporador pode representar o papel de parceiro de diferentes formas.

Ao efetuar parceria, parceiro-investidor e incorporador assumem o compromisso de desenvolver o empreendimento em conjunto. Esse formato implica em obrigações financeiras e contratuais para ambas as partes, além da necessidade de tomada de decisões em conjunto até o final do ciclo da incorporação residencial. Dessa maneira, é possível identificar situações de risco que podem gerar ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro.

Como ambas as partes possuem o compromisso de aportar recursos na SPE para compor o *funding* do empreendimento na proporção de suas participações na sociedade, pode-se verificar situação de risco de INADIMPLEMENTO FINANCEIRO DO PARCEIRO [R.5.2.1], em que este deixe de efetuar o aporte do montante referente à sua participação. Pode-se verificar, também, situações de INADIMPLEMENTO CONTRATUAL DO PARCEIRO [R.5.2.2], em que este descumpra com suas obrigações de sócio para com o parceiro-investidor, estabelecidas na implementação da parceria.

O investimento em uma SPE para o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário demanda uma série de tomada de decisões ao longo de todo o ciclo da incorporação residencial, por exemplo, data de lançamento, orçamento, tomada de

financiamento para a obra, entre outras. É possível, portanto, identificar situação de risco em que ocorre **DESACORDO ENTRE OS PARCEIROS NA TOMADA DE DECISÃO [R.5.2.3]**, gerando um impasse entre ambos e ineficiência no empreendimento.

Além do mais, pode ocorrer divergência entre os parceiros na interpretação de cláusulas contratuais ou até mesmo a inexistência de cláusulas que definam previamente quais os procedimentos corretos em uma determinada situação. Situações como essas pode gerar **CONFLITO ENTRE OS PARCEIROS [R.5.2.4]** e levar as partes a buscar uma solução na Justiça, o que pode ser custoso e estender-se por longos períodos.

A situação de **FALÊNCIA DO PARCEIRO [R.5.2.5]** que pode eventualmente considerar a SPE como parte da massa falida, causando a tomada do empreendimento por credores para o pagamento de dívidas referentes a outras atividades da empresa.

É possível identificar situação de risco em que ocorre **DESACORDO QUANTO AO DESINVESTIMENTO NA SOCIEDADE [R.5.2.6]**, em que uma das partes resolve vender sua participação a terceiros sem a concordância da outra parte. Essa situação é especialmente relevante para o parceiro-investidor, uma vez que, por conta da necessidade de alinhamento de interesses, é fundamental que o incorporador apresente não só o papel de gestor imobiliário, mas também de sócio, com obrigação de aportar parte dos recursos necessários ao empreendimento.

- **Desalinhamento dos Interesses do Incorporador [R.5.3]**

Os problemas provenientes de conflito de interesse são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação de indivíduos (Okimura, 2003 apud Jensen e Meckling, 1976). Esses conflitos, quando ocorrem no seio das sociedades, possuem caráter eminentemente econômico (Sandes, 2008).

Portanto, ao iniciar uma parceria com o incorporador, é importante que o parceiro-investidor compreenda quais são suas motivações. Esses motivos estão, com

frequência, entre aqueles apresentados no capítulo anterior. No entanto, em especial quando o parceiro-investidor atua com participações relevantes no investimento, pode ocorrer desalinhamento de interesses do incorporador, que inviabiliza o andamento da parceria no longo prazo.

Nas entrevistas, foi identificada uma preocupação dos parceiros-investidores em evitar parcerias quando percebe-se que há maior INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1] do que para o seu lucro potencial como parceiro do empreendimento.

A seguir encontra-se a relação de outras receitas incorridas pelo incorporador e/ou construtor que devem ser consideradas pelo parceiro-investidor para compreensão das suas motivações quanto à parceria:

- **Ágio:** pagamento pelo parceiro-investidor na aquisição de participação na SPE. Quanto mais avançado o empreendimento encontra-se no ciclo do *real estate* residencial, maior o ágio que o incorporador pode exigir na entrada do parceiro-investidor como sócio do empreendimento. Por exemplo, o incorporador pode exigir um ágio maior em um projeto com unidades vendidas do que um projeto apenas aprovado e não lançado que, por sua vez, tem um ágio maior do que um terreno sem projeto aprovado.;
- **Taxa de gestão imobiliária:** remuneração paga pela SPE ao incorporador na forma de um percentual do VGV pelas atividades de gestor imobiliário;
- **Taxa de administração da construção:** remuneração referente à administração da obra, na forma de um percentual do custo da obra, paga pela SPE ao incorporador quando este também desempenha papel de construtor;
- **Diferenças no custo de construção na contratação a preço máximo garantido:** ganho incorrido pelo incorporador quando este também desempenha o papel de construtor. Esse ganho ocorre quando o custo de construção desembolsado pelo construtor é menor do que o custo de construção contratado pela SPE.

Isso acontece quando a SPE contrata a construtora na modalidade PMG, conforme será explicado no Capítulo 5.

Outra situação típica de desalinhamento de interesses, citada nas entrevistas, ocorre quando há LUCRO NA VENDA DO TERRENO PELO INCORPORADOR À SPE [R.5.3.2], pois em particular quando o parceiro-investidor participa em percentuais relevantes do empreendimento, é possível que o incorporador encontre-se motivado a realizar a parceria com o objetivo de vender o terreno para a SPE com lucro.

A importância da identificação dos fatores de riscos e em quais situações estes podem acontecer elaborada neste capítulo orienta o planejamento de resposta ao risco, cujo principal objetivo é a adoção de medidas que minimizem a probabilidade de ocorrência e o impacto dos riscos.

## 5 PLANEJAMENTO DE RESPOSTA AO RISCO

De acordo com Ricardino (2007), os riscos não podem ser totalmente superados, mas certamente é possível estabelecer mecanismos para orientar a ação empresarial no sentido de posicioná-los em níveis suportáveis.

Para tal, pode-se optar por diferentes estratégias de resposta aos riscos. Para cada risco, deve-se selecionar a estratégia ou a mescla de estratégias com maior probabilidade de eficácia. Essas estratégias devem ser escolhidas conforme a probabilidade e o impacto do risco nos objetivos gerais do projeto.

As estratégias que tipicamente lidam com ameaças, ou riscos com impactos negativos, são prevenir, transferir, mitigar e aceitar e serão descritas em mais detalhes a seguir (PMBOK, 2013):

- **Prevenir:** a prevenção de riscos é uma estratégia de resposta em que decisões quanto ao projeto são tomadas com o objetivo de eliminar a ameaça ou proteger o projeto contra o seu impacto, podendo envolver a alteração do plano de gerenciamento do projeto ou seus objetivos a fim de eliminar totalmente a ameaça.
- **Transferir:** a transferência de riscos é uma estratégia de resposta ao risco em que decisões são tomadas com o objetivo de transferir o impacto de uma ameaça para terceiros, juntamente com a responsabilidade pela sua resposta. A transferência de riscos quase sempre envolve o pagamento de um prêmio à parte que assume o risco. No entanto, deve-se ter em mente que transferir o risco simplesmente passa a responsabilidade de gerenciamento para outra parte, mas não o elimina totalmente, não sendo possível negar sua existência.
- **Mitigar:** a mitigação de riscos é uma estratégia de resposta ao risco em que decisões são tomadas para reduzir a probabilidade de ocorrência ou o impacto do risco a limites aceitáveis. Adotar uma ação antecipada para reduzir a probabilidade

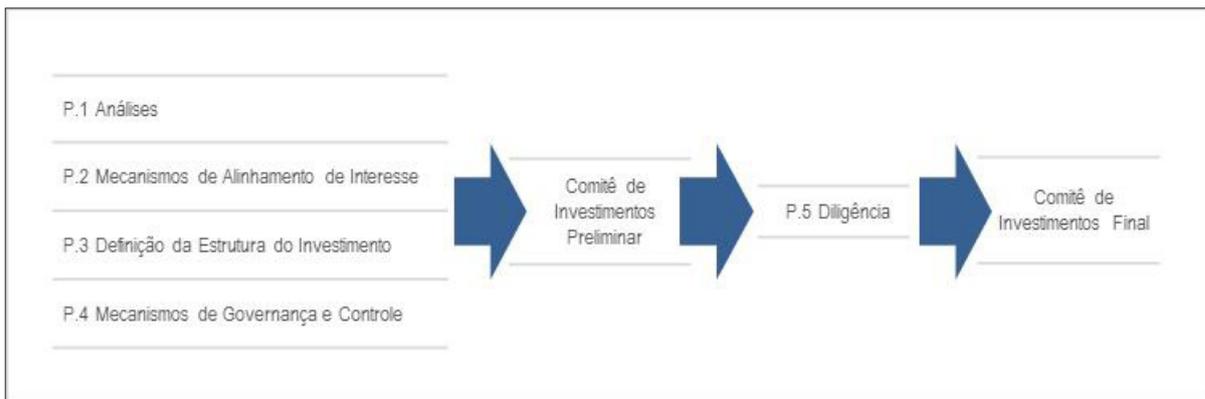
e/ou o impacto de um risco ocorrer no projeto em geral é mais eficaz do que tentar reparar o dano depois de o risco ter ocorrido.

- **Aceitar:** a aceitação de risco é uma estratégia de resposta em que é tomada decisão de reconhecer a existência dele e não agir, a menos que o risco ocorra. Essa estratégia é adotada quando não é possível ou viável, do ponto de vista econômico-financeiro, abordar um risco específico de qualquer outra forma.

Quando o parceiro-investidor considera o investimento em um novo projeto de incorporação residencial, o planejamento de resposta é elaborado antes mesmo da decisão quanto à aprovação ou não do investimento. De fato, a tomada de decisão depende da elaboração de um planejamento de resposta capaz de lidar ao menos com os riscos prioritários.

Neste capítulo será apresentado um planejamento de resposta adequado aos riscos identificados e analisados no capítulo anterior. Esse planejamento envolve um processo (Figura 1) que passa por cinco etapas distintas, quais sejam: ANÁLISES [P.1], que consistem no levantamento e avaliação do maior número de informações pertinentes; adoção de MECANISMOS DE ALINHAMENTO DE INTERESSES [P.2] para certificar o parceiro-investidor de que todos os envolvidos no projeto encontram-se alinhados e apresentem os mesmos objetivos; DEFINIÇÃO DA ESTRUTURA DE INVESTIMENTO [P.3], que considera variações na estrutura alternativas à parceria-total; e adoção de MECANISMOS DE GOVERNANÇA E CONTROLE [P.4], que têm como objetivo principal, regular antecipadamente a relação entre incorporador e parceiro-investidor ao longo do investimento. Uma vez concluídas essas etapas de forma satisfatória, em geral é necessária aprovação do Comitê de Investimentos Preliminar do parceiro-investidor, para que sejam contratados prestadores de serviços para a implementação da DILIGÊNCIA [P.5], cujo objetivo está em validar as premissas até então consideradas para tomada de decisão de investir.

**Figura 6: Processo de Planejamento de Resposta ao Riscos Adotado pelo Parceiro-Investidor**



Fonte: A Autora

O planejamento de resposta ao risco apresentado neste capítulo busca mapear as medidas que podem ser tomadas pelo parceiro-investidor ao longo do processo de investimento (denominadas Medidas), qual o tipo da estratégia associada àquela medida (denominada Estratégia) e quais riscos identificados e analisados no Capítulo 4 são objeto de tal medida (denominados Riscos).

- **Etapa:** classificação das medidas quanto à etapa do planejamento de resposta ao risco apresentado neste trabalho. Foram utilizadas as classificações Análises, Alinhamento, Estrutura, Governança e Diligência;
- **Medidas:** medida de resposta ao risco;
- **Estratégia:** prevenir, aceitar, mitigar ou transferir;
- **Risco:** qual situação de risco dentre aquelas identificadas no capítulo anterior que recebe a resposta, seu fator de risco, fase e priorização.

Adicionalmente, deve-se considerar que, como resultado direto da implementação de uma resposta ao risco, podem surgir riscos adicionais, os denominados riscos secundários. O risco secundário, também deve ser gerenciado de forma que, dentro do possível, seja elaborada uma nova estratégia de resposta (PMBOK, 2013). Os riscos secundários também serão identificados e tratados neste capítulo.

Para facilitar a compreensão do leitor, foi elaborado um sistema de código que faz uma referência entre os itens apresentados ao longo do trabalho e a matriz que apresentada

gradualmente no Capítulo 4 e neste capítulo e que se encontra no Capítulo 6. Todos os itens apresentados neste capítulo serão identificados por código entre colchetes que inclui a consoante P, referência à palavra Planejamento. Além disso, as etapas do planejamento de resposta serão acompanhados por numeração de um dígito e as medidas sugeridas serão acompanhadas por numeração de dois dígitos.

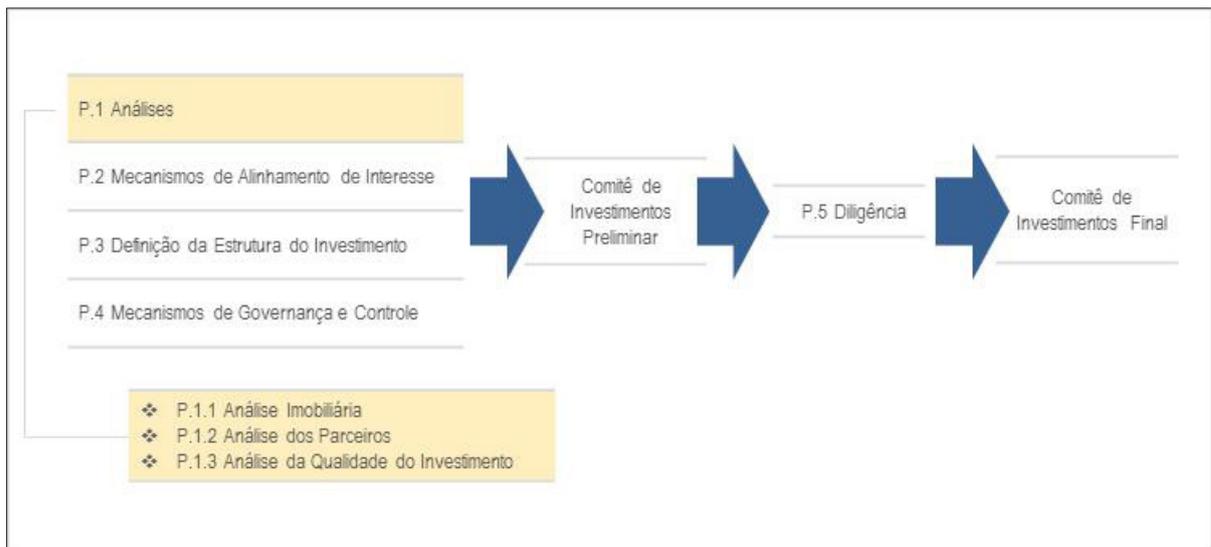
Vale lembrar que, conforme explicado na metodologia, ao longo deste capítulo será utilizado um estudo de caso exploratório com o intuito de ilustrar os conceitos aqui apresentados.

## 5.1 ANÁLISES [P.1]

Esta etapa consiste no levantamento e avaliação da maior quantidade de informações disponíveis a respeito do projeto. Ela aborda um conjunto de medidas de resposta ao risco que atuam no sentido de mitigar a ocorrência de certas situações de risco, dado que ou reduzem a sua probabilidade de ocorrência ou o impacto caso o risco de fato ocorra.

Conforme Figura 6, dentro da etapa de análise, devem ser efetuadas a ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1], em que é avaliada a atratividade do empreendimento do ponto de vista imobiliário, a ANÁLISE DOS PARCEIROS [P.1.2], em que é avaliada a capacidade do parceiro para atuar como gestor imobiliário, sócio, garantidor do financiamento e construtor e a ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO [P.1.3], em que é avaliada a capacidade do projeto de gerar indicadores econômico-financeiros enquadrados no perfil de investimento do parceiro-investidor.

**Figura 7: Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Análises**



Fonte: A Autora

- **Análise Imobiliária [P.1.1]**

Para tomada de decisão, o parceiro-investidor deve certificar-se de ter coletado todas as informações disponíveis a respeito do empreendimento, uma vez que o grande volume de investimento requerido enfatiza a necessidade de informações compatíveis com os riscos (Pascale, 2005).

A análise imobiliária envolve compreender os principais aspectos que compõem um produto imobiliário, incluindo conceito, localização, preço de venda, condições de venda, oferta local – e como esses aspectos se relacionam, formando o produto final. Além disso, também deve ser elaborada uma análise da oferta local e das características da demanda.

Essa análise deve ser suficiente para suportar a escolha da localização e a formatação do produto, bem como a sua coerência com os atributos valorizados pelo público-alvo. Essa etapa do processo de investimento deve maximizar a competitividade do empreendimento, favorecendo a manutenção do seu desempenho dentro dos patamares esperados pelo parceiro-investidor (Pascale, 2005).

Quanto à análise da concorrência, devem ser avaliadas tanto as ofertas que estão no mercado, quanto as que ainda serão lançadas e atingem público-alvo semelhante ao do empreendimento sob análise. Dessa maneira, é possível verificar se o produto do empreendimento encontra-se de acordo com o padrão de qualidade oferecido pelo mercado no mesmo patamar de preço (Rocha Lima Jr., 1993a).

Além disso, é essencial que na análise imobiliária seja verificada a adequação do preço de venda adotado para as unidades, à capacidade de pagamento do público-alvo, incluindo uma análise da poupança necessária para o pagamento da parcela de entrada e da renda mensal, para o pagamento das parcelas do financiamento à aquisição.

Conforme Quadro 6, a análise imobiliária tem como objetivo principal mitigar os fatores de riscos relacionados às vendas. Ao abordar os aspectos conhecidos a respeito do empreendimento, a análise imobiliária mune os investidores das informações disponíveis para a tomada de decisão quanto ao produto correto e quais premissas de vendas podem ser assumidas. Assim, o parceiro-investidor mitiga o fator de risco de ocorrência de DESVIO NA VELOCIDADE DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.1] e DESVIO NO PREÇO DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.2] devido a situações de risco de ERROS NO PLANEJAMENTO DO PRODUTO [R.2.1.1] e [R.2.2.1] e EXCESSO DE OFERTA [R.2.1.2] e [R.2.2.2].

A análise imobiliária, na medida em que auxilia na escolha das premissas utilizadas na elaboração da AQI, que por sua vez embasa o valor adequado para o terreno, mitiga a ocorrência da situação de risco de EXCESSO DE OTIMISMO QUANTO AOS RESULTADOS POTENCIAIS DO EMPREENDIMENTO [R.1.1.1] que levam ao fator de risco de AQUISIÇÃO DE TERRENO POR VALOR INADEQUADO [R.1.1].

**Quadro 6: Resposta aos Riscos – Análise Imobiliária**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	3
			R.2 Vendas	R.2.1 Desvio na velocidade de vendas das unidades	R.2.1.1 Erros no planejamento do produto	2
					R.2.1.2 Excesso de oferta	2
				R.2.2 Desvio no preço de vendas das unidades	R.2.2.1 Erros no planejamento do produto	3
					R.2.2.2 Excesso de oferta	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para análise imobiliária do empreendimento do caso exploratório, foi elaborado o Quadro 7, que destaca os pontos de atenção a serem avaliados e o resultado da análise para o empreendimento em questão.

**Quadro 7: Estudo de Caso – Análise Imobiliária**

Pontos de Atenção	Análise
<b>Produto</b>	
Localização macro – coerência entre cidade, bairro e projeto	O bairro em que o projeto está localizado é um dos vetores de crescimento da população de média/baixa renda da cidade. A região é quase totalmente residencial, cortada por uma avenida de alto fluxo, localizada a cerca de 700 metros do local, onde é possível encontrar estabelecimentos comerciais e acesso a transporte público. O tamanho do terreno e a baixa densidade do projeto oferecem um produto ao mesmo tempo próximo ao centro e com bastante área verde.
Localização micro – pontos de interesse e avenidas próximas ao local, acesso a transporte público	O padrão de construção apresenta-se acima dos imóveis encontrados na região, que é de casas ou prédios antigos. O padrão de construção apresentado pelo incorporador foi considerado adequado ao perfil do público-alvo, que busca preço.
Padrão de construção	O projeto conta com áreas comuns típicas de empreendimentos de baixa-média renda, inclusive possibilitando um custo de condomínio adequado à renda do público-alvo.
Áreas Comuns	
Preço e condições de pagamento	O preço das unidades está em R\$ 263 mil para a unidade de 2 dormitórios e R\$ 316 mil para a de 3 dormitórios, com preço médio por m <sup>2</sup> de R\$ 4,9 mil, 32% abaixo do preço médio da cidade, o que condiz com o perfil de média-baixa renda do público-alvo. É esperado receber 25% do valor da unidade até a entrega, a ser pago em no máximo 30 parcelas, com financiamento dos 75% remanescentes pós-chaves junto a instituições financeiras.

Pontos de Atenção	Análise
<b>Análise da Oferta</b>	
Diferenciais com relação à concorrência	<p>Foi analisada também a oferta de produtos com padrão similar na cidade, incluindo outras regiões, e constatou-se que a maioria se encontra totalmente vendida. De acordo com a prefeitura, apesar de haver um grande volume de empreendimentos sob análise, não havia nenhum com localização e produto similares ao empreendimento-alvo.</p> <p>Nos últimos doze meses foram lançados dois projetos na região com padrão similar. O primeiro teve 50% das suas unidades vendidas em três meses e encontra-se 70% vendido em onze meses e o segundo encontra-se 40% vendido a 3 meses do lançamento.</p> <p>O diferencial do projeto com relação à concorrência está no baixo número de unidades por m<sup>2</sup> de terreno, possibilitando um condomínio com pouco adensamento e bastante natureza.</p> <p>Como o empreendimento é de grande porte, com alto número de unidades lançadas, foi feita uma análise de participação de mercado e, considerando o prazo de doze meses entre cada lançamento e as premissas de velocidade anteriormente citadas, tem-se que o empreendimento ofertaria em média 101 unidades por ano, o que representa 4% das vendas totais da cidade do ano anterior, considerado satisfatório dado o porte do empreendimento.</p>
Estoque de unidades similares na vizinhança	
Lançamentos e projetos na vizinhança	
Velocidade média de vendas de projetos similares	
Mapeamento dos projetos a serem lançados junto com o empreendimento	
Comparação do preço de venda com a concorrência local e com a renda do público-alvo	
<b>Análise da Demanda</b>	
Coerência do preço e condições de pagamento com a renda do público-alvo	<p>Considerando que a parcela do financiamento pós-chaves deve representar até 30% da renda bruta, trata-se, portanto, de famílias com renda bruta mensal de no mínimo R\$ 6,0 por mês para a unidade e 2 dormitórios e R\$ 7,2 mil por mês para a unidade de 3 dormitórios.</p>
Coerência entre tamanho do projeto e demanda	

Fonte: A Autora

#### • **Análise dos Parceiros [P.1.2]**

A análise do incorporador tem como objetivo principal mitigar os fatores de risco associados ao desempenho, pelo incorporador, do papel de gestor imobiliário, de sócio do empreendimento, de garantidor do financiamento à construção e de construtor, caso ele também seja responsável pela construção.

Para verificar a capacidade do incorporador de assumir o papel de gestor imobiliário, deve-se avaliar o histórico dos projetos realizados pelo incorporador, com informações de prazo de aprovação de projetos, velocidade de vendas, prazo de entrega de obras, prazo de repasse de créditos e conceito. O conceito é especialmente importante para que seja verificada a experiência do incorporador com produtos similares ao do empreendimento. Por exemplo, se o produto estiver voltado para baixa renda, é

importante que o incorporador compreenda a dinâmica desse segmento quanto à forma de pagamento, preferências de produto, entre outros aspectos.

Além disso, também deve ser analisada a qualificação da equipe do incorporador designada para a gestão operacional do empreendimento, dado que esta será responsável pela rotina das atividades de gestor imobiliário e interação frequente com o parceiro-investidor.

Por fim, experiências anteriores com parcerias devem ser consideradas como diferencial, uma vez que, se bem sucedidas, contribuem com conforto adicional para o parceiro-investidor quanto à capacidade do incorporador de reportar corretamente o dia a dia do empreendimento a ele.

Com essas medidas, conforme Quadro 8, é possível mitigar a ocorrência de situações de risco de INCAPACIDADE TÉCNICA E OPERACIONAL DO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.1], que possam gerar INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1].

Para verificar a capacidade do incorporador de estabelecer a parceria, deve ser realizada uma avaliação da sua situação financeira, incluindo análise de balanço e uma comparação da sua capacidade financeira com o tamanho do investimento no empreendimento. Essa medida tem como intuito diminuir a ocorrência de situações de risco de INADIMPLEMENTO FINANCEIRO DO PARCEIRO [R.5.2.1] que possam gerar INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE PARCEIRO [R.5.2].

Para verificar a capacidade do incorporador de garantir o financiamento à construção perante instituições financeiras é importante uma avaliação conjunta das dívidas do parceiro e de dívidas a serem assumidas relativas ao financiamento dos projetos em andamento. Isso se faz necessário para o parceiro-investidor certificar-se de que o incorporador apresenta uma situação financeira suficientemente sólida para que as instituições financeiras aceitem sua fiança corporativa como garantia ao

financiamento à obra. Essa análise contribui para reduzir possibilidade de ocorrência da situação de risco em que há um COMPROMETIMENTO DA CAPACIDADE DO INCORPORADOR DE TOMAR FINANCIAMENTO [R.3.4.1] causando INDISPONIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA CONSTRUÇÃO [R.3.4].

Para verificar a capacidade do incorporador de assumir o papel de construtor foi citada nas entrevistas a importância de uma análise a respeito da capacidade do construtor de suportar eventuais desvios de custos quando há transferência desse risco para a construtora por meio da contratação da obra na modalidade PMG. Assim, essa medida tem como intuito mitigar situações de INCAPACIDADE FINANCEIRA DA CONSTRUTORA [R.3.3.2] que podem levá-la a entregar uma BAIXA QUALIDADE DA OBRA [R.3.3] devido à falta de recursos.

Para mitigar situações de risco de INCAPACIDADE TÉCNICA DA CONSTRUTORA [R.3.3.1], levando à BAIXA QUALIDADE DE OBRA [R.3.3], o parceiro-investidor deve incluir na análise dos parceiros, uma investigação da qualidade das obras anteriores entregues pela construtora e sua reputação entre concorrentes e clientes.

**Quadro 8: Resposta aos Riscos – Análise dos Parceiros**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Mitigar	R.3 Construção	R.3.3 Baixa qualidade da obra	R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora	2
					R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora	2
				R.3.4 Indisponibilidade de crédito imobiliário para construção	R.3.4.1 Comprometimento da capacidade do incorporador de tomar financiamento	2
			R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	R.5.1.1 Incapacidade técnica e operacional do gestor imobiliário	3
				R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para análise dos parceiros do empreendimento do caso exploratório, foi elaborado o Quadro 9 a seguir, que destaca os pontos de atenção a serem avaliados e o resultado da análise do parceiro do empreendimento em questão.

**Quadro 9: Estudo de Caso – Análise dos Parceiros**

Pontos de Atenção	Análise
<b>Experiência</b>	
Tempo de experiência Quantidade de unidades ou de projetos entregues	O incorporador iniciou suas atividades em 1982 fornecendo serviços de construção para diversas instituições. Desde 1996 o incorporador iniciou as atividades de incorporação, com o desenvolvimento de projetos desde a fase de formatação, tendo entregado mais de sessenta projetos.
<b>Foco das Atividades</b>	
Foco de localização, renda, tamanho e padrão dos empreendimentos realizados	O incorporador, em particular nos últimos cinco anos, focou suas atividades em empreendimentos de média-baixa renda, já tendo implantado empreendimento semelhante em termos de tamanho, projeto e renda em outra localização.
<b>Qualidade e Prazo da Construção</b>	
Qualidade das obras realizadas Prazo de construção das obras realizadas	O incorporador, que também assumiu papel de construtor, tem histórico de entrega de obra em prazos de cerca de 16 meses para a construção de projetos similares. Seu padrão de acabamento está de acordo com o que é exigido pelo público-alvo.
<b>Estrutura</b>	

Pontos de Atenção	Análise
Histórico de parcerias  Capacidade de emitir relatórios e reportar-se ao parceiro-investidor  Capacidade da equipe	O incorporador efetua constantemente parcerias com outros investidores, tendo realizado parceria com o parceiro-investidor anteriormente com bom desempenho.

Fonte: A Autora, com base em Nonino, 2016

- **Análise da Qualidade do Investimento [P.1.3]**

De acordo com Rocha Lima Jr. (1995), a análise da qualidade de empreendimentos em que se constrói um procedimento de avaliação que sustenta a decisão de fazer é necessária para qualquer tipo de investimento. Assim, entende-se que, para que o parceiro-investidor tome a decisão de investir no empreendimento, deve ser elaborada uma AQI, assumindo premissas para as incertezas com o objetivo de estimar o provável fluxo de investimento do empreendimento e dos investidores.

Quando se analisa a qualidade de um investimento, tem-se como objetivo estabelecer indicadores que possam transmitir o reconhecimento de que a alternativa que se apresenta faz sentido dentro dos seus interesses. Na maioria das vezes, o investimento avaliado é hierarquizado junto com outras alternativas disponíveis para direcionamento da mesma quantidade de recursos que seriam investidos no empreendimento.

Através da AQI, o parceiro-investidor avalia os principais indicadores usados na tomada de decisão: (i) o investimento, (ii) a taxa interna de retorno, (iii) o lucro e margem líquidos, (iv) o múltiplo e o (v) *payback*.

O cálculo da taxa de retorno e de todos os indicadores citados acima deve ser feito em diferentes configurações da equação de *funding* do empreendimento. A razão disso é separar o que é a taxa de retorno do empreendimento do que é a taxa de retorno do empreendedor no empreendimento, que são medidas muito diferentes (Rocha Lima Jr., 2010). Se os indicadores financeiros estiverem satisfeitos em

todas as perspectivas, então o investimento no empreendimento será considerado apropriado.

A AQI sob a ótica do projeto considera que a taxa de retorno do empreendimento é calculada para que se possa compreender que resultado o empreendimento é capaz de produzir pelas suas características próprias, ou seja, considerando apenas as receitas de vendas e despesas a serem incorridas pela SPE para o seu desenvolvimento. Assim, esse é o indicador que mostra a eficácia do empreendimento.

Na medida em que considera premissas validadas pela ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1], a AQI sob a ótica do empreendimento avalia a adequação do preço do terreno ao retorno potencial, contribuindo para mitigar situação de risco de EXCESSO DE OTIMISMO QUANTO AOS RESULTADOS POTENCIAIS DO EMPREENDIMENTO [R.1.1.1], que pode levar à AQUISIÇÃO DO TERRENO POR VALOR INADEQUADO [R.1.1].

De acordo com Rocha Lima Jr. (2010), a AQI sob a ótica do empreendedor reflete a sua eficiência em estruturar uma equação de fundos para investir no empreendimento, incluindo, além de seus próprios recursos, os de terceiros.

AAQI sob a ótica do empreendedor associa ao fluxo do empreendimento a estrutura de *funding* adotada, ou seja, a entrada de recursos oriundos do financiamento à construção e o pagamento do principal e juros. Assim, obtém-se o fluxo de investimento e retorno do empreendedor e os indicadores financeiros potenciais do empreendedor no empreendimento.

É importante notar que, dependendo do formato de investimento adotado, os indicadores podem ser diferentes para o parceiro-investidor e para o incorporador. No cálculo dos indicadores do incorporador, devem ser consideradas como entradas os recursos obtidos pelo incorporador com a entrada do parceiro-investidor no empreendimento, como taxa de gestão imobiliária, ágio, taxa de administração da obra e ganhos na contratação na modalidade PMG. Assim, é possível visualizar

a taxa de retorno efetiva do incorporador e qual o seu investimento no projeto já descontadas essas entradas de caixa.

Conforme Quadro 10, a AQI sob a ótica do empreendedor, ao ser elaborada separadamente para o parceiro-investidor e para o incorporador, é de considerável importância para a tomada de decisões quanto à adoção de mecanismos de alinhamento de interesses e compreensão da perspectiva do incorporador e avaliar suas motivações, contribuindo para redução da ocorrência de situações de risco em que há INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1] e Lucro na VENDA DO TERRENO PELO INCORPORADOR À SPE [R.5.3.2], que levam à ocorrência do fator de risco de DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

**Quadro 10: Resposta aos Riscos – Análise da Qualidade do Investimento**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.1 Análises	P.1.3 Análise da Qualidade do Investimento	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	3
			R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3
					R.5.3.2 Venda do terreno pelo incorporador à SPE	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Conforme explicado acima, a AQI para o empreendimento do estudo de caso exploratório foi efetuada sob a ótica do empreendimento, do incorporador e do parceiro-investidor.

Grande parte das premissas assumidas na AQI são resultantes da análise imobiliária. As premissas utilizadas pelo incorporador que se mostraram coerentes com essa análise foram mantidas e aquelas que não apresentaram embasamento foram alteradas de acordo com o julgamento do parceiro-investidor. O Quadro 11 destaca

os pontos de atenção a serem avaliados e a análise das premissas consideradas na AQI para o empreendimento em questão.

**Quadro 11: Estudo de Caso – Análise da Qualidade do Investimento**

Pontos de Atenção	Premissas dos Incorporadores	Premissas do Parceiro-Investidor	Análise
<p>Esse prazo deve ser suficiente para obtenção de todas as aprovações e preparação para o lançamento</p> <p>Este prazo deve considerar o tempo de aprovação e condições do mercado</p> <p>Analisar o impacto de aumento neste prazo nos indicadores resultantes da AQI</p>	6 meses	12 meses	<p>O prazo de 6 meses para aprovação dos projetos e preparação para o lançamento não foi considerado suficiente pela ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1].</p> <p>A situação econômica desfavorável, com grande impacto na demanda para o mercado residencial, indicou necessidade de prorrogar o lançamento.</p> <p>Esta informação deve ser validada pelo LAUDO DE APROVAÇÃO [P.5.2] e PESQUISA DE MERCADO [P.5.1].</p>
<p>Prazo entre o lançamento e o início da construção</p> <p>O prazo de lançamento deve estar coerente com a velocidade de vendas assumida no período de lançamento</p> <p>O prazo de lançamento somado ao prazo de construção deve estar coerente com a premissa adotada para a parcela pré habite-se</p>	6 meses	12 meses	<p>O prazo de lançamento foi aumentado de 6 para 12 meses para que o prazo total de obra ficasse em 30 meses e garantisse certo tempo para venda de um número maior de unidades e pagamento da parcela de entrada pelos compradores.</p> <p>Não há etapa de diligência que valide essa premissa.</p>
<p>Prazo entre o início e término da obra</p> <p>O prazo de lançamento somado ao prazo de construção deve estar coerente com a premissa adotada para a parcela de entrada</p> <p>Analisar o impacto de aumento neste prazo nos indicadores resultantes da AQI.</p>	14 meses	18 meses	<p>Apesar do histórico de cumprimento de prazos do incorporador, que também é construtor, e dado que a Aqi mostrou-se altamente sensível a essa premissa, o parceiro-investidor adotou 18 meses de prazo de obra a fim de que a AQI possa suportar eventuais distorções.</p> <p>O prazo de construção adotado deve ser validado pelo LAUDO DE CONSTRUÇÃO [P.5.4], dado que há grande variação de um projeto para o outro.</p>
<p>Esse prazo deve ser suficiente para a obtenção do habite-se e repasse dos recebíveis</p> <p>Analisar o impcto desse prazo no pagamento de despesas financeiras, dado que o pagamento do financiamento depende do repasse</p>	Repasse parcial efetuado na média em 3 meses	Repasse total após 8 meses	<p>O parceiro-investidor adotou o repasse total após 8 meses do término da obra, similar aos que tem visto em outros empreendimentos. Essa alteração aumentou a despesa financeira, mas trouxe maior capacidade de suporte de desvios para a AQI.</p> <p>Não há etapa de diligência que valide essa premissa.</p>

Pontos de Atenção	Premissas dos Incorporadores	Premissas do Parceiro-Investidor	Análise
<p>O percentual de vendas do lançamento deve ser o mínimo para que não haja desistência da incorporação</p> <p>Analisar o impacto de sobras de estoque após a obtenção do habite-se custos de condomínio e IPTU</p> <p>O percentual de vendas no lançamento deve estar coerente com o prazo assumido de lançamento</p> <p>Analisar o impacto da velocidade de vendas e meses entre as fases nos indicadores resultantes da AQI</p>	<p>Lançamento: 40%</p> <p>Construção: 50%</p> <p>Depois da Entrega: 10% em 1 mês</p> <p>Meses entre fases: 6</p>	<p>Lançamento: 40%</p> <p>Construção: 40%</p> <p>Depois da Entrega: 20% em 6 meses</p> <p>Meses entre fases: 12</p>	<p>Como o parceiro-investidor aumentou o prazo de lançamento de 6 para 12 meses, a premissa de 40% de vendas durante este período foi mantida. No entanto, optou-se por aumentar as unidades vendidas após entrega da obra, dado que muitos compradores preferem adquirir unidades quando o edifício encontra- entregue. Além disso, foi feita uma análise de participação de mercado e, com o prazo de 12 meses entre cada lançamento e as premissas de velocidade de vendas adotadas, tem-se que o empreendimento ofertaria em média 101 unidades por ano, o que representa 4% das vendas do ano anterior, considerado satisfatório dado o porte do empreendimento.</p> <p>A velocidade de vendas e a quantidade de meses entre o lançamento de cada fase deve ser validada por meio DE PESQUISA DE MERCADO [P.5.1] que efetue uma comparação entre o tamanho do mercado e o tamanho do empreendimento. Além disso, a PESQUISA DE MERCADO [P.5.1] deve efetuar um mapeamento da oferta da região para avaliar a velocidade de venda de empreendimentos concorrentes e determinar se as premissas assumidas estão coerentes.</p>
<p>Observar coerência entre preço e tabela de vendas</p> <p>Observar coerência entre preço de venda e capacidade de pagamento</p> <p>Analisar o impacto do preço de vendas nos indicadores resultantes da AQI</p>	<p>R\$ 4,9 mil da Base por m2</p>	<p>R\$ 4,9 mil da Base por m2</p>	<p>A ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1] indicou que o preço adotado pelo incorporador está em linha com projetos similares que encontram-se em fase de lançamento ou construção. Além disso, a ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1] também indicou que o preço da unidade está de acordo com a capacidade de pagamento do público-alvo.</p> <p>A PESQUISA DE MERCADO [P.5.1], em uma primeira análise deve validar os preços por meio da avaliação da concorrência. Em seguida, deve quantificar a demanda com o perfil de renda do público-alvo.</p>
<p>Observar coerência entre preço e tabela de vendas</p> <p>Observar coerência entre tabela de vendas e capacidade de pagamento</p> <p>Analisar o impacto da tabela de vendas nos indicadores resultantes da AQI</p>	<p>Parcela de entrada: 20%</p> <p>Repasse: 80%</p>	<p>Parcela de entrada: 25%</p> <p>Repasse: 75%</p>	<p>A ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1] indicou necessidade de pagamento de no mínimo 25% do valor da unidade antes do habite-se para que seja possível o financiamento restante e que a simulação da parcela do financiamento à aquisição represente menos do que 30% da renda do comprador.</p> <p>A PESQUISA DE MERCADO [P.5.1] deve mapear a existência de demanda com o perfil de renda necessário para a aquisição do imóvel dentro dos parâmetros de tabela de vendas estabelecidos como premissa.</p>

Pontos de Atenção	Premissas dos Incorporadores	Premissas do Parceiro-Investidor	Análise
<p>Análise do custo do terreno como percentual do VGV</p> <p>Análise do preço por m2 de terreno</p> <p>Análise do impacto da forma de pagamento do terreno na AQI</p> <p>Análise da forma de pagamento do terreno com prazo para o lançamento</p> <p>Coerência do custo do terreno com projetos similares</p>	R\$ 30,3 mil da Base ou R\$ 2 mil da Base por m2	R\$ 30,3 mil da Base ou R\$ 2 mil da Base por m2	<p>O valor de aquisição do terreno negociado com os proprietários resultou em uma AQI cujos indicadores se mostraram dentro dos parâmetros exigidos pelo parceiro-investidor. Os custos totais com o terreno representam 8,5% do VGV e o preço de venda do terreno está em R\$ 1,0 mil/m2. Esses valores foram considerados abaixo do que se encontra no mercado de terrenos para incorporação e pode ser explicado pela necessidade de implantação da infraestrutura. Após a implantação da infraestrutura, o valor do terreno aumenta para R\$ 2,0/m2, 18% do VGV, considerado no limite para os padrões de mercado.</p> <p>O LAUDO DE AVALIAÇÃO DO TERRENO [P.5.2] deve analisar terrenos comparáveis em termos de localização e potencial construtivo com o intuito de estabelecer um parâmetro para tomada de decisão pelo parceiro-investidor.</p>
<p>Análise do custo de construção por m2 de área privativa e de área construída</p> <p>Coerência com o custo de construção de projetos similares</p> <p>Análise do custo de construção como percentual do VGV</p> <p>Em caso de contratação na modalidade PMG, verificar interesses do construtor em obter ganhos excessivos com a construção</p>	Obra: R\$ 2,3 mil da Base por m2 de área privativa ou R\$ 0,7 mil da Base por m2 de área construída	Obra: R\$ 2,3 mil da Base por m2 de área privativa ou R\$ 0,7 mil da Base por m2 de área construída	<p>O custo de construção de R\$ 2,3 mil por m2 de área privativa encontra-se em linha com empreendimentos do mesmo padrão realizados anteriormente pelo parceiro-investidor para padrão de construção similar (sem subsolo e sem necessidade de fundação devido ao baixo número de andares).</p> <p>O prazo de construção adotado deve ser validado pelo LAUDO DE CONSTRUÇÃO [P.5.4] uma vez que esta premissa pode sofrer grande variação de acordo com o empreendimento.</p>
<p>Essa premissa deve ser suficiente para suportar custos de corretagem e publicidade</p> <p>Análise do % de corretagem praticado por empreendimentos concorrentes</p> <p>Coerência entre premissa assumida e outros empreendimentos</p>	7% do VGV	7% do VGV	<p>Em linha com os projetos concorrentes do empreendimento, o parceiro-investidor acredita que 4% do VGV destinado ao pagamento de corretagem e os 3% do VGV remanescentes sejam considerados suficientes para o pagamento de despesas de publicidade. O volume de recursos direcionados para despesas de comercialização está em linha com projetos similares do parceiro-investidor.</p> <p>Não há etapa de diligência que valide essa premissa.</p>
<p>Verificar despesas não consideradas pelo incorporador</p> <p>Adoção de premissa padrão de 1% do VGV para suporte de eventuais desvios no custo de formatação</p>	2,5% do VGV	3,4% do VGV	<p>Foi necessário aumentar previsão de despesas para incluir custos com decoração de áreas comuns, auditoria da SPE e contabilidade além de 1% do VGV para suporte de desvios nos custos de formatação.</p> <p>Não há etapa de diligência que valide essa premissa.</p>

Pontos de Atenção	Premissas dos Incorporadores	Premissas do Parceiro-Investidor	Análise
<p>Análise dos indicadores do empreendimento antes e após a inclusão de financiamento na equação de <i>funding</i> do empreendimento</p> <p>Análise das despesas financeiras como percentual do VGV</p> <p>Análise do cenário macroeconômico para estimativa do custo do financiamento à construção</p>	<p>% da obra financiado: 80%</p> <p>Taxa de juros: 14%</p> <p>Liberação: após 10% de obra concluída</p>	<p>% da obra financiado: 66%</p> <p>Taxa de juros: 14%</p> <p>Liberação: após 20% de obra concluída</p>	<p>Para determinar a taxa do financiamento à produção, estimou-se 12%+ TR devido à informações públicas disponibilizadas pelo Banco Central de que a concessão média dos financiamentos imobiliários à pessoa jurídica estavam em torno desse patamar. Para estimativa da TR, que se encontrava em 1,5% na época da análise, adotou-se 2% devido à tendência de alta das taxas de juros básicas do mercado, que por sua vez impactam a TR. Foi considerado pelo parceiro-investidor que apenas 80% da construção dos edifícios seria financiada e que a implantação da infraestrutura do loteamento deveria ser financiada com recursos próprios, e portanto, chegou-se a 66% de financiamento do custo de obra total.</p> <p>Não há etapa de diligência que valide essa premissa.</p>

Fonte: A Autora

Nas Tabela 3 e Tabela 4, encontram-se respectivamente os indicadores encontrados por meio da AQI e o Balanço do Empreendimento, em R\$ mil da base acima da inflação (Base = Jan/16). A análise foi feita separadamente para o empreendimento, compreendendo o resultado que o empreendimento é capaz de produzir pelas suas características próprias, ou seja, considerando apenas as receitas de vendas e despesas a serem incorridas pela SPE. Em seguida, os mesmos indicadores foram calculados para o incorporador e parceiro-investidor já considerando a sua eficiência em estruturar uma equação de fundos para investir no empreendimento, incluindo, além de seus próprios recursos, os de terceiros.

**Tabela 3: Estudo de Caso Exploratório – Indicadores**

R\$ mil da Base	Empreendimento	Incorporador	Parceiro-Investidor
<b>TIR</b>	19%	20%	20%
<b>Investimento</b>	56,259	15,551	23,326
<b>Retorno</b>	98,438	29,378	44,067
<b>Resultado</b>	42,179	13,827	20,741
<b>Payback</b>	70	70	70

Fonte: A Autora

Vale ressaltar que o baixo impacto da estruturação do funding do empreendimento com financiamento à terceiros deve-se às altas taxas de juros consideradas como premissa e montante de financiamento de 66% da obra, considerado relativamente baixo.

**Tabela 4: Estudo de Caso Exploratório – Balanço do Empreendimento**

	R\$ mil da Base	
	Efetivo acima da Inflação	%
<b>Valor Geral de Vendas</b>	<b>169,861</b>	<b>100%</b>
Terreno	-30,332	-18%
Construção	-66,977	-39%
Taxa de Gestão Imobiliária	-5,945	-4%
Despesas de Comercialização	-11,890	-7%
Despesas de Desenvolvimento e Outras Despesas	-5,743	-3%
Impostos Diretos (PIS/Cofins/ISS)	-6,794	-4%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>42,179</b>	<b>22%</b>
Despesas Financeiras	-7,611	-4%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>34,568</b>	<b>20%</b>

Fonte: A Autora

## 5.2 MECANISMOS DE ALINHAMENTO DE INTERESSES [P.2]

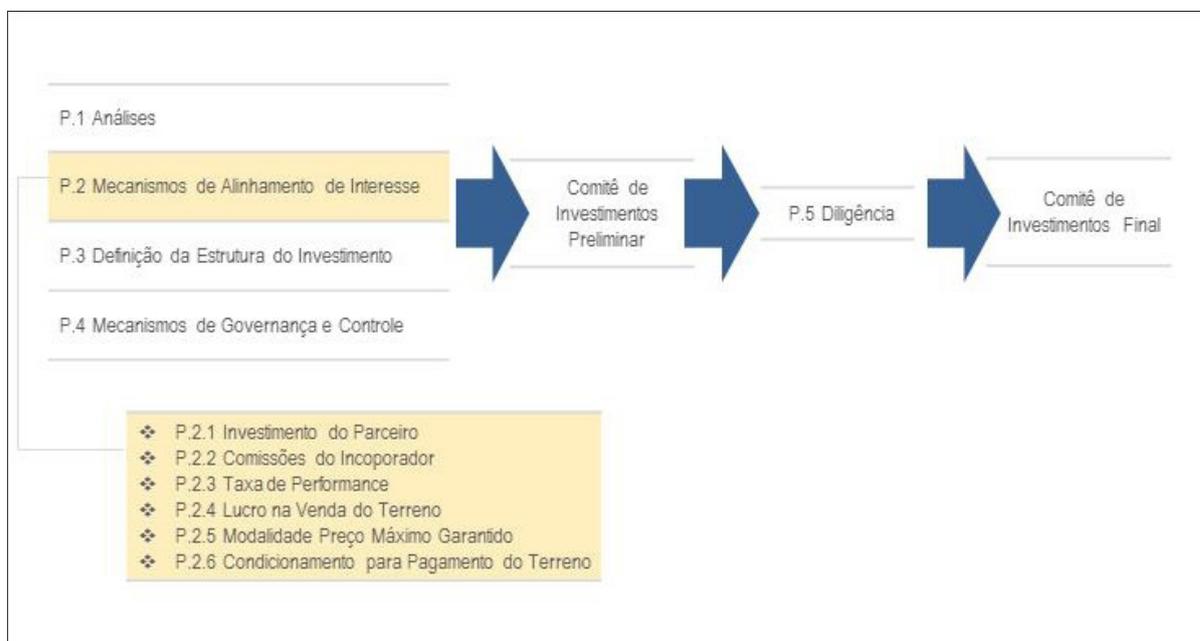
O estabelecimento de mecanismos de alinhamento de interesses entre os envolvidos na incorporação residencial consiste em um conjunto de medidas de resposta ao risco que atuam no sentido de mitigar a ocorrência de certas situações ou transferir o risco associado para um terceiro, conforme cada caso.

Ao escolher o formato de parceria para o investimento em projetos imobiliários, o parceiro-investidor deve certificar-se de que todos os envolvidos no projeto encontram-se alinhados e apresentam os mesmos objetivos. Essa etapa deve incluir análises dos interesses do incorporador, construtor e proprietário do terreno ao participarem do empreendimento e, a partir disso, adotar as medidas necessárias explicadas a seguir.

De acordo com Figura 7, esta etapa do planejamento de resposta ao risco trata de medidas que incluem a avaliação do montante do INVESTIMENTO DO PARCEIRO [P.2.1], das COMISSÕES DO INCORPORADOR [P.2.2], adoção de mecanismo de TAXA DE PERFORMANCE [P.2.3],

análise do LUCRO NA VENDA DO TERRENO [P.2.4], adoção da MODALIDADE PMG [P.2.5] e de estabelecimento de CONDICIONANTES PARA O PAGAMENTO DO TERRENO [P.2.6].

**Figura 8: Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Mecanismos de Alinhamento de Interesses**



Fonte: A Autora

#### • Investimento do Parceiro [P.2.1]

Como primeiro passo, deve-se garantir que a estrutura de *funding* do empreendimento demande investimento por parte do incorporador, de modo que este perceba o empreendimento não apenas como seu gestor imobiliário, mas também como investidor, buscando o retorno esperado da mesma maneira que o parceiro-investidor. O percentual mínimo necessário de participação varia de acordo com o tamanho do incorporador e do projeto, uma vez que, para incorporadores pequenos, o aporte necessário para desenvolver um projeto de grande porte pode ser mais significativo do que para um incorporador maior.

Conforme Quadro 12, um aporte de capital mínimo por parte do incorporador auxilia na mitigação da situação de risco em que há INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA

OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1] no lugar de seu interesse no investimento no empreendimento, levando ao DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

Por outro lado, é fundamental uma análise da capacidade do parceiro de arcar com o investimento no empreendimento relativo à sua participação na sociedade, conforme discutido na ANÁLISE DOS PARCEIROS [P.1.2].

**Quadro 12: Resposta aos Riscos – Investimento do Parceiro**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.1 Investimento do Parceiro	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Aplicado ao estudo de caso exploratório no cenário referencial, o investimento total a ser efetuado pelo incorporador é de R\$ 15.551 mil da Base. Foi feita uma análise do balanço do incorporador, que indicou capacidade de suporte deste montante e, ao mesmo tempo, relevância do tamanho do investimento ao ser comparado com o tamanho do patrimônio do incorporador.

- **Comissões do Incorporador [P.2.2]**

A relevância do total de comissões recebidas pelo incorporador no seu fluxo de investimento interfere no alinhamento de interesses, o que significa que quanto mais relevantes essas comissões forem no seu fluxo de caixa, menor o interesse do incorporador na busca por retornos maiores para o projeto.

Conforme Quadro 13, a confrontação e análise das comissões recebidas pelo incorporador, quais sejam aquelas listadas no capítulo anterior, recebidas devido à entrada do parceiro-investidor no empreendimento, auxilia o parceiro-investidor a compreender as expectativas do incorporador e avaliar eventual pagamento excessivo

de comissões. Assim, essa medida auxilia na minimização da situação de risco de ter o INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1] no lugar de buscar retornos para o empreendimento, levando ao DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

Se o parceiro-investidor concluir que as comissões se apresentam muito altas, ele pode desistir do investimento ou exigir uma redução dessas comissões. Outra possibilidade é a substituição das comissões consideradas fixas e pagas ao longo da implantação do empreendimento por comissões variáveis como no caso da TAXA DE PERFORMANCE [P.2.3] detalhada a seguir.

**Quadro 13: Resposta aos Riscos – Comissões do Incorporador**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.2 Comissões do Incorporador	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Aplicado ao estudo de caso exploratório, mesmo considerando que o incorporador recebe a taxa de gestão imobiliária, há necessidade de que este efetue investimento de R\$ 15.051 mil da Base, montante que ainda mostra relevância ao ser comparado ao seu patrimônio. Assim, mesmo com a entrada adicional de R\$ 5.945 mil da Base referente à taxa de gestão imobiliária, o incorporador ainda deve aportar recursos relevantes no empreendimento. O baixo impacto no tamanho do investimento é justificado pela necessidade de investimento maior no período de implantação do empreendimento, enquanto ainda não há receitas e, portanto, não há pagamento da taxa de gestão imobiliária.

- **Taxa de Performance [P.2.3]**

De acordo com Kalansky (2015), a remuneração do gestor é um dos pontos-chave para o alinhamento de interesses entre investidores e gestores, já que investidores evitam pagar grandes taxas de gestão, deixando os gestores em posição confortável e passiva com relação à gestão do empreendimento. Assim, a taxa de performance surge como principal ferramenta para alinhar os interesses das partes, pois condiciona uma parcela dos ganhos do gestor, aos retornos que ele proporciona ao parceiro-investidor por meio de uma gestão eficiente do empreendimento.

Um mecanismo de taxa de performance em que o incorporador recebe uma comissão associada ao resultado do empreendimento mostra-se altamente eficiente na busca por um alinhamento maior com os objetivos do parceiro-investidor. Enquanto a taxa de gestão imobiliária é paga ao incorporador desde o início das entradas dos recursos das vendas na SPE, a taxa de performance é paga somente ao final, quando os resultados são apurados e ocorre a distribuição do caixa livre aos acionistas das SPE. Isso significa que o pagamento da taxa de performance é efetuado apenas quando as expectativas de retorno tornarem-se reais por meio da efetiva distribuição do resultado ao parceiro-investidor.

Conforme Quadro 14, o mecanismo de taxa de performance, na medida em que apresenta seu pagamento atrelado ao sucesso do empreendimento, possibilita a mitigação de situações de risco de ter o INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1], levando ao DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

**Quadro 14: Resposta aos Riscos – Taxa de Performance**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.3 Taxa de Performance	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do incorporador voltado para outras receitas	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para garantir alinhamento do incorporador, foi utilizado, no estudo de caso exploratório o mecanismo de distribuição desproporcional de resultados, que na prática garante maiores resultados para o gestor imobiliário quanto maior for o retorno do projeto.

- As partes negociam patamares de retorno conforme Tabela 5;
- Enquanto o projeto apresenta retornos dentro do 1º Patamar, a distribuição de resultados é efetuada na proporção da participação das partes na SPE;
- Enquanto o projeto apresentar retornos dentro do 2º Patamar, a distribuição passa a ser maior proporcionalmente para o incorporador e menor para o parceiro-investidor e assim por diante.

**Tabela 5: Estudo de Caso Exploratório – Cálculo do Pagamento de Taxa de Performance**

TIR do Parceiro-Investidor (Efetiva acima da inflação)		Participação na Distribuição de Resultados	
		Parceiro-investidor	Incorporador
Patamares de Retorno			
1º	TIR menor do que 15%	60%	40%
2º	TIR entre 15% e 20%	50%	50%
3º	TIR entre 20% e 25%	40%	60%
4º	TIR acima de 25%	30%	70%

Fonte: A Autora

A análise do efeito da distribuição de resultado constante da Tabela 6 indicou que o incorporador apresentou, no cenário referencial, um resultado 9% maior e uma TIR 6% maior com relação ao cenário que desconsidera o pagamento da taxa de performance:

**Tabela 6: Estudo de Caso Exploratório – Efeito da Implementação da Taxa de Performance**

	Incorporador
Participação no Empreendimento	40%
Antes do Mecanismo de Performance	
TIR	20.10%
Resultado (R\$ mil da base)	13.827
Após Mecanismos de Performance	
TIR	21.20%
Resultado (R\$ mil da base)	15.094

Δ%	
TIR	6%
Resultado	9%

Fonte: A Autora

Os indicadores acima consideram premissas com viés mais conservador utilizadas pelo parceiro-investidor, podendo ser mais positivos para o incorporador quanto melhores forem os resultados do projeto.

- **Análise do Lucro na Venda do Terreno [P.2.4]**

É importante que o parceiro-investidor esteja atento para um possível lucro excessivo obtido pelo incorporador na venda do terreno. Essa análise, junto com o LAUDO DE AVALIAÇÃO DO TERRENO [P.5.2], que efetua uma comparação com preço de terrenos com localização e zoneamento comparáveis, auxilia o parceiro-investidor a avaliar se o preço do terreno negociado com o incorporador mostra-se justo e de acordo com valores de mercado, podendo assim compreender melhor suas expectativas.

Dessa maneira, conforme Quadro 15, a análise do lucro do incorporador na venda do terreno reduz a ocorrência de situação de risco em que há LUCRO NA VENDA DO TERRENO PELO INCORPORADOR À SPE [R.5.3.2] gerando DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

**Quadro 15: Resposta aos Riscos – Análise do Lucro na Venda do Terreno**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.4 Análise do Lucro na Venda do Terreno	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.2 Lucro na venda do terreno pelo incorporador à SPE	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No caso do empreendimento do estudo de caso exploratório, como o terreno foi adquirido de terceiros e não há possibilidade de ocorrência de situação de risco de VENDA DO TERRENO PELO INCORPORADOR À SPE [5.3.2] gerando DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [5.3], não foi necessário avaliar possíveis situações de lucro do incorporador na venda do terreno.

- **Modalidade Preço Máximo Garantido [P.2.5]**

A escolha do contrato a preço máximo garantido no lugar, por exemplo, do contrato por administração, envolve a transferência dos riscos de construção para o construtor (Grilo e Melhado, 2008 apud MOLENAAR *et al.*, 1998).

**Figura 9: Alocação dos Riscos nas Modalidades de Contratação da Construção**

Tipo de contrato	PMG	Administração
Contratante		Riscos
Construtora	Riscos	

Fonte: a Autora, com base em Grilo e (2008 apud Moenaar *et al.*, 1998).

Na modalidade PMG, conforme explicado no capítulo anterior, a obra é contratada pela SPE com preço e prazo máximos previamente definidos. Desse modo, conforme Quadro 16, esta não se beneficia caso o custo de construção seja inferior ao esperado, mas por outro lado encontra-se isenta das situações apontadas anteriormente de DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1].

Com relação ao prazo, nesta modalidade de contrato são incluídas cláusulas que prevêm o pagamento de juros e multas pela construtora em caso de atrasos, com o intuito de compensar eventuais perdas pela SPE por contas situações de risco que levam a DESVIOS DE PRAZO DA OBRA [R.3.2].

Além disso, como não só a qualidade da obra, mas também os custos são responsabilidade do construtor, a SPE encontra-se protegida caso ocorram fatores de riscos de BAIXA QUALIDADE DA OBRA [R.3.3], em que há necessidade de efetuar reparos ou arcar com ações judiciais.

Vale ressaltar que uma das importantes contribuições da modalidade PMG é a mitigação da situação de risco de DESALINHAMENTO DOS INTERESSES DO CONSTRUTOR [R.3.1.6] e [R.3.2.6, que podem causar DESVIOS DE PRAZO DE OBRA [R.2.1] e DESVIOS DE CUSTO DE OBRA [R.3.1], típica da contratação da construção por administração em que, do ponto de vista do construtor, quanto maior o custo da obra, maior seu pagamento pela administração da obra. Na modalidade PMG, como o preço é definido previamente, é interesse do construtor realizar a obra por custos menores. Em contrapartida, a SPE não apresenta ganhos caso mostre-se menor do que o esperado.

A situação de risco em que ocorre EMBARGO DA OBRA [R.3.1.8] e [R.3.2.8], quando decorrente de eventos relacionados à própria obra, como desavenças com vizinhos ou problemas com legislação trabalhistas, tem seu impacto transferido na modalidade PMG para o incorporador. No entanto, caso o embargo ocorra devido às situações de risco apontadas na descrição do fator de risco PARALISAÇÃO DO CICLO DE INCORPORAÇÃO RESIDENCIAL [R.1.4], as consequências do embargo da obra são imputadas à SPE, pois os vícios tiveram origem na formatação do empreendimento e por isso não devem impactar a construtora contratada.

Foram identificadas quatro situações em que mesmo a adoção da modalidade PMG não protege a SPE de desvios de custo e prazo. A primeira delas é a ocorrência de situações de CASO FORTUITO E/OU FORÇA MAIOR [R.3.1.7] e [R.3.2.7], pois essa geralmente é uma exceção para o cumprimento pela construtora dos custos e prazos estabelecidos no contrato de construção.

Em cenário em que se tem a CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5] e [R.3.2.5], seja por incapacidade técnica, incapacidade financeira ou qualquer outro motivo, a

SPE pode não conseguir contratar outra construtora pelo mesmo preço, de modo que o empreendimento apresentará desvios de custo daqueles estimados no cenário referencial. Além disso, o prazo para substituição da construtora pode se estender e causar desvios de prazo na entrega da obra.

A terceira situação é a necessidade de ALTERAÇÃO DE ESCOPO APÓS A ELABORAÇÃO DOS PROJETOS EXECUTIVOS [R.3.1.1] e [R.3.2.1]. A decisão de investimento pode ser tomada apenas com o projeto preliminar elaborado, e para isso há uma estimativa do custo de construção. Caso haja alteração no escopo da obra após a elaboração do projeto executivo, a assinatura do contrato PMG será efetuada com o novo escopo, que pode apresentar custos maiores do que os previstos inicialmente.

A última situação diz respeito ao fato de o valor do contrato PMG ser atualizado por índices da construção civil, em geral o INCC. Já as receitas da SPE oriundas das vendas realizadas estão em parte sujeitas à atualização do INCC, quando este índice também é utilizado para atualizar as parcelas pré-chaves e em parte dependendo do valor de venda das novas unidades. Dessa forma, o parceiro-investido não encontra-se protegido em situação de DESCOLAMENTO DOS CUSTOS DE OBRA EM RELAÇÃO À CORREÇÃO DOS RECEBÍVEIS [R.3.1.9].

Apesar da modalidade PMG solucionar em grande parte a exposição do parceiro-investidor aos riscos de construção, ainda há certos riscos relacionados à capacidade da construtora de efetuar o devido gerenciamento de prazos e custos e, caso desvios ocorram, à sua capacidade de arcar com sobrecustos. No limite, se a construtora deixar de arcar com as obrigações assumidas no contrato de construção, a renegociação de preços e prazos ou substituição da construtora certamente afetam o parceiro-investidor, gerando desvios do cenário referencial. Por esse motivo, torna-se especialmente importante a AUDITORIA DE OBRA [P.4.8] como mitigação de riscos, apresentada mais à frente.

**Quadro 16: Resposta aos Riscos – Modalidade PMG**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.2 Erros de planejamento	2
					R.3.1.3 Erros de execução	3
					R.3.1.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	3
					R.3.1.8 Embargo da obra	2
					R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra em relação à correção dos recebíveis	3
					R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.2 Erros de planejamento	2
					R.3.2.3 Erros de execução	3
					R.3.2.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	2
					R.3.2.8 Embargo da obra	2
				R.3.3 Baixa qualidade da obra	R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora	2
					R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Referente ao estudo de caso exploratório, o parceiro-investidor tem como política de investimentos reduzir o quanto possível, os riscos relacionados à construção, ainda que isso signifique redução nos retornos. Por esse motivo, como os custos de construção orçados na modalidade PMG apresentaram-se aderentes à capacidade de suporte do parceiro-investidor, optou-se por seguir adiante com a essa modalidade para a contratação da construtora.

- **Condicionantes para o Pagamento do Terreno [P.2.6]**

É possível negociar com o proprietário do terreno o parcelamento do montante em dinheiro a ser pago, estabelecendo condicionantes para o pagamento das parcelas. Esse tipo de negociação costuma ser possível em cenários de mercado favoráveis à aquisição de terrenos, quando há menor disputa. Essas condicionantes podem incluir aprovações municipais, retificações de matrícula, aprovações ambientais ou outras medidas para regularização do terreno.

Sendo assim, conforme Quadro 17, o estabelecimento de condicionantes para o pagamento do terreno, dependendo da negociação alcançada com o proprietário, pode auxiliar na mitigação das situações de risco que levam aos fatores de risco de DESVIO DE PRAZO PARA A APROVAÇÃO DO EMPREENDIMENTO [R.1.2] e no fator de risco de PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4] nas situações de risco em que há APONTAMENTO RELATIVO AO TERRENO [R.1.4.1], APONTAMENTO RELATIVO AOS PROPRIETÁRIOS DO TERRENO OU ANTECESSORES [R.1.4.2] OU ALTERAÇÃO DAS DIRETRIZES DOS ÓRGÃOS GOVERNAMENTAIS [R.1.4.3]. Isso ocorre porque o parceiro-investidor realiza os investimentos conforme há diminuição dos riscos de formatação do empreendimento.

**Quadro 17: Resposta aos Riscos – Condicionantes para o Pagamento do Terreno**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir	R.1 Formatação	R.1.2 Desvio de prazo para a aprovação do empreendimento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	2
					R.1.2.2 Paralisação dos órgãos responsáveis pela aprovação	2
				R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno	2
					R.1.4.2 Apontamento relativo aos proprietários do terreno ou antecessores	2
					R.1.4.3 Alteração das diretrizes dos órgãos governamentais	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No estudo de caso exploratório foi negociado que o montante de R\$ 5,652 mil referente à aquisição do terreno, a ser pago diretamente aos proprietários, se dará com o pagamento de 20% de entrada e financiamento do remanescente em 36 parcelas indexadas à inflação, a partir da aprovação do projeto pela prefeitura. Dessa maneira, foi possível transferir parte do risco de aprovação do projeto para o proprietário do terreno.

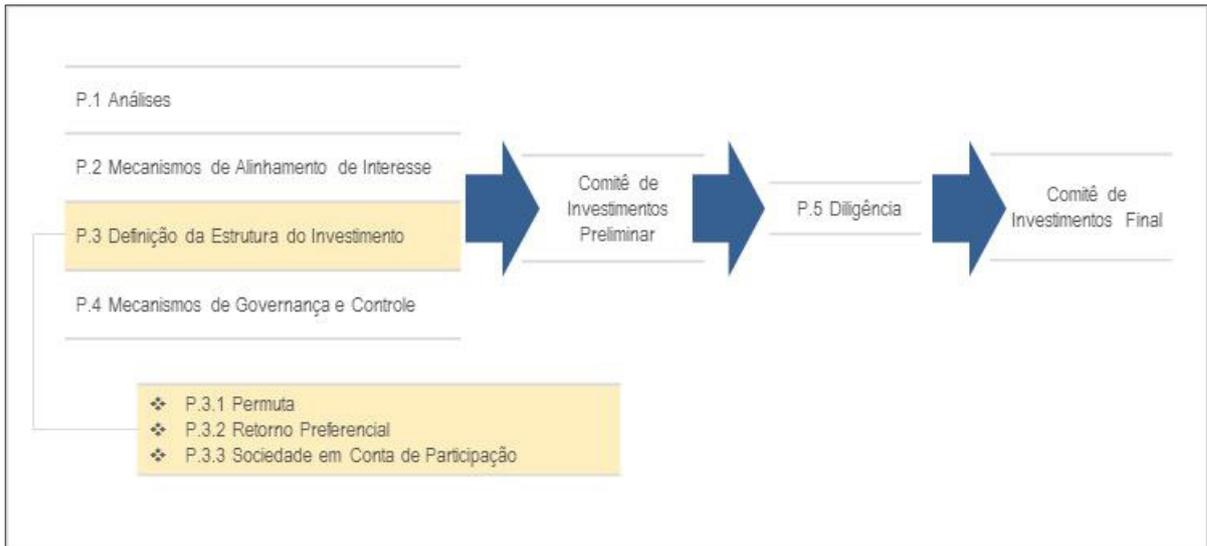
### 5.3 DEFINIÇÃO DA ESTRUTURA DO INVESTIMENTO [P.3]

A etapa do planejamento de resposta ao risco em que a estrutura de investimento é definida pressupõe a utilização de variações na estrutura de investimento que possibilitam a transferência, parcial ou total, de certos riscos para o incorporador. Nesses casos, por conta do risco adicional incorrido, é comum que o incorporador exija, como contraparte, um componente maior do retorno total do projeto caso este apresente um bom desempenho.

Na definição da estrutura do investimento são avaliadas alternativas à parceria-total, que em geral alteram os papéis na tomada de decisão e o nível de governança do empreendimento, o nível de risco e, conseqüentemente, de retorno atribuído ao parceiro-investidor.

Neste item, conforme Figura 9, são apresentados como formas alternativas de estrutura os formatos de PERMUTA [P.3.1], de RETORNO PREFERENCIAL [P.3.2] e de SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO [P.3.3].

**Figura 10: Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Estrutura do Investimento**



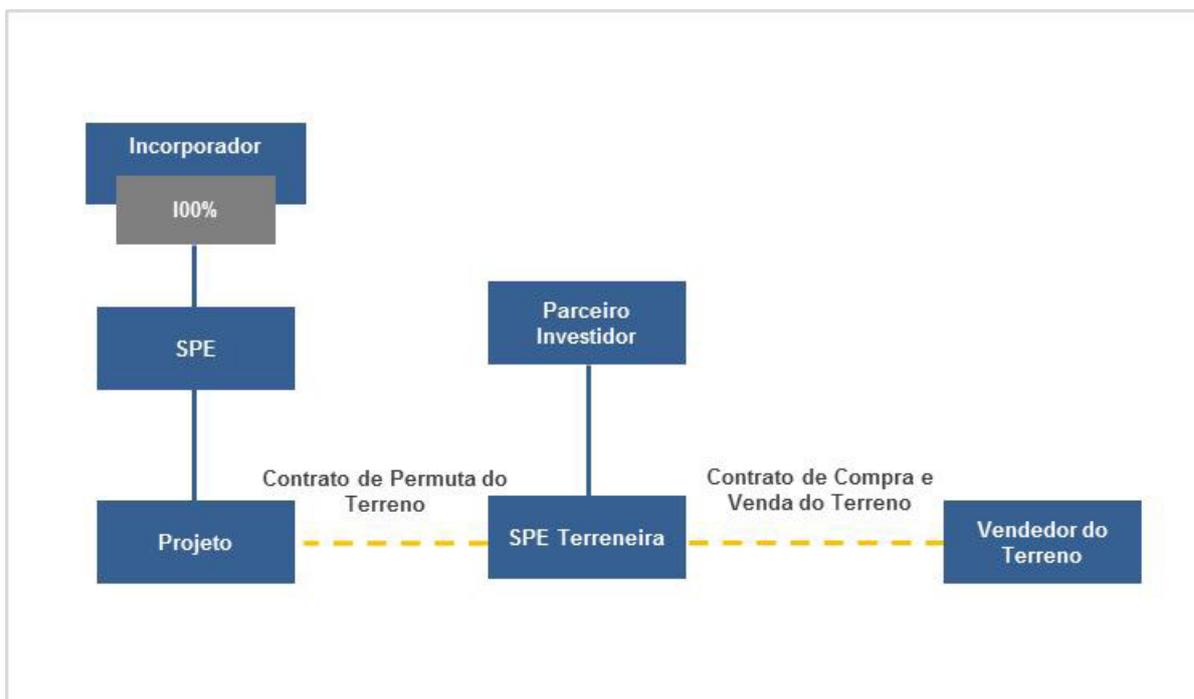
Fonte: A Autora

- **Permuta [P.3.1]**

Conforme explicado no Capítulo 2, um dos modos de aquisição do terreno pela SPE é a permuta. Nesse modelo, a SPE se compromete a entregar unidades futuras ou um percentual do VGV ao proprietário do terreno como forma de pagamento.

Conforme Figura 10 a seguir, essa mesma estrutura pode ser utilizada para o investimento do parceiro-investidor no empreendimento, na qual este assume condição de permutante por intermédio da SPE terreneira. Para tal, o parceiro-investidor adquire o terreno do proprietário com pagamento à vista ou parcelado. Ao mesmo tempo, efetua a venda do terreno à SPE desenvolvedora, mediante a assinatura de um contrato de permuta, em que recebe unidades ou um percentual do VGV como pagamento pelo terreno.

Figura 11: Estrutura de Permuta



Fonte: A Autora

A vantagem da permuta, com relação ao formato de parceria-total, é a transferência dos riscos relacionados aos custos de formatação e construção para o incorporador, de forma que, o resultado do parceiro-investidor depende fundamentalmente das variáveis que influenciam o recebimento das vendas.

Conforme Quadro 18, as situações de risco que geram DESVIOS NOS CUSTOS DE FORMATAÇÃO [R.1.3] OU DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] são transferidas para o incorporador, dado que esses custos são de sua responsabilidade.

As situações de risco que geram DESVIO DE PRAZO [R.3.2] também são transferidas, desde que o incorporador assuma o pagamento de multas no caso de atraso na entrega da obra. Deve-se ter em mente que, nesse caso, tem-se o risco secundário a respeito da capacidade de pagamento das multas pelo incorporador.

Como é responsabilidade do incorporador arcar com a construção, também é sua responsabilidade tomar financiamento para a obra ou aportar recursos para equacionar o *funding* do empreendimento. Sendo assim, na posição de permutante, o parceiro-

investidor também não é afetado pelas situações de risco que causam INDISPONIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA A CONSTRUÇÃO [R.3.4]. Por outro lado, caso esse fator de risco de fato ocorra, ou seja, o incorporador não tenha acesso a financiamento à construção, tem-se risco secundário na medida em que o parceiro-investidor torna-se mais exposto à capacidade de investimento do incorporador, que pode não apresentar condições de sustentar a totalidade da equação de *funding* do empreendimento.

Quadro 18: Resposta aos Riscos – Permuta

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir	R.1 Formatação	R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.1 Desvio das despesas de marketing	1
					R.1.3.2 Desvio de despesas gerais de incorporação	1
					R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	1
					R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE	2
					R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor	1
			R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2
					R.3.1.2 Erros de planejamento	2
					R.3.1.3 Erros de execução	3
					R.3.1.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
					R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	3
					R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior	2
					R.3.1.8 Embargo da obra	2
					R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra em relação à correção dos recebíveis	3
					R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2
			R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2	
				R.3.2.2 Erros de planejamento	2	
				R.3.2.3 Erros de execução	3	
				R.3.2.4 Escassez de mão de obra	2	
				R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra	2	
				R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	2	
				R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior	1	
				R.3.2.8 Embargo da obra	2	
R.3.4 Indisponibilidade de crédito imobiliário para construção	R.3.4.1 Comprometimento da capacidade do incorporador de tomar financiamento	2				
	R.3.4.2 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	3				

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

A entrada do parceiro-investidor no investimento por meio da estrutura de permuta, em geral, mostra-se vantajosa para o incorporador quando o proprietário do terreno não aceita assumir papel de permutante e exige pagamento à vista pelo terreno. Assim, o parceiro-investidor arca com o desembolso inicial para a aquisição do terreno, muitas vezes anos antes da aprovação do projeto, enquanto o incorporador desembolsa os custos de formatação e início da construção até que o financiamento seja liberado.

Devido à diferença entre o momento de aporte de cada uma das partes na estrutura de permuta, os indicadores financeiros pela perspectiva do parceiro-investidor podem apresentar-se mais expostos a riscos do que os do incorporador, caso ocorram determinadas situações de risco.

Ao assumir papel de permutante, a percepção dos riscos pelo parceiro-investidor sofre algumas mudanças, tornando-se necessário discutir qual a sua nova percepção para determinados riscos. Na estrutura de permuta, o fator de risco de AQUISIÇÃO DO TERRENO POR VALOR INADEQUADO [R.1.1] é majoritariamente atribuído ao parceiro-investidor, dado que sua contribuição para a equação de *funding* do empreendimento é o próprio terreno.

Os indicadores do parceiro-investidor apresentam-se mais sensíveis, comparados aos do incorporador, caso ocorra o ao fator de risco de DESVIO DE PRAZO PARA A APROVAÇÃO DO EMPREENDIMENTO [R.1.2]. Caso haja incremento no prazo para aprovação, a taxa de retorno do parceiro-investidor sofre impacto maior do que a taxa de retorno do incorporador, uma vez que, em geral, o parceiro-investidor aporta sua parte dos recursos antes da aprovação para aquisição do terreno. Além do mais, situações que levam à PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4] podem afetar de forma mais significativa os indicadores financeiros do parceiro-investidor, caso este tenha aportado a maior parte dos recursos iniciais.

Devido ao alto desembolso inicial, as situações de risco associadas ao período de vendas podem afetar o parceiro-investidor de maneira mais significativa do que ao

incorporador, sejam elas DESVIOS NA VELOCIDADE DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.1], DESVIOS NO PREÇO DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.2], DISTRATOS [R.2.3] e INADIMPLÊNCIA [R.2.4].

O pós-implantação, na medida em que define a eficiência no repasse dos recebíveis, impacta o recebimento de grande parte dos recursos oriundos das vendas. Como o parceiro-investidor na estrutura de permuta, depende desses recursos para obter a maior parte de seus retornos, assim como no formato de parceria total, encontra-se significativamente exposto aos fatores de riscos de INDISPONIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA AQUISIÇÃO [R.5.1] e DESVIO NO PRAZO DO REPASSE [R.5.2].

Ainda, apesar de não haver sociedade na estrutura de permuta, o parceiro-investidor continua exposto ao cumprimento, pelo incorporador, de suas obrigações, uma vez que este é responsável pela formatação e implantação do empreendimento. Sendo assim, pode-se dizer que nessa estrutura o parceiro-investidor incorre nos fatores de riscos de INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1], INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE PARCEIRO [R.5.2] e DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO INCORPORADOR [R.5.3].

- **Retorno Preferencial [P.3.2]**

No formato de retorno preferencial o parceiro-investidor apresenta preferência na distribuição dos retornos. Na prática, o caixa livre após o pagamento do financiamento à construção e de outros passivos da SPE é direcionado primeiramente para o parceiro-investidor e, somente depois que este obtiver a remuneração previamente acordada, passa a ser direcionado para o incorporador.

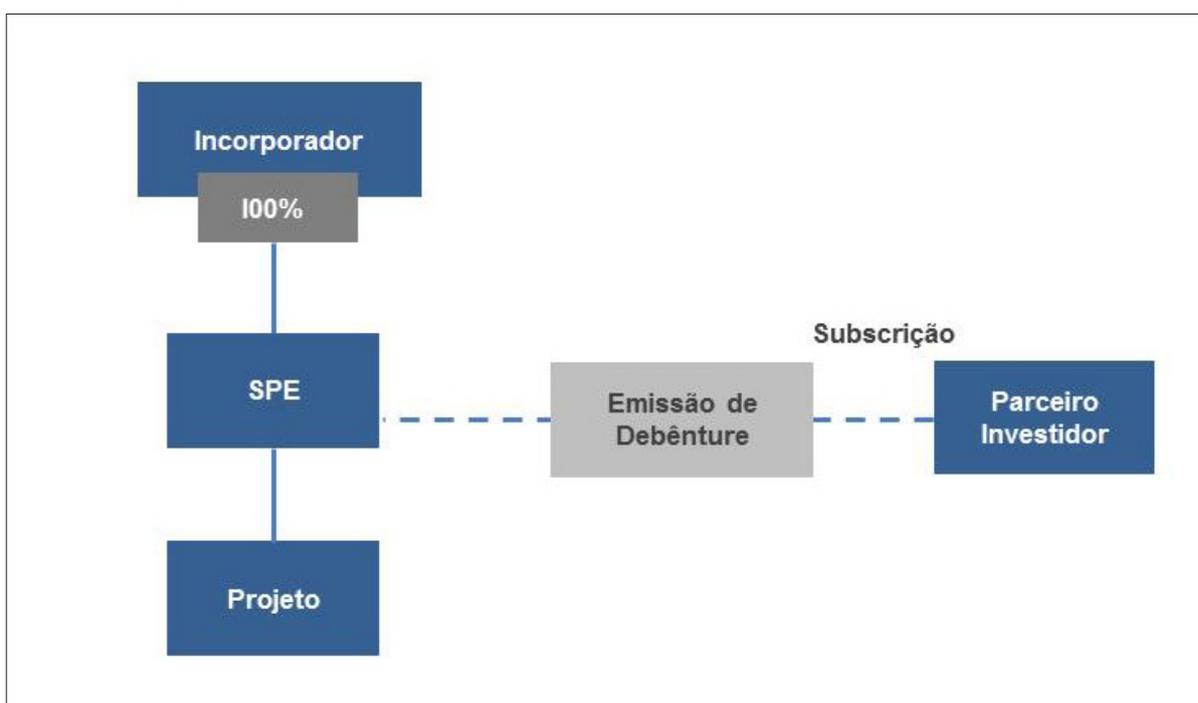
Essa preferência na remuneração em geral ocorre em detrimento da governança corporativa e controle apresentada neste trabalho, o que significa que o parceiro-investidor deve escolher entre um maior controle da SPE, com direitos de tomada de decisão e o retorno preferencial. O formato de retorno preferencial pode ser

implementado por meio de sociedade na SPE ou debênture em que o parceiro-investidor assume papel de credor.

Na estrutura de retorno-preferencial por meio de sociedade, como o parceiro-investidor representa o papel de sócio, há possibilidade deste alcançar certo grau de governança por meio do acordo de acionistas. Nesse formato, o parceiro-investidor e incorporador são sócios da SPE e aportam os recursos necessários para cobrir o *funding* do empreendimento na proporção de suas participações. Dessa forma, caso ocorram desvios de custos, estes devem ser suportados pelo parceiro-investidor na proporção de sua participação. Além disso, no formato de sociedade, como o pagamento é efetuado por meio de distribuição de resultados aos sócios, esta é isenta de tributos.

Na estrutura de retorno preferencial por meio da emissão de uma debênture pela SPE subscrita pelo parceiro-investidor (Figura 11), este assume o papel de credor e, portanto, não há assinatura de um acordo de acionistas, contrato que possibilita um maior nível de governança corporativa e controle.

**Figura 12: Formato de Retorno Preferencial com Emissão de Debênture**



Fonte: A Autora

Essa debênture pode ter remuneração composta de taxa de juros fixa acrescida de eventual participação no resultado final do projeto. A remuneração adotada pode variar conforme estrutura utilizada e negociação entre as partes. Além disso, no formato de debênture, a distribuição de resultados é realizada por meio de pagamento de receita financeira, e portanto, deve ser tributada como tal.

Pode-se dizer que as estruturas de retorno preferencial apresentadas acima minimizam, de forma superficial, todos os riscos relativos ao ciclo de *real estate* residencial, conforme Quadro 19. O termo superficialmente foi utilizado porque, caso alguma situação de risco ocorra de forma intensa ou caso ocorram várias situações ao mesmo tempo, o parceiro-investidor pode encontrar-se vulnerável, pois a SPE pode não ter os recursos necessários para pagar os retornos acordados e muitas vezes nem o capital do investidor.

Por isso, o formato de retorno preferencial não atua no sentido de transferir as situações de riscos que levam à PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4], dado que em muitos casos, a retomada do andamento do ciclo pode ocorrer depois de um longo período, prejudicando a capacidade da SPE de efetuar o pagamento dos retornos preferenciais acordados.

Deve-se estar atento adicionalmente para a possibilidade de ocorrência de situação de CONFLITO ENTRE OS PARCEIROS [R.5.2.4] que pode prejudicar os retornos preferenciais do parceiro-investidor caso o incorporador não cumpra com a distribuição preferencial acordada no início do investimento.

Quadro 19: Resposta aos Riscos – Estrutura de Retorno Preferencial

Resposta aos Riscos			Riscos				
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização	
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir	R.1 Formatação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	3	
				R.1.2 Desvio de prazo para a aprovação do empreendimento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	2	
					R.1.2.2 Paralisação dos órgãos responsáveis pela aprovação	2	
				R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.1 Desvio das despesas de marketing	1	
					R.1.3.2 Desvio de despesas gerais de incorporação	1	
					R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	1	
					R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE	2	
					R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor	1	
				R.2 Vendas	R.2.1 Desvio na velocidade de vendas das unidades	R.2.1.1 Erros no planejamento do produto	2
						R.2.1.2 Excesso de oferta	2
			R.2.1.3 Queda na capacidade de pagamento dos compradores			3	
			R.2.1.4 Baixa confiança dos compradores			3	
			R.2.1.5 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição			3	
			R.2.2 Desvio no preço de vendas das unidades		R.2.2.1 Erros no planejamento do produto	3	
					R.2.2.2 Excesso de oferta	3	
			R.2.3 Distratos generalizados		R.2.3.1 Queda relevante e perceptível no preço de produtos concorrentes	3	
					R.2.3.2 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	3	
					R.2.3.3 Queda na capacidade de pagamento	3	
					R.2.3.4 Queda na confiança do comprador	3	
			R.2.4 Inadimplência generalizada		R.2.4.1 Queda na capacidade de pagamento	2	

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2
					R.3.1.2 Erros de planejamento	2
					R.3.1.3 Erros de execução	3
					R.3.1.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
					R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	3
					R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior	2
					R.3.1.8 Embargo da obra	2
					R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra em relação à correção dos recebíveis	3
					R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2
					R.3.2.2 Erros de planejamento	2
					R.3.2.3 Erros de execução	3
					R.3.2.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra	2
					R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	2
					R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior	1
					R.3.2.8 Embargo da obra	2
				R.3.3 Baixa qualidade da obra	R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora	2
					R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora	2
R.3.4 Indisponibilidade de crédito imobiliário para construção	R.3.4.1 Comprometimento da capacidade do incorporador de tomar financiamento	2				
	R.3.4.2 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	3				

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir	R.4 Pós-Implantação	R.4.1 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	R.4.1.2 Queda na capacidade de pagamento do comprador	3
					R.4.1.3 Queda dos preços de mercado traduzida em redução do valor de avaliação da garantia	3
					R.4.1.1 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	3
				R.4.2 Desvio no prazo do repasse	R.4.2.2 Ineficiências geradas pelo comprador, incorporador e demais agentes	2
					R.4.2.1 Atrasos na averbação do habite-se no RGI	2
				R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	R.5.1.1 Incapacidade técnica e operacional do gestor imobiliário
			R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário			3
			R.5.1.3 Inadimplemento contratual pelo gestor imobiliário			3
			R.5.1.4 Vendas de unidades em condições desfavoráveis pelo gestor imobiliário			3
			R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro		R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro	2
					R.5.2.2 Inadimplemento contratual do parceiro	3
					R.5.2.3 Desacordo entre os parceiros na tomada de decisão	3
					R.5.2.5 Falência do parceiro	3
			R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.2.6 Desacordo quanto ao desinvestimento na sociedade	3	
R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3					
R.5.3.2 Venda do terreno pelo incorporador à SPE	3					

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

- **Sociedade em Conta de Participação [P.3.3]**

Outro formato utilizado por parceiros-investidores ao investir em incorporação residencial é a estrutura de Sociedade em Conta de Participação (SCP), em que existem duas categorias de sócios: o ostensivo, que pratica a atividade empresarial em nome próprio e obriga-se perante terceiros e o participante que, denominado sócio oculto, obriga-se perante o sócio ostensivo (Marinho, 2008). Além do mais, de acordo com Gatto e Porto (2015):

*“A SCP, segundo a Lei no 10.406 de 10 de janeiro de 2002, Art. 991, é uma forma de organização de sociedade em que o sócio ostensivo é o único responsável pela atividade empresarial, assumindo todos os riscos e relações existentes no negócio. No que diz respeito ao sócio participante, suas obrigações se limitam àquelas determinadas no contrato social. Neste tipo de estrutura, fica claro que os riscos de um investidor em uma parceria societária ficam restritos às obrigações firmadas em contrato. Diferentemente da parceria diretamente na SPE em que o investidor é responsável por todas as atividades da sociedade. O principal objetivo e benefício para o investidor neste tipo de organização de parceria é deixá-lo oculto e protegido, sendo que, a limitação de seu risco se estende ao valor integral investido.” (Gatto e Porto, 2015)*

Aplicada ao tema deste trabalho, a parceria no formato de SCP ocorreria com o incorporador representando o papel de sócio ostensivo e o parceiro-investidor representando o papel de sócio oculto. A vantagem deste formato é a possibilidade de ocultar o parceiro-investidor, evitando que este seja considerado em eventuais ações em nome da SPE. Assim, conforme Quadro 20, pode-se dizer que a SCP evita os fatores de riscos de DESVIO DE CUSTO DE FORMATAÇÃO [R.1.3] devido a AÇÕES JUDICIAIS EM NOME DA SPE [R.1.3.4] e ATRIBUIÇÃO DE PASSIVOS ANTERIORES DA SOCIEDADE SOBRE O PARCEIRO-INVESTIDOR [R.1.3.5] e o fator de risco DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] devido à situação de risco em que há PROCESSOS TRABALHISTAS RELATIVOS À OBRA [R.3.1.10].

A desvantagem, por outro lado, é uma estrutura jurídica mais frágil, em que o incorporador é o responsável pela tomada de decisões e controle da SPE perante órgãos públicos e instituições financeiras, impendendo a inclusão das medidas de

governança corporativa demonstradas neste trabalho. Dessa maneira, nessa estrutura percebe-se um incremento nos riscos relacionados à PARCERIA [R.5], uma vez que o parceiro-investidor encontra-se em posição de maior dependência do incorporador.

**Quadro 20: Resposta aos Riscos – Sociedade em Conta de Participação**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.3 Estrutura	P.3.3 Sociedade em Conta de Participação	Evitar	R.3 Construção	R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE	2
					R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor	1
				R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

A respeito da estrutura adotada no estudo de caso exploratório, considerou-se primeiramente que o investimento pelo parceiro-investidor seria viável para o incorporador caso esse efetuasse o aporte de recursos necessários para compor ao menos 60% do *funding* do empreendimento. Como a aquisição do terreno representa apenas 30% do total do *funding*, o formato de permuta não atenderia às necessidades do incorporador. Adicionalmente, o formato de permuta, assim como o de SCP, não possibilitaria a adoção da governança corporativa a ser apresentada a seguir neste capítulo, impedindo que o parceiro-investidor participasse ativamente das decisões relativas ao empreendimento.

Como a ANÁLISE IMOBILIÁRIA [P.1.1] apresentou um resultado positivo e adequado ao perfil de projeto que o parceiro-investidor tem como foco, foi identificada possibilidade de alcançar retornos maiores do que os indicados no cenário referencial. Esses ganhos poderiam ser captados apenas caso fosse adotado o formato de parceria-total, dado que o formato de retorno preferencial apresentaria retornos fixos para o parceiro-investidor.

Com relação aos riscos adicionais decorrentes da adoção do formato de parceria-total, o parceiro-investidor acredita que seja possível minimizá-los em grande parte ao adotar a estruturação dos mecanismos de alinhamento de interesses e de governança e controle descritos neste trabalho.

#### 5.4 MECANISMOS DE GOVERNANÇA E CONTROLE [P.4]

De forma abrangente, o Shleifer e Vishny, (1997) tratam governança corporativa como os meios utilizados pelos fornecedores de recursos financeiros para as empresas assegurarem que haja retorno de seu investimento.

De modo mais específico, também define governança corporativa, como:

*“...o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para sua longevidade.” (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015)*

Um dos grandes objetivos da governança corporativa é facilitar o ingresso do capital de terceiros em uma sociedade, adotando mecanismos de controle, gerenciamento e terceirização da gestão. Esses mecanismos proporcionam ao parceiro-investidor condições de participar do processo de tomada de decisões relativas à incorporação sem a necessidade de despender tempo de sua equipe com a gestão operacional do empreendimento.

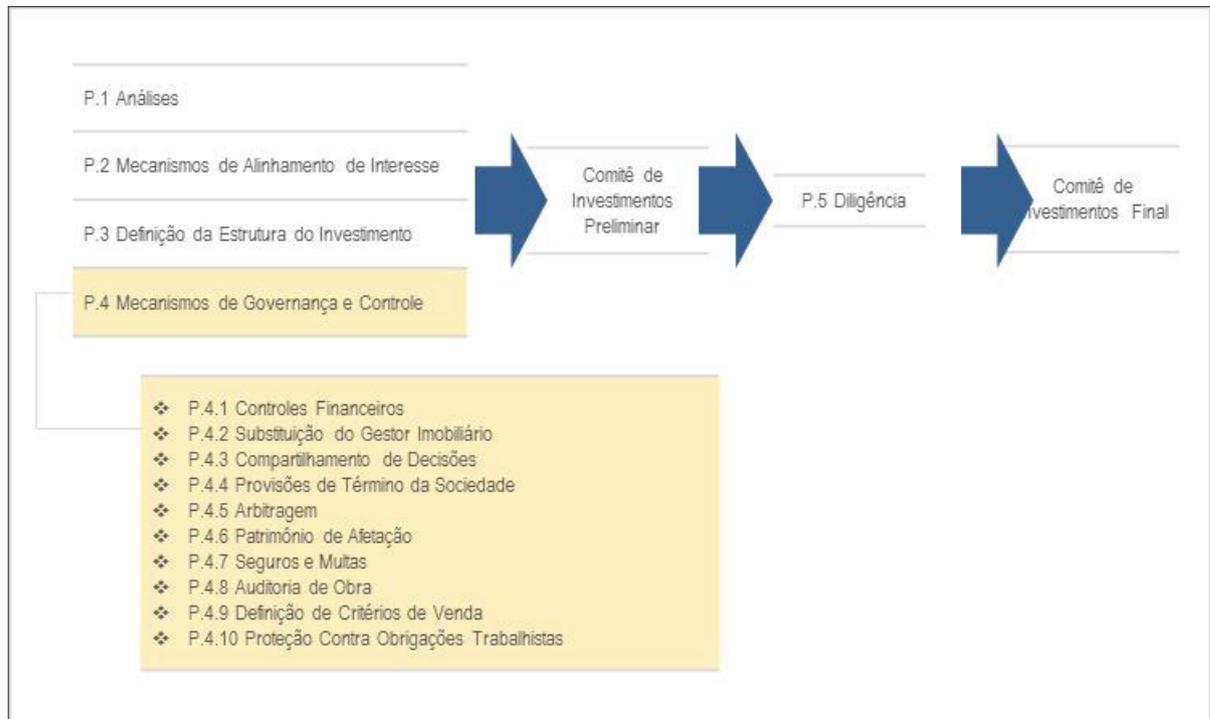
*“O que interessa na administração de um empreendimento é estabelecer meios de gestão para controlar o comportamento, procurando conter as variáveis monitoráveis dentro das expectativas do cenário referencial. Então, o que se pratica sempre é gerenciamento do empreendimento, com o objetivo de*

*diminuir o impacto dos riscos aos quais o comportamento está sujeito.” (Rocha Lima Jr., 2015a).*

Aplicadas ao tema deste trabalho, é possível estabelecer práticas de governança no acordo de acionistas e contrato de gestão imobiliária que regulem a relação entre incorporador e parceiro-investidor e estabeleçam modelos de controle dos procedimentos operacionais, tornando a gestão do empreendimento mais eficiente.

Conforme a Figura 12, a etapa em que há a definição dos mecanismos de governança e controle a serem adotados ao longo do *ciclo do real estate* residencial consiste em um conjunto de medidas de resposta ao risco que atuam no sentido de mitigar a ocorrência de certas situações ou transferir o risco associado para um terceiro.

**Figura 13: Planejamento de Resposta aos Riscos - Etapa de Mecanismos de Governança e Controle**



Fonte: A Autora

- **Controles Financeiros [P.4.1]**

Conforme Froes e Brenner (2003), a prestação de contas em um conceito amplo refere-se às explicações das informações que são colocadas à disposição dos *stakeholders* no que tange às informações financeiras e empresariais. Uma empresa que possui uma boa controladoria consegue produzir informações de qualidade para os seus parceiros.

A transparência é fundamental na divulgação das informações, de tal forma que não exista favorecimentos ou privilégios a determinados setores. Assim, as informações que são disponibilizadas devem refletir os reais acontecimentos nos procedimentos internos das organizações, não podendo prejudicar eventuais investidores.

Para um controle maior dos recursos financeiros pelo parceiro-investidor, pode ser estabelecido mecanismo de entrada e saída de recursos da conta-corrente do projeto. É importante que a estrutura adotada ofereça controle ao parceiro-investidor sem prejudicar o andamento eficiente dos procedimentos operacionais.

Além disso, pode ser contratada pela SPE uma empresa de auditoria financeira e contábil, responsável por verificar as origens das receitas, os destinos dos pagamentos por meio de auditoria de notas e contratos de compra e venda, bem como a auditoria das demonstrações financeiras elaboradas pelo incorporador.

Os procedimentos de controle de conta corrente, associados à auditoria das demonstrações financeiras da SPE, conforme Quadro 21, garantem ao parceiro-investidor maior segurança quanto à destinação dos recursos aportados. Essas medidas contribuem para a redução de ocorrência de DESVIO OU USO INDEVIDO DE RECURSOS POR PARTE DO INCORPORADOR [R.5.1.2] que implicam INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1] .

O controle financeiro, junto com a auditoria de obra, garante mais domínio sobre a destinação dos recursos aportados provendo maior segurança quanto ao andamento

do cronograma físico e financeiro da obra. Sendo assim, caso ocorra situação de risco de ter a CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5], torna-se mais descomplicado substituí-la.

**Quadro 21: Resposta aos Riscos – Controles Financeiros**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.1 Controles Financeiros	Mitigar	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
			R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor imobiliário	R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No que tange o fluxo de caixa, foi estabelecido para o estudo de caso exploratório, mecanismo de entrada e saída de recursos do caixa que, por um lado, oferece o devido controle ao parceiro-investidor e, por outro, permite o desenrolar eficiente dos procedimentos operacionais. De acordo com Nonino (2015), podem ser abertas duas contas-correntes, uma para entrada de recursos de aporte, financiamento e vendas, controlada pelo parceiro-investidor, denominada Conta A, e outra para o pagamento de despesas, controlada pelo incorporador, denominada Conta B. Mensalmente, o parceiro-investidor apura o saldo das contas, faz a previsão da necessidade de recursos, chama aporte dos sócios para a Conta A e transfere o necessário para o pagamento de despesas na Conta B.

Com isso, o parceiro-investidor tem segurança de que os recursos relativos às vendas, aos desembolsos do financiamento e ao aporte de investimento estão sob o seu controle e necessitam da sua assinatura e aprovação para que sejam utilizados.

Além disso, foi prevista a contratação, pela SPE, de empresa de auditoria financeira e contábil, responsável por verificar a origem das entradas e o destino dos pagamentos

por meio de auditoria de notas e contratos de compra e venda, além da auditoria das demonstrações financeiras elaboradas pelo incorporador.

- **Substituição do Gestor Imobiliário [P.4.2]**

Uma vez que o incorporador, na estrutura de parceria, apresenta o papel de parceiro e, ao mesmo tempo gestor imobiliário, é necessário incluir nos contratos, cláusulas de substituição do gestor imobiliário a exclusivo critério do parceiro-investidor. Assim, é possível evitar que a SPE dê continuidade à contratação dos serviços de um prestador que tenha demonstrado incapacidade.

Essa provisão nos contratos, que deve estabelecer situações específicas em que a substituição pode ocorrer, minimiza a possibilidade de ocorrência de ineficiências pelo incorporador no papel de gestor imobiliário e, ao mesmo tempo, soluciona o problema, caso seja de fato necessário destituir o incorporador como gestor imobiliário.

Assim, conforme Quadro 22, ao prever as situações de INCAPACIDADE TÉCNICA E OPERACIONAL DO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.1], DESVIO OU USO INDEVIDO DE RECURSOS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.2] e INADIMPLENTO CONTRATUAL PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.3], como motivos para substituição do gestor imobiliário a critério do parceiro-investidor, essa medida contribui para a redução da possibilidade de ocorrerem INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1].

**Quadro 22: Resposta aos Riscos – Substituição do Gestor Imobiliário**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.2 Substituição do Gestor Imobiliário	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	R.5.1.1 Incapacidade técnica e operacional do gestor imobiliário	3
					R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário	3
					R.5.1.3 Inadimplemento contratual pelo gestor imobiliário	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No estudo de caso exploratório, a provisão de substituição do gestor imobiliário tornou-se necessária na medida em que o incorporador representa o papel de gestor imobiliário e investidor ao mesmo tempo. Nesses casos, é fundamental que a substituição do gestor imobiliário seja decidida isoladamente pelo parceiro-investidor.

- **Compartilhamento de Decisões [P.4.3]**

O parceiro-investidor e o incorporador podem definir quais decisões são tomadas em conjunto pelos sócios, quais decisões são tomadas somente pelo incorporador no papel de gestor imobiliário e quais decisões são tomadas exclusivamente pelo parceiro-investidor. Essa provisão nos contratos minimiza desacordo entre os sócios na tomada de decisão, uma vez que estabelece previamente quem é o responsável por que tomada de decisão.

Conforme Quadro 23, o estabelecimento prévio do compartilhamento de decisões auxilia na mitigação de situações de risco de ocorrer DESACORDO ENTRE OS PARCEIROS NA TOMADA DE DECISÃO [R.5.2.3] que implica a ocorrência do fator de risco de INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE PARCEIRO [R.5.2].

**Quadro 23: Resposta aos Riscos – Compartilhamento de Decisões**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.3 Compartilhamento de Decisões	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.3 Desacordo entre os parceiros na tomada de decisão	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Em se tratando do estudo de caso exploratório, a seguir estão relacionadas as decisões que, conforme Nonino (2015) devem ser tomadas em conjunto pelas partes, aquelas tomadas exclusivamente pelo incorporador na qualidade de gestor

imobiliário e aquelas tomadas exclusivamente pelo parceiro-investidor incluídas nos contratos do empreendimento do estudo de caso exploratório:

- **Decisões conjuntas**

- Mudanças no escopo do empreendimento, tais como: conceito, prazo, escalonamento de fases, entre outros;
- Validação do orçamento de construção, seleção e contratação do construtor;
- Quaisquer mudanças nas premissas de venda previamente assumidas;
- Aprovação de vendas em desacordo com as premissas de venda previamente assumidas;
- Contratação de financiamento e/ou securitização de recebíveis;
- Definição e execução de desinvestimento;
- MOVIMENTAÇÃO DE CONTA A DA SPE, CONFORME EXPLICADO NO ITEM CONTROLES FINANCEIROS [P.4.1] ACIMA;
- Quaisquer mudanças no sistema de contas-correntes, transferência de recursos e chamadas de capital da SPE;
- Quaisquer ações de cunho jurídico da SPE.

- **Decisões exclusivas do parceiro-investidor**

- Rescisão do contrato de gestão imobiliária, em caso de inadimplemento do incorporador naquele contrato;
- Rescisão do contrato de construção, em caso de inadimplência do construtor naquele contrato, uma vez que o incorporador e construtor são a mesma figura;
- Contratação e destituição da empresa de monitoramento de construção;
- Contratação e destituição da empresa de auditoria financeira e contábil da SPE;
- Definição e execução de desinvestimento e/ou saída do empreendimento após habite-se.

- **Decisões exclusivas do incorporador**

- Todas as decisões operacionais do empreendimento que estejam de acordo com os critérios estabelecidos no contrato de gestão imobiliária;
- Representação da SPE perante órgãos públicos (RGI, prefeitura local, Receita Federal, entre outros);
- MOVIMENTAÇÃO DA CONTA B DA SPE, CONFORME EXPLICADO NO ITEM CONTROLES FINANCEIROS [P.4.1] ACIMA.

- **Provisões de Término da Sociedade [P.4.4]**

Kaplan e Stromberg (2002) mostram que empreendimentos financiados com capital próprio de terceiros são lastreados em complexos acordos contratuais, a maioria dos quais prevê cláusulas bem definidas de saída, tais como venda em mercado, alienação para terceiros ou para o parceiro.

Assim, é necessário estabelecer provisões de término da sociedade, em que definem os procedimentos a serem adotados caso ocorra inadimplemento de uma das partes ou desacordo quanto ao desinvestimento na sociedade.

Na medida em que estabelece regras para o término da sociedade, conforme o Quadro 24, as provisões de término da sociedade minimizam a probabilidade de

ocorrência de situação de risco em que há **DESACORDO QUANTO AO DESINVESTIMENTO NA SOCIEDADE [R.5.2.6]**, que implicam em **INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE PARCEIRO [R.5.2]**.

**Quadro 24: Resposta aos Riscos – Provisões de Término da Sociedade**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário	3
					R.5.1.3 Inadimplemento contratual pelo gestor imobiliário	3
					R.5.1.4 Vendas de unidades em condições desfavoráveis pelo gestor imobiliário	3
				R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro	2
					R.5.2.2 Inadimplemento contratual do parceiro	3
					R.5.2.6 Desacordo quanto ao desinvestimento na sociedade	3
				R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para o estudo de caso exploratório foram estabelecidas as seguintes provisões de término da sociedade conforme citadas por Nonino (2015):

- **Venda ou aquisição de participação do sócio:** No caso de inadimplemento por parte do incorporador, seja no papel de parceiro ou no papel de incorporador, o parceiro-investidor tem direito, a seu critério, de:
  - Vender a sua participação ao incorporador pelo valor que investiu até o momento de exercício da opção, somado a um percentual pré-estabelecido entre as partes.
  - Adquirir a participação do incorporador, pelo valor investido pelo incorporador até o momento de exercício da opção, descontando-se um percentual pré-estabelecido.

Na medida em que o incorporador possa ser penalizado caso ocorra DESVIO OU USO INDEVIDO DE RECURSOS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.2], INADIMPLEMENTO CONTRATUAL PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.3], INADIMPLEMENTO FINANCEIRO DO PARCEIRO (5.2.1), ou INADIMPLEMENTO CONTRATUAL DO PARCEIRO (R.5.2.2), essas situações de risco acabam sendo mitigadas.

- **Período de carência:** impedimento à saída dos sócios da SPE (incorporador e/ou parceiro-investidor) sem prévia autorização do outro sócio. Essa medida é especialmente relevante, pois para o parceiro-investidor é importante que o incorporador apresente o papel de parceiro do empreendimento e não apenas de prestador de serviços de gestão imobiliária, auxiliando na mitigação da situação de risco em que há INTERESSES DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [5.3.1].
- **Direito de preferência:** direito de um sócio de adquirir a participação de outro sócio, que tenha recebido uma oferta de terceiros por sua participação na SPE, nos mesmos termos e condições da oferta recebida.
- **Venda forçada do estoque de unidades ou recebíveis:** prerrogativa do parceiro-investidor de estabelecer um preço de venda forçada de unidades não vendidas após prazo de pré-determinado após o habite-se, observado o direito de preferência do incorporador de adquirir tais unidades ao preço de venda forçada.
- **Obrigação de recompra do estoque pelo incorporador:** obrigação do incorporador de recomprar da SPE créditos que não tenham sido repassados a instituições financeiras devido ao não cumprimento, no papel de gestor imobiliário, da medida de DEFINIÇÃO DE CRITÉRIOS DE VENDA [P.4.9] após prazo pré-determinado contados do habite-se, contribuindo para a mitigação da situação de risco em que ocorrem VENDAS DE UNIDADES EM CONDIÇÕES DESFAVORÁVEIS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.4].
- **Direito de Demanda de Venda de Cotas ou Drag Along:** direito de um sócio, ao receber uma oferta de terceiros por sua participação na SPE, de obrigar o outro sócio a vender sua participação, nos mesmos termos e condições da oferta recebida. Esse dispositivo é particularmente importante quando um sócio é minoritário e a oferta recebida pelo sócio majoritário é condicional à venda de 100%

e, também, quando um permutante detém participação minoritária diretamente no empreendimento, em consequência da permuta.

- **Direito de Adesão ou *Tag Along***: direito de um sócio de ter sua participação vendida nos mesmos termos de oferta de terceiros que o outro sócio tiver recebido. Esse dispositivo é um direito fundamental para um sócio minoritário na medida em que, caso o majoritário venda, ele (minoritário) tenha a opção de vender e escolher se quer ser sócio do comprador, ou não.
- **Direito de preferência de aquisição com inversão de oferta ou *Shot-Gun Clause***: essa cláusula normalmente é incluída quando os dois sócios apresentam participações relevantes na sociedade.
  - Um sócio A tem o direito de fazer uma oferta para comprar a participação do sócio B por determinado valor à vista;
  - O sócio B, ao receber a oferta, tem o direito de vender sua participação pelo valor ofertado em um determinado prazo;
  - Se sócio B decidir por não vender, tem a obrigação de comprar a participação do sócio A pelo mesmo valor da oferta.

- **Arbitragem [P.4.5]**

A arbitragem é uma forma de solução de conflitos, prevista na Lei 9.307/1996, que pode ser utilizada quando se está diante de um impasse decorrente de um contrato. Para isso, as partes nomeiam quantidade ímpar de árbitros para a tomada de decisão.

De acordo com Neves (2016), a arbitragem é uma forma alternativa de resolução de conflitos, fundada em dois elementos: (i) as partes escolhem um terceiro de sua confiança, responsável pela solução do conflito de interesses e (ii) a decisão desse terceiro é impositiva, o que significa resolver o conflito, independentemente da vontade das partes.

Mesmo utilizando-se dos mecanismos de governança e controle descritos neste capítulo, em investimentos realizados na forma de parceria é comum a ocorrência de divergência de opiniões entre as partes. Nesses casos, a decisão pode ser levada ao poder judiciário, podendo resultar em grandes prejuízos para a SPE e para os parceiros. Assim, conforme Quadro 25, a previsão do mecanismo de arbitragem é uma alternativa a ser adotada como forma de resolver situações de risco de CONFLITO ENTRE OS PARCEIROS [R.5.2.4] em um menor espaço de tempo.

No entanto, ao longo das entrevistas, foram apontadas situações de risco em que a arbitragem foi utilizada pela contraparte como forma de prejudicar o parceiro-investidor e tornar mais lento o processo de tomada de decisão.

Além disso, foi mencionado nas entrevistas que o resultado da arbitragem pode ser desfavorável ao parceiro-investidor e, como a decisão é impositiva, este não pode recorrer.

**Quadro 25: Resposta aos Riscos – Arbitragem**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.5 Arbitragem	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.4 Conflito entre os parceiros	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No estudo de caso exploratório foi prevista, nos contratos da parceria, a utilização de arbitragem em situações de conflito entre os sócios.

- **Patrimônio de Afetação [P.4.6]**

A estrutura de segregação de ativos por meio do patrimônio de afetação, conforme explicado no Capítulo 2, foi criada com o intuito de proteger os recursos financeiros antecipados à SPE por meio das vendas. Além disso, a instituição do patrimônio de

afetação, ao reduzir a possibilidade de contaminação da SPE pelo SGI, acaba por proteger os recursos do parceiro-investidor de eventual má gestão financeira ou, no limite, da falência do incorporador. Assim, conforme o Quadro 26, pode-se dizer que o patrimônio separado auxilia na mitigação de situações de risco de FALÊNCIA DO PARCEIRO [R.5.2.5], dado que aparta o patrimônio da SPE do patrimônio do incorporador.

**Quadro 26: Resposta aos Riscos – Patrimônio de Afetação**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.6 Patrimônio de Afetação	Mitigar	R.5 Parceria	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.5 Falência do parceiro	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No estudo de caso exploratório, foi prevista, nos contratos da parceria, obrigação do incorporador no papel de gestor imobiliário de adoção do patrimônio de afetação por meio do registro na matrícula do empreendimento. Essa medida é fundamental, dado que na AQI foi considerada tributação pelo RET, de 4% do VGV, que pode ser utilizada somente quando o patrimônio da SPE é afetado conforme a legislação.

- **Seguros e Multas [P.4.7]**

Ao longo do ciclo da incorporação, podem ser contratadas variadas formas de seguros para minimizar impactos causados por determinadas situações de riscos incorridas pela SPE e pelo parceiro-investidor. A seguir são descritos alguns dos seguros citados nas entrevistas.

Um dos seguros mais utilizados em contratos de construção na modalidade PMG é o seguro de performance de obra. Segundo Mendonça (2015), este seguro garante a execução da obra uma vez que, caso o contratado não consiga executar a construção nos moldes acordados no contrato PMG, a seguradora deve indenizar o contratante

da obra até o montante estabelecido na apólice do seguro. O seguro de performance de obra é oferecido por diversas seguradoras e costuma ser providenciado pela construtora, que então designa a SPE como única beneficiária.

Como este seguro pode apresentar alto custo, o valor segurado, em geral, não representa a totalidade do valor do contrato PMG, mas apenas o suficiente para cobrir eventuais sobrecustos, caso a construtora torne-se incapaz de finalizar a obra. Dessa maneira, conforme Quadro 27, o seguro de performance auxilia na redução de ocorrência de ter uma CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5] e [R.3.2.5] que implicam os fatores de risco de DESVIO DE PRAZO DE OBRA [R.3.1] e DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.2].

Além disso, a construtora deve providenciar seguro de riscos de engenharia, colocando a SPE como cossegurada, a fim de garantir danos causados ao próprio empreendimento incluindo cobertura de fundações, despesa de salvamento e contenção de sinistro, riscos da natureza e incêndio durante a execução da obra. Esse seguro auxilia na mitigação de DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] e DESVIO DE PRAZO DE OBRA [R.3.2], principalmente no que diz respeito a ERROS DE EXECUÇÃO [R.3.1.3] e [R.3.2.3] e CASOS FORTUITOS E/OU DE FORÇA MAIOR [R.3.1.7] e [R.3.2.7].

Ainda relacionados à obra, devem ser contratados, conforme a legislação aplicável, os seguros de acidentes de trabalho e seguro de vida para empregados da construtora, abrangendo morte por qualquer causa, indenização especial de morte por acidente, invalidez permanente total ou parcial por acidente, e invalidez permanente por doença. Esses seguros auxiliam na mitigação de fatores de risco relacionados a PROCESSOS TRABALHISTAS RELACIONADOS À OBRA [R.3.1.10] pois, mesmo sendo acionados por contratados da construtora esses processos trabalhistas podem eventualmente recair sobre a SPE e, conseqüentemente, sobre o parceiro-investidor.

Além dos seguros, também devem ser incluídos, de forma geral nos contratos da parceria, o pagamento de juros e multa no caso de descumprimento injustificado

de cláusulas contratuais. Esse ponto torna-se especialmente importante no contrato PMG, em que o pagamento de juros e multas são necessários para incentivar a construtora a cumprir os prazos, além de cobrir os prejuízos financeiros sofridos pela SPE no caso de atraso de obra.

A previsão de multa e juros em caso de atraso de obra auxilia, em geral, para a minimização das situações de riscos de ERROS DE PLANEJAMENTO [R.3.2.2], ERROS DE EXECUÇÃO [R.3.2.3], ESCASSEZ DE MÃO-DE-OBRA [R.3.2.4] e DESALINHAMENTO DE INTERESSES DO CONSTRUTOR [R.3.2.6] que implicam DESVIOS DE PRAZOS DE OBRA [R.3.2].

**Quadro 27: Resposta aos Riscos – Seguros e Multas**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.3 Erros de execução	3
					R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
					R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior	2
					R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.2 Erros de planejamento	2
					R.3.2.3 Erros de execução	3
					R.3.2.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra	2
					R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	2
					R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior	1

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos a Autora

Nos contratos da operação do estudo de caso exploratório foram previstos seguro de performance de obra de 10% do valor total do contrato PMG, além do seguro de riscos de engenharia e dos seguros de acidentes de trabalho e de vida para os funcionários, exigidos pela legislação.

Com relação à multa em caso de descumprimento do prazo de construção definido no contrato PMG, foi estabelecida multa contratual de R\$ 3 mil por dia de atraso limitada a 10% do valor do contrato PMG.

- **Auditoria de Obra [P.4.8]**

A auditoria de obra foi citada em diversas entrevistas como uma forma eficaz de monitoramento constante dos riscos relacionados à obra, possibilitando maior assertividade do parceiro-investidor no caso da ocorrência de eventos desfavoráveis.

A auditoria de obra reduz, de forma significativa, a ocorrência das situações de risco que levam ao fator de risco de DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] e de DESVIOS DE PRAZO DE OBRA [R.3.2], conforme Quadro 28.

É importante destacar que a auditoria de obra é responsável pela verificação do pagamento de impostos trabalhistas da construtora e das subcontratadas, de modo que auxilia na mitigação da situação de risco de PROCESSOS TRABALHISTAS RELATIVOS À OBRA [R.3.1.10] em nome da construtora ou subcontratadas que, no limite, podem afetar os sócios da SPE.

A única situação de risco que foi apontada como não sendo mitigada pela auditoria de obra foi a ALTERAÇÃO DE ESCOPO APÓS A ELABORAÇÃO DOS PROJETOS EXECUTIVOS [R.3.1.1] e [R.3.2.1], dado que essa situação ocorre anteriormente ao início da obra e, portanto, antes do início da auditoria de obra.

Todas as outras situações apontadas na MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS são minimizadas pela auditoria de obra, dado que esta medida contribui para uma identificação mais rápida das situações de risco, além de apontar soluções para problemas.

Por fim, a empresa responsável pela auditoria de obra, ao fiscalizar continuamente a execução dos serviços relacionados à construção, é capaz de identificar situações

de risco que levam à ocorrência do fator de risco de de BAIXA QUALIDADE DA OBRA [R.3.3] antes mesmo da entrega do empreendimento, aumentando as chances de sanar deficiências na construção, ou até mesmo apontando a necessidade de retenção dos recursos para pagamento da obra.

**Quadro 28: Resposta aos Riscos – Auditoria de Obra**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.2 Erros de planejamento	2
					R.3.1.3 Erros de execução	3
					R.3.1.4 Escassez de mão de obra	2
					R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
					R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	3
					R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior	2
					R.3.1.8 Embargo da obra	2
					R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra em relação à correção dos recebíveis	3
					R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2
					R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.2 Erros de planejamento
				R.3.2.3 Erros de execução		3
				R.3.2.4 Escassez de mão de obra		2
				R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra		2
				R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor		2
				R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior		1
				R.3.2.8 Embargo da obra		2
				R.3.3 Baixa qualidade da obra		R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora
					R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Foi incluída nos contratos da parceria do estudo de caso exploratório, a provisão de contratação de empresa de auditoria de obra com o seguinte escopo de serviços:

- Visitas ao local mensalmente;
  - Análise do *status* de aquisição de matéria-prima com relação ao orçamento;
  - Monitoramento do progresso com relação às variações, reclamações, litígios e outras questões contratuais para assegurar que elas estão sendo administradas de modo adequado e encerrem-se em tempo hábil;
  - Análise das projeções de fluxo de caixa;
  - Verificação da qualidade da instalação das obras;
  - Análise dos procedimentos relacionados à saúde e a segurança da obra;
  - Auxílio na resolução de problemas;
  - Monitoramento e verificação do pagamento de impostos dos funcionários das empresas contratadas;
  - Emissão de relatório mensal com o progresso detalhado, ocorrência de eventos negativos e ações de mitigação de riscos.
- 
- **Definição de Critérios de Venda [P.4.9]**

O parceiro-investidor pode adotar mecanismos que direcionam as vendas das unidades a compradores que apresentem capacidade de pagamento das parcelas de entrada e, ainda, renda suficiente requisitada pelas instituições financeiras para a obtenção do financiamento necessário para quitar a parcela após habite-se.

Para tal, podem ser previstas nos contratos da operação de investimento determinadas condições necessárias para a aprovação dos compradores, como comprovação de renda, emprego estável, número mínimo unidades por comprador<sup>12</sup>, idade mínima, entre outros.

---

12 O estabelecimento de um número mínimo de unidades por comprador evita a venda especulativa, uma vez que dificilmente usuários finais serão comprarão grande número de unidades em um mesmo empreendimento.

Assim, conforme Quadro 29, com a definição de critérios de venda pode ser mitigado o fator de risco de DISTRATOS GENERALIZADOS [R.2.3] e INADIMPLÊNCIA GENERALIZADA [R.2.4] por situações de risco do tipo INCAPACIDADE DE PAGAMENTO [R.2.2.3] e [R.2.4.1].

Como existe a situação de risco em que há VENDAS DE UNIDADES EM CONDIÇÕES DESFAVORÁVEIS PELO GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1.4] que podem gerar INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE GESTOR IMOBILIÁRIO [R.5.1] é possível estabelecer nos contratos relativos à parceria, previsão que obriga o incorporador a adquirir o crédito vendido em desacordo. A recompra pode ser efetuada por meio de desconto da distribuição desproporcional dos resultados ao fim do empreendimento. Essa medida substitui a necessidade de todos os contratos de compra e venda serem assinados ou auditados pelo parceiro-investidor.

É importante salientar que a definição de critérios de venda não reduz a possibilidade de ocorrerem mudanças na capacidade de pagamento do comprador. Como a análise de crédito é efetuada no momento da venda, ainda assim o comprador pode não apresentar situação financeira suficiente para tomada do financiamento à aquisição.

**Quadro 29: Resposta aos Riscos – Definição de Critérios de Venda**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.9 Definição de Critérios de Venda	Mitigar	R.2 Vendas	R.2.3 Distratos generalizados	R.2.3.3 Incapacidade de pagamento	3
				R.2.4 Inadimplência generalizada	R.2.4.1 Incapacidade de pagamento	2
			R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor imobiliário	R.5.1.4 Vendas de unidades em condições desfavoráveis pelo gestor imobiliário	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Nos contratos de parceria do estudo de caso exploratório foram estabelecidos critérios para atualização monetária dos preços da tabela de vendas, políticas de descontos e

critérios de enquadramento do comprador aos requisitos das instituições financeiras para o financiamento.

Primeiramente, foi incluída nos contratos da parceria tabela de vendas cujo preço médio iguala-se ao utilizado como premissa na AQL, a ser atualizado pelos mesmos índices de correção dos custos. Adotou-se para tal a atualização monetária pelo INCC até a obtenção do habite-se e por IGP-M depois disso.

Em seguida, foram adotadas regras para a concessão de descontos pelo incorporador, em que esse foi autorizado a conceder no máximo 3% (três por cento) de desconto no valor presente das unidades calculado a 12% a.a.. Dessa maneira, caso seja necessário praticar descontos acima das regras estabelecidas acima, o incorporador deve solicitar a autorização do parceiro-investidor.

Por fim, foram definidos critérios de enquadramento dos compradores quanto à renda e outros requisitos para obtenção de financiamento à aquisição (Quadro 30).

**Quadro 30: Estudo de Caso – Condições de Enquadramento dos Compradores**

Condições de Enquadramento dos Compradores	
Destinação	A venda das unidades pode ser efetuada apenas a pessoas físicas.
Idade total máxima	A idade do comprador, somada ao prazo de entrega da obra e ao prazo estimado de financiamento de 30 anos, deve ser inferior a 75 anos.
Tempo de Emprego	Se o comprador for assalariado, deve comprovar até 1 ano no emprego atual e 3 anos em empregos anteriores. Se o comprador for autônomo ou proprietário de empresa, deve comprovar no mínimo 3 anos na atividade.
Comprometimento de Renda	A relação entre a renda mensal bruta comprovada e o valor da parcela estimada do financiamento não deve exceder 30%
Valor máximo do financiamento	75% do valor de venda do imóvel
Prazo máximo de financiamento	30 anos
Compradores para compor a renda necessária	Máximo de 3, que devem assinar a escritura de compra e venda
Sistema de Amortização	SAC

Fonte: A Autora

- **Proteção contra Obrigações Trabalhistas [P.4.10]**

O parceiro-investidor pode adotar cláusulas contratuais que o isentam das responsabilidades trabalhistas relativas à construção e à SPE. Para tal, primeiramente pode ser previsto em contrato a impossibilidade de contratação de funcionários diretamente pela SPE. Os funcionários responsáveis pela implantação do empreendimento devem ser contratados pelo próprio incorporador, remunerado por meio da taxa de gestão imobiliária.

Além disso, ainda que a SPE seja solidária quanto a processos trabalhistas, nos contratos da operação, qualquer responsabilidade trabalhista deve ser transferida e, portanto, arcada pelo incorporador. Essa disposição oferece um conforto adicional ao parceiro-investidor caso a SPE tenha de arcar com custos de processos trabalhistas, pois este deverá ser reembolsado pelo incorporador.

Dessa maneira, conforme Quadro 31, as provisões de proteção contra obrigações trabalhistas auxiliam na redução de situações de PROCESSOS TRABALHISTAS RELATIVOS À OBRA [R.3.1.10] que implicam DESVIOS DE CUSTOS DE OBRA [R.3.1] além de AÇÕES JUDICIAIS EM NOME DA SPE [R.1.3.4] relativas a processos trabalhistas que implicam DESVIOS DE CUSTOS DE FORMATAÇÃO [R.1.3].

A proteção contra obrigações trabalhistas é adotada pelo parceiro-investidor com o intuito de transferir esses riscos ao incorporador. No entanto, vale ressaltar, este é um acordo entre as partes e a legislação trabalhista brasileira é conhecida como altamente protecionista, de modo que é possível que processos trabalhistas recaiam contra o parceiro-investidor, em especial no formato de parceira-total, em que este apresenta papel de sócio. Assim, é possível que o parceiro-investidor não consiga fazer exercer as cláusulas de proteção contra obrigações trabalhistas estabelecidas nos contratos da parceria, arcando, portanto, com os prejuízos financeiros decorrentes delas.

**Quadro 31: Resposta aos Riscos – Proteção contra Obrigações Trabalhistas**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.4 Governança	P.4.10 Proteção Contra Obrigações Trabalhistas	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE	2
			R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Foram incluídas nos contratos da parceria do estudo de caso exploratório cláusulas contratuais que prevêm a transferência para o incorporador de quaisquer obrigações trabalhistas referentes à obra ou à SPE, ressalvada a possibilidade de que os prejuízos recaiam sobre o parceiro-investidor dada a característica altamente protecionista da legislação trabalhista no Brasil. Também foi incluída cláusula que impossibilita a contratação de funcionários pela SPE.

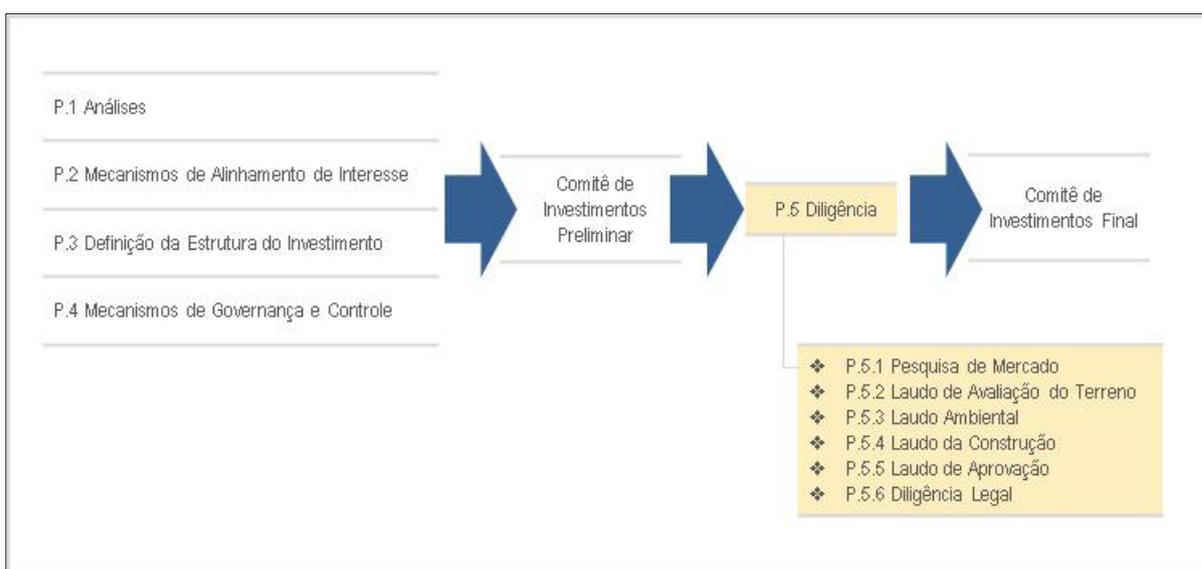
## 5.5 DILIGÊNCIA [P.5]

A etapa de diligência consiste em um conjunto de medidas de resposta ao risco que atuam no sentido de mitigar a ocorrência de certas situações de risco, dado que ou as reduzem em sua probabilidade ou impacto.

A diligência nada mais é do que a contratação de prestadores de serviços de PESQUISA DE MERCADO [P.5.1], para verificar o preço de venda adequado, LAUDO DE AVALIAÇÃO DO TERRENO [P.5.2] com o intuito de validar a real situação do empreendimento no que diz respeito a preço do terreno, LAUDO AMBIENTAL [P.5.3], para verificar possíveis passivos ambientais, LAUDO DE CONSTRUÇÃO [P.5.4], para validar o custo de construção adotado, LAUDO DE APROVAÇÃO [P.5.5], para verificar a viabilidade de aprovação do empreendimento, e DILIGÊNCIA LEGAL [P.5.6], para analisar questões legais do terreno, da SPE, dos vendedores e dos parceiros (Figura 13).

O processo de diligência envolve custos de contratação dos prestadores de serviços. Por isso, somente é iniciado quando as informações disponibilizadas pelo incorporador ou outras informações públicas a respeito do empreendimento já foram submetidas à análise imobiliária, da qualidade do investimento e dos parceiros e pré-aprovadas pelo comitê de investimentos preliminar do parceiro-investidor.

**Figura 14: Planejamento de Resposta aos Riscos – Etapa de Diligência**



Fonte: A Autora

Para garantir a isenção de opinião dos prestadores de serviços de diligência, estes devem ser contratados diretamente pelo parceiro-investidor, que também arca com os custos. Esse é o primeiro desembolso do parceiro-investidor para o projeto e, caso essa diligência aponte questões de risco insuperáveis, o investidor pode ter custeado a diligência sem investir de fato no projeto.

- **Pesquisa de Mercado [P.5.1]**

Para a pesquisa de mercado deve ser contratada empresa que levanta informações primárias e secundárias a respeito da região de influência do empreendimento com o intuito de analisar o projeto tanto sob o aspecto da demanda quanto da oferta.

Clemente *et al.* (1998) descrevem estudo de mercado como o conjunto de atividades orientadas para prever as vendas e os preços de certo produto com o intuito de estimar as receitas futuras. O estudo de mercado determina a capacidade que a economia tem para absorver o produto ou serviço em estudo e estima a evolução futura dessa capacidade de absorção durante a vida útil do projeto.

Hirschfeld (2000) acrescenta que, ao se fazer um estudo de mercado, deve-se analisar o potencial do mercado e das regiões que o compõem, suas tendências de crescimento, possibilidade de entrada de novos produtos/serviços, além de outros fatores. Dessa maneira, tem-se um estudo voltado para a identificação dos hábitos do mercado, seu comportamento e sua reação a preços, bem como a aceitação de produtos/serviços que podem vir a substituí-los.

A análise da oferta contempla um levantamento de todos os empreendimentos em fase de vendas, breve lançamento ou em processo de aprovação que podem representar concorrência para o projeto. Informações como produto, localização, padrão de construção, estoque, velocidade de vendas, preço e tabela de venda devem ser analisadas e comparadas com o produto a ser ofertado.

A partir do levantamento das informações de preço dos empreendimentos concorrentes, adotando-se critérios de homogeneização<sup>13</sup> se necessário, a empresa de pesquisa pode estimar um provável preço de venda para o empreendimento. Esse preço é utilizado para validar aquele assumido pelo parceiro-investidor na análise de qualidade do empreendimento.

Conforme Quadro 32, ao analisar as características da concorrência do empreendimento, a pesquisa imobiliária atua como um mitigante do fator de risco de DESVIO NA VELOCIDADE DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.1] e DESVIO NO PREÇO DE VENDAS DAS UNIDADES [R.2.2] devido

---

13 A homogeneização é um método em que se multiplica o preço de um produto por fatores percentuais com o objetivo de padronizar características como padrão de construção, localização, tamanho da unidade, áreas comuns, vagas de garagem etc., para possibilitar uma comparação entre empreendimentos com características diferentes.

a situações de ERROS NO PLANEJAMENTO DO PRODUTO [R.2.1.1] e [R.2.2.1] e EXCESSO DE OFERTA [R.2.1.2] e [R.2.2.2].

Do ponto de vista de demanda, é possível utilizar dados secundários como renda, número de famílias, PIB, PIB *per capita*, fluxo de pessoas e vetores de crescimento da cidade que, analisados conjuntamente à concorrência, podem determinar o potencial da demanda que deseja adquirir o produto e apresenta as condições financeiras necessárias para tal. Além disso, também é possível efetuar pesquisa de demanda, coletando reações e impressões de grupos-alvo sobre o conceito, localização, preço e condições de venda do empreendimento.

É importante ressaltar, no entanto, que a análise da demanda potencial de um empreendimento, apesar de ser fundamental para o sucesso do investimento, é extremamente subjetiva e mesmo uma análise mais profunda, com todos os dados disponíveis, pode não ser totalmente conclusiva.

**Quadro 32: Resposta aos Riscos – Pesquisa de Mercado**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.1 Pesquisa de Mercado	Mitigar	R.2 Vendas	R.2.1 Desvio na velocidade de vendas das unidades	R.2.1.1 Erros no planejamento do produto	2
					R.2.1.2 Excesso de oferta	2
				R.2.2 Desvio no preço de vendas das unidades	R.2.2.1 Erros no planejamento do produto	3
					R.2.2.2 Excesso de oferta	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

O resultado da pesquisa do estudo de caso exploratório indicou preço das unidades 5% maior do que aqueles considerados na AQI. Assim, a revisão da AQI com os preços resultantes da pesquisa de mercado mostrou impacto marginal nos indicadores.

- **Laudo de Avaliação do Terreno [P.5.2]**

Um dos objetivos do laudo de avaliação do terreno está em oferecer conforto ao parceiro-investidor quanto ao valor do terreno de acordo com a avaliação imparcial de um terceiro. Além disso, também assegura um mapeamento da oferta de terrenos similares ao terreno do empreendimento.

Para isso, a empresa contratada efetua uma busca de terrenos que se encontram à venda, ou que foram vendidos, que apresentem tamanho e uso equivalente, localizados em regiões próximas ao terreno avaliado. Muitas vezes não é possível encontrar terrenos equivalentes, sendo necessário utilizar critérios de homogeneização<sup>14</sup>. Além disso, a comparação de terrenos torna-se complexa, uma vez que o valor do terreno depende, em grande parte, da sua situação jurídica.

Deve ser ressaltado que o valor indicado pela empresa de avaliação não é gerado por meio de uma AQI e deixa de considerar uma série de questões quanto aos retornos potenciais relativos ao terreno. Além disso, a comparação de terrenos torna-se complexa, uma vez que o valor do terreno depende, em grande parte, da sua situação jurídica.

Por isso, o objetivo do laudo de avaliação do terreno é oferecer conforto adicional para o parceiro-investidor quanto à quantidade de oferta e preços de terrenos similares ao terreno do empreendimento, ainda que não possa ser utilizado como verdade absoluta a respeito do valor adequado para aquisição.

Conforme Quadro 33, o laudo de avaliação mitiga o fator de risco de AQUISIÇÃO DE TERRENO POR VALOR INADEQUADO [R.1.1] em situações em que os tomadores de decisão fazem ADOÇÃO DE PREMISSAS OTIMISTAS SEM DEVIDA ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO [R.1.1.1],

---

14 Nesse caso, a homogeneização se daria com o intuito de padronizar características de terrenos para possibilitar a comparação de preços.

O laudo de avaliação do terreno também representa um mitigante para o fator de risco de DESALINHAMENTO DE INTERESSE DO INCORPORADOR [R.5.3] em situações em que há LUCRO NA VENDA DO TERRENO PELO INCORPORADOR À SPE [R.5.3.2], uma vez que por meio do laudo é possível determinar, com imparcialidade, se o incorporador está considerando valores acima do preço de mercado para o terreno exatamente porque está efetuando o desinvestimento.

**Quadro 33: Resposta aos Riscos – Laudo de Avaliação do Terreno**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.2 Laudo de Avaliação do Terreno	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	3
			R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.2 Lucro na venda do terreno pelo incorporador à SPE	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para a elaboração do laudo de avaliação do terreno do empreendimento do estudo de caso exploratório, o parceiro-investidor contratou empresa para efetuar uma busca de terrenos que se encontram à venda, ou que foram vendidos, que apresentem tamanho e uso equivalente, localizados em regiões próximas ao terreno avaliado.

O laudo de avaliação indicou um valor de avaliação para o terreno de R\$ 8,0 a R\$ 11,0 mil da Base, enquanto que o valor de aquisição foi de R\$ 10,3 mil da Base. Portanto, considerou-se que não foram encontradas distorções entre o valor de aquisição do terreno do empreendimento e o que está sendo ofertado pelo mercado.

- **Laudo Ambiental [P.5.3]**

O laudo ambiental consiste em uma análise por parte de terceiros quanto a existência de passivos ambientais no terreno, decorrentes dos usos atuais ou anteriores da propriedade, que possam inviabilizar a aprovação do projeto pelos órgãos ambientais

pertinentes. Para tal, é necessário contratar empresa especializada no assunto para emitir um parecer atestando a viabilidade de implantação de uma incorporação residencial no local.

O laudo ambiental inclui reconhecimento da área e análise de dados históricos para busca de passivos ambientais relacionados à topografia, uso do solo, existência de fluxos de água, presença de odores, restrições legais e ambientais para o empreendimento entre outras avaliações.

Conforme o Quadro 34, o laudo ambiental também auxilia na mitigação da situação de risco de SOLICITAÇÃO DE ALTERAÇÕES, ESTUDOS OU COMPENSAÇÕES [R.1.2.1] e [R.1.3.4] que levam ao DESVIO DE PRAZO PARA A APROVAÇÃO DO EMPREENDIMENTO [R.1.2] e DESVIO NO CUSTOS DE FORMATAÇÃO [R.1.3]. Além disso, pode auxiliar na mitigação do fator de risco de PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4] devido a situações de risco de APONTAMENTO RELATIVO AO TERRENO [R.1.4.1] e QUESTIONAMENTO *a posteriori* PELOS ÓRGÃOS PÚBLICOS [R.1.4.4].

**Quadro 34: Resposta aos Riscos – Laudo Ambiental**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.3 Laudo Ambiental	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.2 Desvio de prazo para a aprovação do empreendimento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	2
				R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	1
				R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno	2
					R.1.4.4 Questionamento a posteriori pelos órgãos públicos	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

Para elaboração do laudo ambiental do estudo de caso exploratório, o parceiro-investidor contratou empresa para verificar a existência de passivos ambientais no terreno do empreendimento do estudo de caso exploratório com o seguinte escopo:

- Reconhecimento detalhado da área, para fins de avaliação das condições ambientais, por meio da observação do uso atual do solo na propriedade e nas áreas imediatamente adjacentes;
- Análise dos dados existentes sobre o histórico da propriedade por intermédio de entrevistas com proprietários e ocupantes do imóvel e análise de documentos;
- Reconhecimento das áreas para a identificação de possíveis evidências de impactos ambientais;
- Observação do uso do solo na área em questão e nas propriedade imediatamente adjacentes;
- Observação da topografia do terreno a fim de identificar a direção de fluxo de águas superficiais;
- Identificação de fossas sépticas e represamentos internos à propriedade;
- Presença de odores no local, provenientes de fontes internas ou externas à propriedade;
- Análise do uso e ocupação do solo dos terrenos próximos;
- Usos que possam comprometer a qualidade ambiental da área, como unidades industriais, áreas de disposição de resíduos e postos de abastecimento e áreas de especial interesse ecológico, histórico, cultural, social e de infraestrutura, as quais demandem medidas especiais de proteção;
- Identificação de restrições legais que possam impedir ou limitar o uso da propriedade como reservas legais e áreas de preservação permanente.

O laudo ambiental a respeito do estudo de caso exploratório concluiu que não se pode afirmar que nunca houve disposição de produto perigoso no local. Ressalta-se, porém, que a documentação analisada não indicou uso industrial anterior, de forma que o risco de existência de potenciais passivos ambientais que possam afetar a qualidade do solo e das águas subterrâneas foi considerado baixo.

Além disso, a empresa encontrou áreas de preservação permanente, o que indica a necessidade de supressão de vegetação e medidas compensatórias, como plantio

de árvores em outro local. Para fins de planejamento, deve ser considerada a possibilidade de acréscimo de custo para cumprimento das medidas compensatórias.

Por esse motivo, na AQI foi considerado um custo adicional de R\$ 500 mil para custear a implantação das medidas compensatórias.

- **Laudo da Construção [P.5.4]**

O laudo da construção basicamente concede um parecer quanto ao preço e prazo de mercado para a construção do empreendimento. O laudo da construção é feito em duas fases. A primeira ocorre antes da entrada do parceiro-investidor no empreendimento, quando apenas os projetos preliminares estão disponíveis, e a segunda quando os projetos executivos estão finalizados. É importante destacar que, em muitas situações, a entrada do parceiro-investidor ocorre apenas com a primeira fase realizada.

Conforme Quadro 35, o laudo de construção auxilia na mitigação do fator de risco de DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] e DESVIO DE PRAZO DE OBRA [R.3.2] devido a ERROS DE PLANEJAMENTO [R.3.1.2] e [R.3.2.2], pois valida o orçamento e planejamento efetuado pelo construtor.

O laudo de construção auxilia na mitigação do fator de risco de DESVIO DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] em situações de risco em que tem-se a CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5]. Isso ocorre porque a auditoria de construção indica se o custo e o prazo adotados condizem com aqueles utilizados pelo mercado para a construção do empreendimento-alvo.

O laudo de construção também reduz a possibilidade de contratar a construção por preços muito acima do custo real para o empreendimento, auxiliando na mitigação do fator de risco de DESALINHAMENTO DO INTERESSE DO INCORPORADOR [R.5.3], em situação em que há INTERESSE DO INCORPORADOR VOLTADO PARA OUTRAS RECEITAS [R.5.3.1], no caso,

a de construção, em vez de buscar bons resultados para o empreendimento no papel de investidor.

É importante destacar, no entanto, que o laudo de construção diminui os riscos de construção de maneira superficial, uma vez que, conforme apontado pela MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, são inúmeras as situações de riscos que podem levar a desvios de custos e prazos e que não podem ser previstas pelo laudo.

**Quadro 35: Resposta aos Riscos – Laudo de Construção**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.4 Laudo de Construção	Mitigar	R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.2 Erros de planejamento	2
					R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.2 Erros de planejamento	2
			R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	R.5.3.1 Interesse do incorporador voltado para outras receitas	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

O laudo de construção do empreendimento do estudo de caso exploratório, contratado pelo parceiro-investidor, resultou nos custos de construção das edificações e da infraestrutura do loteamento indicados na Tabela 7:

**Tabela 7: Estudo de Caso Exploratório – Resultado do Laudo de Construção**

Custos de Construção (R\$ mil da Base)					
	Custo da AQI	Área Privativa	Custo/m2	Laudo de Cos- trução	Δ%
Fase 1	R\$ 21,653	8,739	R\$ 2.50	R\$ 20,138	-7%
Fase 2	R\$ 21,656	8,880	R\$ 2.40	R\$ 21,223	-2%
Fase 3	R\$ 18,775	7,478	R\$ 2.50	R\$ 17,743	-6%
Fase 4	R\$ 19,296	7,821	R\$ 2.50	R\$ 19,199	-1%
Infraestrutura	R\$ 15,833	38,964		R\$ 16,023	1%
Total	R\$ 97,213			R\$ 94,325	-3%

Fonte: A Autora

O resultado do laudo de construção do estudo de caso exploratório indicou preços de mercado similares àqueles orçados inicialmente, o que indica a viabilidade de contratar outra construtora, a preços similares, caso a construtora contratada mostre-se inapta. Além disso, a similaridade com os custos de construção adotados na AQI indica que o custo de construção pode ser considerado adequado, reduzindo a possibilidade de o construtor obter ganhos excessivos com a construção na modalidade PMG.

- **Laudo de Aprovação [P.5.5]**

É possível contratar escritório de arquitetura especializado na legislação do município para certificar-se de que o projeto considerado pelos incorporadores está de acordo com o plano diretor e lei de ocupação do solo do município e, portanto, determinar se o projeto é passível de aprovação.

Conforme o Quadro 36, o laudo de aprovação também auxilia na diminuição da situação de risco de SOLICITAÇÃO DE ALTERAÇÕES, ESTUDOS OU COMPENSAÇÕES [R.1.2.1] e [R.1.3.3] que levam ao DESVIO DE PRAZO PARA A APROVAÇÃO DO EMPREENDIMENTO [R.1.2] e DESVIO DE CUSTOS DE FORMATAÇÃO [R.1.3.4]. Além disso, podem auxiliar na redução do fator de risco de PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4] devido a situações de risco de APONTAMENTO TÉCNICO, JURÍDICO OU AMBIENTAL RELATIVO AO TERRENO [R.1.4.1] e QUESTIONAMENTO *a posteriori* PELOS ÓRGÃOS GOVERNAMENTAIS [R.1.4.4].

O laudo de aprovação mitiga também situações de risco em que há ALTERAÇÃO DE ESCOPO APÓS A ELABORAÇÃO DOS PROJETOS EXECUTIVOS [R.3.1.1] e [R.3.2.1] causando DESVIOS DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] e DESVIOS DE PRAZO DE OBRA [R.3.2], dado que indica a viabilidade de aprovação do projeto elaborado pelo incorporador de acordo com a legislação do município vigente, diminuindo a possibilidade de solicitação de alterações do projeto pelos órgãos públicos.

**Quadro 36: Resposta aos Riscos – Laudo de Aprovação**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.2 Desvio de prazo para a aprovação do empreendimento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	2
				R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	1
				R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	R.1.4.4 Questionamento a posteriori pelos órgãos públicos	2
			R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno		2	
			R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

A respeito do estudo de caso exploratório, o parceiro-investidor contratou escritório de arquitetura especializado na legislação do município para certificar-se de que o projeto considerado pelos incorporadores para o empreendimento está de acordo com o plano diretor e lei de ocupação do solo do município e, portanto, determinar se o projeto é passível de aprovação.

O laudo de viabilidade do projeto concluiu que existe documentação ambiental pendente, que deve ser renovada para que a prefeitura possa conceder a aprovação do projeto. Também foram encontrados débitos de IPTU. Além desses dois pontos, não foram encontradas razões aparentes para eventual indeferimento da aprovação do projeto.

Os apontamentos do laudo foram considerados tanto na AQI quanto na estrutura jurídica dos contratos da operação. Na estrutura foi considerada como condição precedente à entrada do investidor a apresentação da documentação ambiental pendente eo parcelamento do IPTU em condições pré-estabelecidas. Na AQI, os

débitos de IPTU foram assumidos pela SPE, os quais serão descontados do valor de aquisição do terreno.

- **Diligência Legal [P.5.6]**

A diligência legal verifica a situação jurídica do terreno, dos proprietários atuais do terreno e antecessores, da construtora, do incorporador e da SPE. O objetivo da diligência legal é a verificação da titularidade do imóvel e da possibilidade de alienação pelos proprietários, bem como a existência de eventuais contingências de qualquer natureza relativas aos envolvidos na operação que possam representar impedimento para efetivação do investimento.

Apesar de a diligência legal avaliar certos aspectos ambientais do terreno refletidos nos documentos, não constitui seu objeto a análise ou avaliação de relatórios técnicos referentes ao processo de licenciamento ambiental.

A diligência legal do terreno do empreendimento verifica a sua titularidade e a existência de contingências relativas ao terreno que impeçam a sua alienação ou implantação do empreendimento.

Conforme Quadro 37, a diligência legal do terreno auxilia na mitigação de situações de risco em que há APONTAMENTO RELATIVO AO TERRENO [R.1.4.1], mais especificamente com relação aos apontamentos jurídicos e, em menor grau apontamentos técnicos e ambientais caso sejam indicados nos documentos e certidões analisados. A diligência legal do terreno também pode apontar eventuais impedimentos para a aprovação do empreendimento, mesmo que os órgãos pertinentes concedam a aprovação, reduzindo a possibilidade de QUESTIONAMENTO A POSTERIORI PELOS ÓRGÃOS GOVERNAMENTAIS [R.1.4.4]. As mitigações dessas duas situações evitam a ocorrência de PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4].

A diligência legal dos proprietários atuais e antecessores analisa suas certidões durante número de anos pré-estabelecido. Seu objetivo é encontrar, caso existam, eventuais passivos em nome dos proprietários atuais ou anteriores que possam gerar questionamento da venda do terreno por terceiros credores. Sendo assim, esta parte da diligência jurídica mitiga o fator de risco de PARALISAÇÃO DO CICLO DE *real estate* RESIDENCIAL [R.1.4] devido a eventual APONTAMENTO RELATIVO AOS PROPRIETÁRIOS DO TERRENO OU ANTECESSORES [R.1.4.2].

A diligência da construtora tem como objetivo verificar a existência de passivos contra a construtora que podem vir a afetar sua capacidade financeira. Dessa forma, a diligência legal da construtora auxilia na mitigação de situação de risco em que tem-se a CONSTRUTORA INAPTA A FINALIZAR A OBRA [R.3.1.5] e [R.3.2.5] por incapacidade financeira, causando DESVIOS DE CUSTO DE OBRA [R.3.1] e DESVIO DE PRAZO DE OBRA [R.3.2].

Essa diligência é especialmente importante quando há contratação da construtora na Modalidade PMG, dado que esta assume os riscos de sobrecustos relativos à construção e, portanto, deve apresentar capacidade de suporte.

A diligência legal do incorporador verifica a existência de passivos contra o incorporador que possam prejudicar sua capacidade em cumprir com as obrigações financeiras assumidas com a SPE. Dessa maneira, auxilia na mitigação de situações de risco de INADIMPLEMENTO FINANCEIRO DO PARCEIRO [R.5.2.1] e FALÊNCIA DO PARCEIRO [5.2.5] gerando INEFICIÊNCIAS CAUSADAS PELO INCORPORADOR NO PAPEL DE PARCEIRO [R.5.2].

A diligência legal da SPE verifica a existência de passivos contra a SPE que possam recair posteriormente sobre o parceiro-investidor por conta de sua entrada como sócio. Essa diligência é particularmente importante caso o parceiro-investidor entre no investimento em fases mais avançadas do ciclo de *real estate* residencial. Sendo assim, a diligência legal da SPE mitiga situação de risco de ocorrer ATRIBUIÇÃO DE PASSIVOS ANTERIORES DA SPE SOBRE O PARCEIRO-INVESTIDOR [R.1.3.5].

**Quadro 37: Resposta aos Riscos – Diligência Legal**

Resposta aos Riscos			Riscos			
Etapa	Medida	Estratégia	Fase	Fator de Risco	Situação de Risco	Priorização
P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar	R.1 Formatação	R.1.3 Desvios nos custos de formatação	R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor	1
				R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno	2
					R.1.4.2 Apontamento relativo aos proprietários do terreno ou antecessores	2
					R.1.4.4 Questionamento a posteriori pelos órgãos públicos	2
			R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3
				R.3.2 Desvio de prazo de obra	R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra	2
			R.5 Parceria	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro	2
					R.5.2.5 Falência do parceiro	3

Fonte: Matriz de Gerenciamento de Riscos, a Autora

No Quadro 38 encontra-se resumo dos apontamentos feito pelo escritório que efetuou a diligência legal no estudo de caso exploratório. Na coluna ao lado, estão os comentários do parceiro-investidor quanto à forma de tratar e minimizar os riscos relativos às questões levantadas.

**Quadro 38: Estudo de Caso – Resultado da Diligência Legal**

Apontamentos da Diligência	Medidas Adotadas pelo Parceiro-investidor
<b>SPE</b>	
Nenhuma contingência relevante identificada que poderia afetar a transação	Sem comentários.
<b>Incorporador, construtor e gestor imobiliário</b>	
Foi identificado passivo contingente de R\$ 4.600 mil da Base.	O total da dívida encontrada é pequeno se comparado ao patrimônio total da empresa de R\$ 88.000 mil da Base.
<b>Antecessores</b>	
Não foram encontrados passivos nos antecessores.	Sem comentários.
<b>Proprietários do Terreno</b>	
Foi encontrada possível contingência de R\$ 900 mil da Base em nome de um dos proprietários do terreno.	<p>Todos os proprietários do terreno permanecerão como conjuntamente responsáveis por eventuais contingências em nome de todos os proprietários.</p> <p>Os proprietários do terreno permaneceram com um dos lotes, avaliado em R\$ 1.800 mil da Base. Sendo assim, a venda do terreno está protegida em caso de dívidas anteriores à venda em montante inferior a este valor</p>
<b>Terreno</b>	
<p>As licenças ambientais, essenciais para a obtenção da autorização para execução do loteamento, encontram-se vencidas. Foram identificados riscos de renovação de referidas licenças.</p> <p>Foram identificados débitos de IPTU relativos ao terreno.</p>	<p>A obtenção o alvará de construção, que por sua vez depende da emissão das licenças ambientais vencidas, é condição precedente para o primeiro aporte de recursos pelo parceiro-investidor no empreendimento.</p> <p>A dívida de IPTU será assumida pela SPE na aquisição do terreno de forma que o pagamento aos proprietários do terreno é a diferença entre o valor de venda e a dívida de IPTU. O parcelamento do IPTU em condições pré-estabelecidas também foi considerado como condição precedente para entrada do parceiro-investidor.</p>

Fonte: A Autora

Uma vez finalizado o processo de planejamento de resposta aos riscos descrito acima, deve-se submeter novamente o empreendimento ao comitê do investidor. Nessa última etapa, o parceiro-investidor decide se o planejamento de resposta aos riscos elaborado encontra-se adequado aos riscos identificados e se o nível de risco remanescente decorrente do investimento no empreendimento está de acordo com o retorno potencial e suas expectativas.

## 6 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi a identificação abrangente dos riscos relacionados ao *real estate* residencial na perspectiva de parceiros-investidores e a apresentação do processo de investimento a ser adotado como resposta. Para isso, ao longo dos Capítulos 4 e 5 foi elaborada a MATRIZ DE GERENCIAMENTO DE RISCOS (Quadro 39) que pode ser visualizada a seguir, de forma completa, com a inclusão dos riscos identificados, analisados e das medidas que podem ser adotadas para redução de cada um deles.

**Quadro 39: Matriz de Gerenciamento de Riscos – Completa**

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.1 Formatação	R.1.1 Aquisição do terreno por valor inadequado	Baixa qualidade do investimento	R.1.1.1 Excesso de otimismo quanto aos resultados potenciais do empreendimento	3	P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar
					P.1 Análises	P.1.3 Análise da Qualidade do Investimento	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.2 Laudo de Avaliação do Terreno	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.1 Formatação	R.1.2 Desvio de prazo para a aprovação do empreendimento	Postergação do lançamento	R.1.2.1 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	3	P.5 Diligência	P.5.3 Laudo Ambiental	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
		R.1.2.2 Paralisação dos órgãos responsáveis pela aprovação	2	P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir	
				P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir	

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.1 Formatação	R.1.3 Desvios nos custos de formatação	Aumento no aporte	R.1.3.1 Desvio das despesas de marketing	1	P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.1.3.2 Desvio de despesas gerais de incorporação	1	P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.1.3.3 Solicitação de alterações, estudos ou compensações	1	P.5 Diligência	P.5.3 Laudo Ambiental	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.1.3.4 Ações Judiciais em nome da SPE	2	P.4 Governança	P.4.10 Proteção Contra Obrigações Trabalhistas	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.3 Sociedade em Conta de Participação	Transferir
			R.1.3.5 Atribuição de passivos anteriores da SPE sobre o parceiro-investidor	1	P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir					
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir					
P.3 Estrutura	P.3.3 Sociedade em Conta de Participação	Transferir					

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.1 Formatação	R.1.4 Paralisação do ciclo de real estate residencial	Disputa judicial, perda da totalidade ou parte do terreno, impossibilidade de desenvolver o projeto	R.1.4.1 Apontamento relativo ao terreno	2	P.5 Diligência	P.5.3 Laudo Ambiental	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir
			R.1.4.2 Apontamento relativo aos proprietários do terreno ou antecessores	2	P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir
			R.1.4.3 Alteração das diretrizes dos órgãos governamentais	2	P.2 Alinhamento	P.2.6 Condicionantes para o Pagamento do Terreno	Transferir
			R.1.4.4 Questionamento a posteriori pelos órgãos públicos	2	P.5 Diligência	P.5.3 Laudo Ambiental	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
R.2 Vendas	R.2.1 Desvio na velocidade de vendas das unidades	Vendas em condições desfavoráveis (preço, tabela de vendas), sobra de estoque, redução de entrada de recursos de vendas, aumento no aporte	R.2.1.1 Erros no planejamento do produto	2	P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.1 Pesquisa de Mercado	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.1.2 Excesso de oferta	2	P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.1 Pesquisa de Mercado	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.1.3 Queda na capacidade de pagamento dos compradores	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.1.4 Baixa confiança dos compradores	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.1.5 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.2 Vendas	R.2.2 Desvio no preço de vendas das unidades	Redução de entrada de recursos de vendas, aumento no aporte	R.2.2.1 Erros no planejamento do produto	3	P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.1 Pesquisa de Mercado	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.2.2 Excesso de oferta	3	P.1 Análises	P.1.1 Análise Imobiliária	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.1 Pesquisa de Mercado	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.2.2.3 Queda na capacidade de pagamento dos compradores	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir			
R.2.2.4 Baixa confiança dos compradores	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir			
R.2 Vendas	R.2.3 Distratos generalizados	Devolução de recursos para os compradores, aumento do aporte	R.2.3.1 Queda relevante e perceptível no preço de produtos concorrentes	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.3.2 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.3.3 Incapacidade de pagamento	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.3.3 Queda na capacidade de pagamento	3	P.4 Governança	P.4.9 Definição de Critérios de Venda	Mitigar
			R.2.3.4 Queda na confiança do comprador	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.2 Vendas	R.2.4 Inadimplência generalizada	Redução de entrada de recursos de vendas, renegociação, aumento de aporte	R.2.4.1 Incapacidade de pagamento	2	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.2.4.1 Queda na capacidade de pagamento	2	P.4 Governança	P.4.9 Definição de Critérios de Venda	Mitigar

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	Aumento de aporte	R.3.1.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2	P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.1.10 Processos trabalhistas relativos à obra	2	P.4 Governança	P.4.10 Proteção Contra Obrigações Trabalhistas	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.1.2 Erros de planejamento	2	P.3 Estrutura	P.3.3 Sociedade em Conta de Participação	Transferir
					P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.4 Laudo de Construção	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
			R.3.1.3 Erros de execução	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
			R.3.1.4 Escassez de mão de obra	2	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar					
P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir					
P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir					

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.3 Construção	R.3.1 Desvio de custo de obra	Aumento de aporte	R.3.1.5 Construtora inapta a finalizar a obra	3	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.4 Laudo de Construção	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.1.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	3	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.1.7 Caso fortuito e/ou de força maior	1	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.1.8 Embargo da obra	2	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir					
R.3.1.9 Descolamento dos custos de obra efetivos em relação à correção dos recebíveis	3	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar			
		P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir			
		P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir			

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.3 Construção	R.3.2 Desvio de prazo de obra	Aumento do prazo para repassar os recebíveis, aumento do payback	R.3.2.1 Alteração de escopo após a elaboração dos projetos executivos	2	P.5 Diligência	P.5.5 Laudo de Aprovação	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.2.2 Erros de planejamento	2	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.4 Laudo de Construção	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.2.3 Erros de execução	3	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.2.4 Escassez de mão de obra	2	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.2.5 Construtora inapta a finalizar a obra	2	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar					
P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir					
P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir					
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir					

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.3 Construção	R.3.2 Desvio de prazo de obra	Aumento do prazo para repassar os recebíveis, aumento do payback	R.3.2.6 Desalinhamento dos interesses do construtor	2	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
			P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir		
			R.3.2.7 Caso fortuito e/ou de força maior	1	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.7 Seguros e Multas	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial			Transferir		
	R.3.2.8 Embargo da obra	3	P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar		
			P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir		
			P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir		
P.3 Estrutura			P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir			
R.3 Construção	R.3.3 Baixa qualidade da obra	Aumento de custo para reparo, aumento do aporte, ações judiciais contra a SPE, prejuízo de imagem	R.3.3.1 Incapacidade técnica da construtora	2	P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.3.2 Incapacidade financeira da construtora	2	P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.8 Auditoria de Obra	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.5 Modalidade PMG	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.3 Construção	R.3.4 Indisponibilidade de crédito imobiliário para construção	Aumento de aporte	R.3.4.1 Comprometimento da capacidade do incorporador de tomar financiamento	2	P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.3.4.2 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	3	P.3 Estrutura	P.3.1 Permuta	Transferir
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.4 Pós-Implantação	R.4.1 Indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição	Distratos, financiamento direto e aumento do payback, securitização	R.4.1.1 Carência sistêmica de funding destinado a financiamento imobiliário	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.4.1.2 Queda na capacidade de pagamento do comprador	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.4.1.3 Queda dos preços de mercado traduzida em redução do valor de avaliação da garantia	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.4 Pós-Implantação	R.4.2 Desvio no prazo do repasse	Aumento do prazo para repassar os recebíveis, aumento do payback	R.4.2.1 Atrasos na averbação do habite-se no RGI	2	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.4.2.2 Ineficiências geradas pelo comprador, incorporador e demais agentes	2	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	Ineficiência e impasse na gestão do empreendimento, perda na qualidade do investimento	R.5.1.1 Incapacidade técnica e operacional do gestor imobiliário	3	P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Transferir
					P.4 Governança	P.4.2 Substituição do Gestor Imobiliário	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Mitigar
			R.5.1.2 Desvio ou uso indevido de recursos pelo gestor imobiliário	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.4 Governança	P.4.2 Substituição do Gestor Imobiliário	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.5 Parceria	R.5.1 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de gestor Imobiliário	Ineficiência e impasse na gestão do empreendimento, perda na qualidade do investimento	R.5.1.3 Inadimplemento contratual pelo gestor imobiliário	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.4 Governança	P.4.1 Controles Financeiros	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.2 Substituição do Gestor Imobiliário	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar
			R.5.1.4 Vendas de unidades em condições desfavoráveis pelo gestor imobiliário	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.4 Governança	P.4.9 Definição de Critérios de Venda	Mitigar
P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar					
R.5 Parceria	R.5.2 Ineficiências causadas pelo incorporador no papel de parceiro	Ineficiência e impasse na gestão do empreendimento, perda na qualidade do investimento	R.5.2.1 Inadimplemento financeiro do parceiro	2	P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.1 Análises	P.1.2 Análise dos Parceiros	Mitigar
			R.5.2.2 Inadimplemento contratual do parceiro	3	P.4 Governança	P.4.1 Controles Financeiros	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.5.2.3 Desacordo entre os parceiros na tomada de decisão	3	P.4 Governança	P.4.3 Compartilhamento de Decisões	Mitigar
					P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
			R.5.2.4 Conflito entre os parceiros	3	P.4 Governança	P.4.5 Arbitragem	Mitigar
			R.5.2.5 Falência do parceiro	3	P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir
					P.4 Governança	P.4.6 Patrimônio de Afetação	Mitigar
P.5 Diligência	P.5.6 Diligência Legal	Mitigar					
R.5.2.6 Desacordo quanto ao desinvestimento na sociedade	3	P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar			
		P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir			

Identificação				Análise	Resposta		
Fase	Fator de Risco	Impacto	Situação de Risco	Priorização	Etapa	Medida	Estratégia
R.5 Parceria	R.5.3 Desalinhamento de interesses do incorporador	Ineficiência e impasse na gestão do empreendimento, perda na qualidade do investimento	R.5.3.1 Interesse do Incorporador voltado para outras receitas	3	P.1 Análises	P.1.3 Análise da Qualidade do Investimento	Mitigar
					P.4 Governança	P.4.4 Provisões de Término da Sociedade	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.4 Laudo de Construção	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.1 Investimento do Parceiro	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.2 Comissões do Incorporador	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.3 Taxa de Performance	Mitigar
			P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir		
			R.5.3.2 Lucro na venda do terreno pelo incorporador à SPE	3	P.1 Análises	P.1.3 Análise da Qualidade do Investimento	Mitigar
					P.5 Diligência	P.5.2 Laudo de Avaliação do Terreno	Mitigar
					P.2 Alinhamento	P.2.4 Análise do lucro na Venda do Terreno	Mitigar
P.3 Estrutura	P.3.2 Retorno Preferencial	Transferir					

Fonte: A Autora

Embora não seja possível dizer que o planejamento de resposta aos riscos apresentado transforme o empreendimento em um investimento livre de risco, acredita-se que um conjunto de medidas de resposta aos riscos possa reduzir a exposição global a riscos do parceiro-investidor para níveis aceitáveis.

Após a finalização da matriz, tomando-se como base os riscos de maior prioridade, é possível, através de uma visão geral do tema, efetuar um resumo dos riscos que puderam ser reduzidos, dos riscos secundários, decorrentes da adoção de medidas de resposta ao risco e dos riscos residuais, que são aqueles remanescentes mesmo após a adoção das medidas cabíveis de resposta.

Com relação à fase de formatação, o risco de aquisição do terreno por valor inadequado foi considerado como um ponto de atenção pois, ainda que as medidas apresentadas reduzam sua probabilidade de ocorrência, a precificação de um terreno depende de muitas variáveis complexas e ainda representa um dos maiores riscos inerentes ao investimento em real estate. Vale destacar que as principais situações de riscos que podem levar ao desvio no prazo e custo para aprovação do empreendimento, ou ainda, que podem levar à paralisação do ciclo do real estate residencial podem ser em grande parte mitigadas com a diligência jurídica, laudo de viabilidade de aprovação e laudo ambiental.

Na fase de vendas, classificou-se como pontos de atenção os riscos de distratos generalizados e desvios de velocidade e preço devido a situações de risco que apresentam alta interferência a indicadores do mercado imobiliário e macroeconômicos, como tendência de preços praticados pelo mercado, capacidade de pagamento da demanda, confiança com relação ao futuro e disponibilidade de crédito imobiliário em condições adequadas, todos fatores que fogem ao controle do parceiro-investidor. Conforme apontado na matriz, ainda que esses riscos sejam de certa forma reduzidos com a realização de estudos e diligências prévias ao investimento, não é possível mitigá-los de forma consistente e segura.

Os riscos relacionados à fase de construção costumam ser complexos na medida em que inúmeras situações de riscos podem causar a sua ocorrência. A matriz aponta que as medidas de Modalidade PMG ou Estrutura de Permuta transferem, de forma significativa, o impacto de desvios de custos de obra para o construtor, que possui mais experiência e conhecimento sobre o assunto. No entanto, foram apontados como pontos de atenção os riscos de desvio no prazo de construção, pois, mesmo com a adoção da Modalidade PMG ou Estrutura de Permuta, variações no prazo de obra afetam o início do desinvestimento do parceiro-investidor. Além disso, ao adotar estas medidas, deve-se estar atento para o risco secundário relativo à capacidade financeira do construtor para arcar com eventuais sobrecustos e pagamento de multas. Destaca-

se a importância do acompanhamento mensal das obras via auditoria que, na medida em que antecipa problemas e confere o trabalho do construtor, contribui para a mitigação de um grande número de situações de risco de alta prioridade apontadas na Matriz.

Assim como os riscos relacionados à fase de vendas, os riscos relacionados à fase de pós-implantação também encontram-se altamente interligados a fatores macroeconômicos impossíveis de serem previstos ou controlados pelo parceiro-investidor e, por isso, devem ser encarados como pontos de atenção. Destaca-se o impacto negativo causado pela indisponibilidade de crédito imobiliário para aquisição no momento do repasse, seja por carência de *funding*, por queda na capacidade de pagamento dos compradores ou por queda dos preços com consequente redução do valor de avaliação da garantia.

Por fim, os riscos relacionados à parceria, que causam ineficiências devido ao papel do incorporador como gestor imobiliário ou como parceiro, e ainda a possibilidade de desalinhamento de interesses do incorporador apresentaram, em geral, prioridades relevantes, o que justifica a adoção, tanto quanto possível, dos mecanismos de governança corporativa e alinhamento de interesses demonstrados neste trabalho. Todos estes riscos devem ser considerados pontos de atenção, em especial, o conflito entre os parceiros que pode levar as partes a buscar uma solução na Justiça, o que pode ser custoso e estender-se por longos períodos prejudicando mesmo empreendimentos que poderiam representar um bom investimento.

Ainda que os riscos inerentes ao empreendimento tenham sido identificados antes mesmo da entrada do parceiro-investidor no investimento e recebam um planejamento de resposta adequado, durante o ciclo de vida do projeto, deve-se realizar um trabalho frequente de reavaliação e busca de riscos novos, modificados e desatualizados.

Por esse motivo, para que o empreendimento tenha sucesso é fundamental a implementação de uma rotina de controle e monitoramento. Esse processo engloba a implementação prática dos planos de respostas aos riscos, acompanhamento dos

riscos identificados, monitoramento dos riscos residuais, identificação de novos riscos e avaliação da eficácia do processo de riscos durante todo o projeto (PMBOK, 2013).

O etapa de controle do risco deve perdurar até o final do ciclo do *real estate* residencial e tem como objetivo avaliar se as premissas do projeto ainda são válidas, se houve modificação de algum risco, se as políticas de gerenciamento dos riscos estão sendo cumpridas e se há necessidade de aumentar reservas de contingência para retratar a nova realidade do projeto. Destaca-se o acompanhamento constata da AQI, que deve ser tratado como um procedimento dinâmico e portanto, atualizada sempre que ocorrerem mudanças nas variáveis que influenciam o investimento.

Este trabalho, ao elencar os riscos inerentes ao investimento em *real estate* residencial, buscou fornecer ao leitor e possíveis parceiros-investidores, o conhecimento senão de todos os riscos, ao menos de grande parte deles. O conteúdo apresentado possibilita um maior questionamento quanto à qualidade do investimento sob análise, evitando excessos de otimismo e qualificando o leitor a desenhar tanto cenários positivos quanto negativos para então tomar decisões mais assertivas e fundamentadas.

O processo de investimento apresentou um conjunto de medidas que podem ser adotadas conforme a necessidade de atenuar os riscos encontrados, transformando o empreendimento em um investimento mais seguro, com maior possibilidade de monitoramento e controle e, portanto, com características de risco dentro das tolerâncias e em equilíbrio com as recompensas que podem ser obtidas ao assumi-los.

O conjunto do trabalho, ou seja, o conhecimento acerca dos riscos e de um processo capaz de reduzi-los, apresentou-se portanto, como um guia abrangente sobre o *real estate* residencial, capaz de orientar o leitor a fazer os questionamentos corretos a respeito do tema e adotar medidas cabíveis para diminuir a incerteza, evitando problemas futuros.

## BIBLIOGRAFIA

ABECIP. **Saldo Histórico da Poupança**. 2016. Disponível em: <https://www.abecip.org.br/credito-imobiliario/indicadores/caderneta-de-poupanca>. Acessado em: Outubro/2016

\_\_\_\_\_. **Financiamento Imobiliário: Operações Contratadas com Recursos de Caderneta, Construção, Aquisição, Reforma e Material para Construção**. 2016b. Disponível em: <https://www.abecip.org.br/credito-imobiliario/indicadores/financiamento>. Acessado em: Outubro/2016

ABIBI FILHO, A. E., Gestão do estoque de unidades prontas. **Revista Construção e Mercado** São Paulo: Pini. Agosto de 2015.

ALENCAR, C.T; PASCALE, A. Atributos que Configuram Qualidade às Localizações Residenciais: Uma Matriz para Clientes de Mercado na Cidade de São Paulo. **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP**. São Paulo. 2006. Acessado em: Outubro/2016

AMATO, F. B. Patrimônio de Afetação em Sociedades de Propósito Específico como Diferencial Competitivo na Venda de Imóveis Residenciais. **Revista Construção e Mercado**, São Paulo: Pini. 2007. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/Pini\\_colunadeSetembro07\\_Fernando.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/Pini_colunadeSetembro07_Fernando.pdf) . Acessado em: Outubro/2016

\_\_\_\_\_. “O Papel do Private Equity na Consolidação do Mercado Imobiliário Residencial”. **Revista Construção e Mercado** n.o São Paulo: Pini. Junho de 2009.

BATALHA-VASCONCELOS, D. L. O Ambiente Competitivo e as Alianças Estratégicas nas Incorporações Imobiliárias. **Anais do VII Seminário Internacional da Lares**. 2007.

PRASHANT, G. Homeownership Rate in the U.S. Drops to Lowest Since 1965. **Bloomberg**. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-28/homeownership-rate-in-the-u-s-tumbles-to-the-lowest-since-1965> Acessado em: Outubro/2016.

BONI, V. e QUARESMA, S.J. Aprendendo a entrevistar: como fazer entrevistas em Ciências Sociais. **Em Tese**, Vol. 2 nº 1 (3), jan-jul de 2005, pp. 68-80. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/emtese/article/viewFile/18027/16976>. Acessado em: Outubro/2016.

BRASIL. Lei 4.380/1964, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências, Capítulo 3, Artigo 8º. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**. Brasília. 1964.

\_\_\_\_\_. Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**. Brasília. 1964.

\_\_\_\_\_. Lei No 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no4.591,

de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**. Brasília. 2004.

\_\_\_\_\_. Lei Nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre arbitragem. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**. Brasília. 1996.

\_\_\_\_\_. Lei 9.514/1997. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**. Brasília. 1997.

CALAFIORI, Luciano. Após 2 anos, crise política reduz em 45% setor de imóveis em Campinas, **G1 Campinas**. 2013. Disponível em: <http://g1.globo.com/sp/campinas-regiao/noticia/2013/10/apos-2-anos-crise-politica-reduz-em-45-setor-de-imoveis-em-campinas.html> Acessado em: Outubro/2016

CAMARGO, C.B. **Reconhecimento de Fatores que Motivam a Intensificação de Rotinas Proativas no Processo de Seleção de Terrenos para Incorporação Imobiliária**: Estudo de Caso. Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do título de MBA em Real Estate – Economia Setorial e Mercados. São Paulo. 2011. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/Mono\\_CristianeBueno.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/Mono_CristianeBueno.pdf)

CETIP. **Letra de Crédito Imobiliário**: Recursos aplicados são direcionados para financiamentos habitacionais. 2015. Disponível em: <https://www.cetip.com.br/captacao-bancaria/lci>. Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. **Séries Históricas**. 2016. Disponível em: [http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series\\_v05/paginas/web\\_v05\\_series\\_introducao.asp?str\\_Modulo=Ativo&int\\_Idioma=1&int\\_Titulo=6&int\\_NivelBD=2](http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_series_introducao.asp?str_Modulo=Ativo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2). Acessado em: Outubro/2016.

CLEMENTE, A. et al. **Projetos empresariais e públicos**. São Paulo: Atlas, 1998.

CRANDALL, C.; AL-BAHAR; Jamal, F. "Systematic Risk Management Approach for Construction Projects". **ASCE**. 1990. Disponível em: <http://ascelibrary.org/doi/10.1061/%28ASCE%290733-9364%281990%29116%3A3%28533%29>. Acessado em: Outubro/2016.

DOZ, Y.L.; HAMEL, G. **A Vantagem das Alianças: a Arte de Criar Valor Através das Parcerias**. Rio de Janeiro: Qualimarkt. 2000.

DUARTE, R. "Pesquisa qualitativa: reflexões sobre o trabalho de campo". Cadernos de Pesquisa. No.115. Mar. 2002. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0100-15742002000100005](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0100-15742002000100005). Acessado em: Outubro/2016.

FROES, A.C.P., BRENNER, E.B *et al.* "A Importância da Gestão de Risco Aliada as Práticas de Governança Corporativa". 2003. Monografia disponível em: <http://www.sinescontabil.com.br/monografias/artigos/A-importancia-da-gestao-de-risco-aliada-as-praticas-de-Governancia-Corporativa.pdf>.

GATTO, N. M., PORTO, P. T. "Venda de participação societária em projetos imobiliários: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital". **Conferência Internacional da Lares**. 2015. Disponível em: <http://lares.org.br/Anais2015/artigos/1221-1396-1-RV.pdf>

GERAQUE, A. K. **O Estudo das Guerras e os Jogos de Xadrez**. Primeira Edição. Rio de Janeiro: Clube dos Autores. 2014.

GIL, A. K. **Fundamento para o Estudo de Caso**. 1999. Artigo Disponível em: [http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/21629/21629\\_5.PDF](http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/21629/21629_5.PDF). Acessado em: Outubro/2016.

GREGÓRIO, C. "Ciclo Financeiro da Incorporação Imobiliária e Impactos nos Resultados dos Empreendimentos em Momentos de Recessão da Economia e do Setor Imobiliário". **Revista Construção e Mercado**. São Paulo: Pini. Maio 2015. Disponível em : [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Coluna\\_Real\\_Estate\\_na\\_CM/pini\\_colunademaio15\\_carolina.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Coluna_Real_Estate_na_CM/pini_colunademaio15_carolina.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

GRILO, L.; MELHADO, S. B. Novas formas de contratação e organização dos empreendimentos no seguimento de construção de edificamos para terceiros". Artigo do **Encontro Nacional de Tecnologia do Ambiente Construído**. Foz do Iguaçu. 2002. Disponível em: [http://www.infohab.org.br/entac2014/2002/Artigos/ENTAC2002\\_0683\\_692.pdf](http://www.infohab.org.br/entac2014/2002/Artigos/ENTAC2002_0683_692.pdf).

HIRSCHFELD, H. **Engenharia econômica e análise de custos**. São Paulo: Atlas, 2000.

HOEK-SMIT, M. C.; DIAMOND, D.B. The Design and Implementation of Subsidies for Housing Finance. **World Bank Seminar on Housing Finance**. Março de 2003.

IBGE. "Habitação". **Brasil em Síntese**. 2014. <http://brasilemsintese.ibge.gov.br/habitacao.html>. Acessado em Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. "Tabelas: Resultados do 2º Trimestre de 2016 – Indicadores de Volume e Valores Correntes". 2016. <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaulttabelas.shtm>. Acessado em Outubro/2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. "Governança". 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acessado em: 16 de julho de 2015.

KAPLAN, S.; STROMBERG, P. "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts". **Review of Economic Studies**. 2002. Disponível em: [http://www.sifr.org/PDFs/kaplanstromberg\(res2003\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/kaplanstromberg(res2003).pdf).

KERZNER, H. **Project Management A Systems Approach to Planning, Scheduling, and Controlling**. 10.a edição. John Wiley and Sons Ltd. 2009.

MAFRA, F.D.B. **Classificação de riscos dos certificados de recebíveis imobiliários: estruturação de um processo de rating da perda potencial da carteira securitizada**. Texto de dissertação apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Título de Mestre de Engenharia. São Paulo. 2006.

MARINHO, C. A. "Direito de Empresa: Características dos Tipos Societários no Novo Código Civil". 2015. Disponível em [http://www.tecsoft.softex.br/not-22-02-05\\_1.php](http://www.tecsoft.softex.br/not-22-02-05_1.php). Acessado em: 15 jul 2008.

MENDONÇA, A.P. "Seguro para grandes obras". **O Estado de S. Paulo**. 2015. Disponível em: <http://www.pmec.com.br/wp/artigos/seguro-para-grandes-obras/>. Acessado em: Outubro/2016

MILANO, J.Z. "Aluguel Social no Brasil: Algumas Reflexões sobre a Ideologia da Casa Própria". 2013. Disponível em: <http://unuhospedagem.com.br/revista/rbeur/index.php/anais/article/view/4551/4420>. Acessado em: Outubro/2016.

NEVES, D. A. A. **Manual de Direito Processual Civil**. Volume Único. Editora JusPODIVM: Salvador. 2016

NONINO, R.. Material de apresentação do curso "Investimentos no Mercado Imobiliário" lecionado no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo. 2014

OKIMURA, T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo para Obtenção do Título de Mestre. São Paulo. 2000.

PASCALE, A.; ALENCAR, C. "Atributos que Configuram Qualidade às Localizações Residenciais: Uma Matriz para Clientes de Mercado na Cidade de São Paulo". 2005. Disponível em: [www.realestate.br](http://www.realestate.br). Acessado em: 22 de julho de 2016.

PMBOK. **Um Guia do Conhecimento em Gerenciamento de Projetos** (Guia PMBOK 5ª edição). São Paulo: Saraiva. 2013

RICARDINO, R. "Causas Frequentes de Reivindicações Contratuais". 2007. Disponível em: [http://www.brasilengenharia.com/porta/images/stories/revistas/edicao615/615\\_gerenciamento.pdf](http://www.brasilengenharia.com/porta/images/stories/revistas/edicao615/615_gerenciamento.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

LIMA JR, J. R. "Avaliação do Risco nas Análises Econômicas de Empreendimentos Habitacionais". **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP**. São Paulo. 1993. Disponível em: [http://www.pcc.usp.br/files/text/publications/BT\\_00030.pdf](http://www.pcc.usp.br/files/text/publications/BT_00030.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. "Distratos e a Aparente Destruição do Resultado de Empreendimentos" **Carta do NRE-Poli**. São Paulo. 2015. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta\\_do\\_NRE/cartanre43\\_1\\_16.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanre43_1_16.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. "Efeitos Imediatos do Plano Diretor nos Preços do Mercado Residencial de São Paulo". **Revista Construção e Mercado**. São Paulo: Pini. 2015b. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta\\_do\\_NRE/cartanre43\\_1\\_16.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanre43_1_16.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. **Instrumentos de Investimento em Empreendimentos Habitacionais no Brasil: A Questão Estrutural**. São Paulo: Epusp. 2004.

\_\_\_\_\_. "Investimentos em Empreendimentos Imobiliários para Venda – Risco dos Investimentos em Real Estate". **Revista Construção e Mercado**. São Paulo: Pini. 2015a. Disponível em: <http://>

construcaomercado.pini.com.br/negocios-incorporacao-construcao/158/efeitos-imediatos-do-plano-diretor-nos-precos-do-mercado-residencial-326569-1.aspx. Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. “Movimentos de Preços de Imóveis Residenciais no Brasil: Crônica da Bolha Anunciada e os Preços Adiante”. Artigo para o Congresso Lares. 2014. Disponível em: [http://lares.org.br/Anais2014/artigos/RochaLima\\_Cronica.pdf](http://lares.org.br/Anais2014/artigos/RochaLima_Cronica.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. “Planejamento do produto do mercado Habitacional”, **Boletim técnico da escola Politécnica da USP**. São Paulo: Escola Politécnica da USP. 1993.

\_\_\_\_\_. “Princípios para Análise de Qualidade de Empreendimentos: o Caso dos Empreendimentos de Base Imobiliária”. **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP**. 1995. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/BT\\_PCC\\_153.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/BT_PCC_153.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. “Real Estate Residencial – A Contração do Crédito Imobiliário”. **Carta do NRE Poli**. 2015d. Disponível em: [http://www.revistainfra.com.br/Arquivos/CartaNRE40-2-15\\_AU6EYL.pdf](http://www.revistainfra.com.br/Arquivos/CartaNRE40-2-15_AU6EYL.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. Sistemas de Informação para o Planejamento na Construção Civil – Gênese e Informatização. **Boletim Técnico da Poli USP**. São Paulo. 1990. Disponível em: [http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Arquivos/bt\\_pcc\\_26\\_90\\_\\_\\_sistemas\\_de\\_informacao\\_para\\_o\\_planejamento\\_da\\_construcao\\_civil\\_\\_\\_genese\\_e\\_informatizacao.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Arquivos/bt_pcc_26_90___sistemas_de_informacao_para_o_planejamento_da_construcao_civil___genese_e_informatizacao.pdf). Acessado em: Outubro/2016.

\_\_\_\_\_. “Taxa Interna de Retorno como indicador da qualidade de empreendimento imobiliário”. **Carta do NRE-POLI**. Abril/Junho de 2010. Disponível em: [http://unitas.com.br/dash/uploads/sistema/Publicacoes/CARTA%20DO%20NRE-POLI%20-%20abril\\_junho%202010%20no20-10.pdf](http://unitas.com.br/dash/uploads/sistema/Publicacoes/CARTA%20DO%20NRE-POLI%20-%20abril_junho%202010%20no20-10.pdf). Acessado em: Outubro/2016

LIMA JR, J. R.; MONETTI, E.; ALENCAR, C. T. **Real Estate**. Fundamentos para Análise de Investimentos. São Paulo: Elsevier. 2011.

SABI; Sampaio. “O Futuro do Crédito à Produção: as Perspectivas do Crédito à Produção na Construção Civil e Impactos no Custo de Funding dos Empreendimentos”. **Revista Construção e Mercado**. São Paulo: Pini. 2010. Disponível em: <http://construcaomercado.pini.com.br/negocios-incorporacao-construcao/105/o-futuro-do-credito-a-producao-as-perspectivas-do-282376-1.aspx>. Acessado em: Outubro/2016

SANDES, L.de A. **A Governança Corporativa e a prevenção de conflitos societários**. Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado da Faculdade de Direito da Milton Campos, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito. Faculdade de Direito Milton Campos. Nova-Lima. 2008. Disponível em: <http://www.mcampos.br/u/201503/leonardoalmeidasandesgovernancacorporativaprevencaoconflitosocietarios.pdf>. Acessado em: Outubro/2016.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. “A Survey of Corporate Governance” **The Journal of Finance**. Vol LII, N.o 2. 1997. Disponível em: <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>. Acessado em: Outubro/2016.

UQBAR. “Securitização e Financiamento Imobiliário”, **Uqbar Publicações**. 2016. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/publicacoes/anuario-securitizacao-financiamento-imobiliario-2016.jsp>. Acessado em: Outubro/2016.

VAZ, J. C. “Legislação de uso e ocupação do solo”. **Desenvolvimento Urbano** nº 77. São Paulo. 1996.

VEDROSSI, A. **Securitização de Recebíveis Imobiliários: Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil**. Dissertação apresentada à Universidade Politécnica da USP para obtenção do título de mestre. São Paulo. 2002.

YIN. R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3 ed. Porto Alegre: Bookman. 2005.