

BRUNA ALÍPIO SAIZ PICCOLLI

**IMPACTO DOS DESVIOS NAS PREMISSAS DE INVESTIMENTO SOBRE A
RENTABILIDADE DE UM FUNDO IMOBILIÁRIO DE DESENVOLVIMENTO**

São Paulo

2025

BRUNA ALÍPIO SAIZ PICCOLLI

**IMPACTO DOS DESVIOS NAS PREMISSAS DE INVESTIMENTO SOBRE A
RENTABILIDADE DE UM FUNDO IMOBILIÁRIO DE DESENVOLVIMENTO**

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

Orientador:
Prof. M. Eng. Roberto Sampaio

São Paulo
2025

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

Catálogo-na-publicação

Piccolli, Bruna

IMPACTO DOS DESVIOS NAS PREMISSAS DE INVESTIMENTO
SOBRE A RENTABILIDADE DE UM FUNDO IMOBILIÁRIO DE
DESENVOLVIMENTO / B. Piccolli -- São Paulo, 2025.

104 p.

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

1.Fundo Imobiliário 2.Premissas de investimento I.Universidade de São
Paulo. Escola Politécnica. Poli-Integra II.t.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a todas as pessoas que contribuíram de maneira fundamental para a conclusão deste curso, uma jornada desafiadora, porém recompensadora. Agradeço primeiramente à minha família, cujo apoio incondicional e compreensão foram a força por trás de cada etapa deste caminho, especialmente ao meu amado marido, Guilherme Piccolli, cuja paciência, compreensão e amor foram essenciais.

Aos meus professores e orientadores, expresso minha sincera gratidão pela orientação valiosa, pelo estímulo intelectual e pela paciência demonstrada ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Por fim, agradeço ao meu amigo Guilherme Paolini, meu parceiro de todas as matérias cursadas, cujo apoio mútuo e colaboração constante foram fundamentais para o nosso sucesso acadêmico.

Àqueles que acreditaram em mim, meu mais profundo agradecimento. Este trabalho é dedicado a todos que tornaram possível a realização deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço sinceramente a todos que contribuíram para a realização desta monografia, pois sem o apoio e o auxílio de cada um, este trabalho não teria sido possível. Aos professores do curso, cuja dedicação e conhecimento foram fundamentais para o meu desenvolvimento acadêmico. Suas orientações, ensinamentos e incentivos foram imprescindíveis para que eu pudesse aprimorar meu conhecimento e alcançar meus objetivos. Um agradecimento especial ao meu orientador da monografia, cuja orientação cuidadosa, paciência e expertise foram fundamentais para a elaboração deste trabalho. Sua orientação foi essencial para direcionar meus esforços e garantir a qualidade desta pesquisa. Agradeço também aos meus colegas de curso, pela troca de experiências, apoio mútuo e pelo ambiente colaborativo que proporcionaram ao longo desta jornada acadêmica. Suas contribuições foram enriquecedoras e inspiradoras. À minha família, expresso minha mais profunda gratidão pelo constante apoio, compreensão e incentivo ao longo desta jornada. O amor incondicional e apoio foram fundamentais para superar os desafios e conquistar meus objetivos. Por fim, não posso deixar de agradecer à empresa estudada nesse trabalho, que gentilmente forneceu os dados necessários para a realização do estudo de caso desta monografia. Sua colaboração foi fundamental para enriquecer esta pesquisa e proporcionar uma visão mais prática e aplicada ao tema abordado.

RESUMO

O presente estudo avalia, com profundidade, a relação entre as premissas de investimento inicialmente adotadas e o desempenho financeiro consolidado de um fundo imobiliário de desenvolvimento. Para viabilizar essa análise, foi necessário compreender o funcionamento e a estrutura do fundo, detalhando sua estratégia de investimento, composição de capital e dinâmica operacional. A pesquisa foi conduzida por meio de um estudo de caso, que envolveu o levantamento de informações junto à gestora, a caracterização dos empreendimentos do portfólio e a comparação entre as premissas previstas nas Análises de Qualidade de Investimento (AQI) e os resultados efetivamente obtidos. A análise qualitativa concentrou-se nas variações observadas nas premissas dos empreendimentos, tais como custos de obra, preços de venda, prazos de lançamento e velocidade de comercialização, seguida de uma avaliação aprofundada dos impactos dessas variações no desempenho consolidado do fundo. No âmbito da análise do fundo, foram examinadas as diferenças entre os aportes previstos e realizados, a alocação de capital nos empreendimentos e as distribuições aos investidores, bem como a evolução dos principais indicadores financeiros, com destaque para a Taxa Interna de Retorno (TIR). Os resultados evidenciam que fatores como atrasos nos processos de aprovação, aumentos nos custos de construção e elevada concorrência no mercado residencial impactaram significativamente a rentabilidade dos empreendimentos, repercutindo diretamente na performance consolidada do fundo.

ABSTRACT

This study provides an in-depth assessment of the relationship between the initial investment assumptions and the consolidated financial performance of a real estate development fund. To enable this analysis, it was necessary to understand the fund's structure and operation, detailing its investment strategy, capital composition, and operational dynamics. The research was conducted through a case study, which involved gathering information from the fund manager, characterizing the projects within the portfolio, and comparing the assumptions outlined in the Investment Quality Analyses (AQI) with the actual outcomes. The qualitative analysis focused on variations in project assumptions—such as construction costs, sales prices, launch schedules, and sales velocity—followed by a thorough evaluation of the impacts of these changes on the fund's overall performance. In analyzing the fund, the study examined discrepancies between projected and actual capital contributions, capital allocation across projects, and distributions to investors, along with the evolution of key financial indicators, particularly the Internal Rate of Return (IRR). The findings show that factors such as delays in approval processes, increases in construction costs, and high competition in the residential market significantly affected project profitability, directly influencing the fund's consolidated performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Características e premissas analisadas	16
Figura 2 - Exemplo de Análise Comparativa	17
Figura 3 – Roteiro de Sistema de Planejamento do Empreendimento	29
Figura 4 – Etapas do desenvolvimento do empreendimento segundo a gestora	30
Figura 5 - Estrutura do fundo analisado	34
Figura 6 - Mapa com localização dos empreendimentos do portfólio	44
Figura 7 – Cronograma de entrada do fundo na SPE – Primeiro Aporte	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Informações detalhadas do fundo	33
Tabela 2 - Participação do fundo e exposição de caixa aprovada nos empreendimentos	45
Tabela 3 – Informações do Empreendimento Conceição	48
Tabela 4 – Informações do Empreendimento Pompeia	49
Tabela 5 – Informações do Empreendimento Maracatins	49
Tabela 6 – Informações do Empreendimento Lapa	50
Tabela 7 – Informações do Empreendimento Vila Mariana	50
Tabela 8 – Informações do Empreendimento Eusébio Matoso	51
Tabela 9 – Informações do Empreendimento Tupinás	51
Tabela 10 – Informações do Empreendimento Klabin	52
Tabela 11 - Informações do Empreendimento Vila Romana	52
Tabela 12 - Informações do Empreendimento Vila Olímpia	53
Tabela 13 – Informações do Empreendimento Alcatrazes	53
Tabela 14 – Informações do Empreendimento Ricardo Jafet	54
Tabela 15 - Tabela Comparativa empreendimento Conceição	55
Tabela 16 - Tabela Comparativa empreendimento Pompéia	57
Tabela 17 - Tabela Comparativa empreendimento Maracatins	59
Tabela 18 - Tabela Comparativa empreendimento Lapa	61
Tabela 19 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Mariana	63
Tabela 20 - Tabela Comparativa empreendimento Eusébio	65
Tabela 21 - Tabela Comparativa empreendimento Tupinás	67
Tabela 22 - Tabela Comparativa empreendimento Klabin	69
Tabela 23 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Romana	71
Tabela 24 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Olímpia	73
Tabela 25 - Tabela Comparativa empreendimento Alcatrazes	75
Tabela 26 - Tabela Comparativa empreendimento Ricardo Jafet	77
Tabela 27 - Tabela Resumo Variações Empreendimentos	79
Tabela 28 - Alocação do capital nos empreendimentos - Base Abril/21 (Valores em R\$ milhões)	83
Tabela 29 - Alocação do capital nos empreendimentos - Base Junho/23 (Valores em R\$ milhões)	84
Tabela 30 - Comparativo Alocação Empreendimentos	84

Tabela 31 - Fluxo de Aportes e Devoluções - Base Abril/21	86
Tabela 32 - Fluxo de Aportes e Devoluções - Base Junho/23	86
Tabela 33 - TIR e Exposição dos Empreendimentos - AQI Compra Terreno	90
Tabela 34 - Impactos Adicionais na TIR do Fundo.....	92
Tabela 35 - Tabela Comparativa dos Indicadores do Fundo	93
Tabela 36 - Tabela Resumo dos Indicadores do Fundo.....	95

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Funil de Originação e Alocação de Empreendimentos	43
Gráfico 2 – Empreendimentos por segmento de mercado (% VGV)	45
Gráfico 3 - Avanço de obra e data de habite-se.....	46
Gráfico 4 - Etapa do projeto no momento do primeiro investimento do fundo	47
Gráfico 5 - Gráfico de Lançamento e Início de obra dos Empreendimentos	80
Gráfico 6 - Comparativo Fluxo de Aportes e Devoluções - Abril/21 e Junho/23	88
Gráfico 7 - Evolução da TIR nominal prevista para o Fundo	91
Gráfico 8 - Evolução da Taxa Selic - Abril/2021 a Junho/2023	94

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

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

AQI – Análise da Qualidade do Investimento

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão - Bolsa de valores brasileira

CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIA – Fundo de Investimentos em ações

FIDC – *Federal Deposit Insurance Corporation*

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FIP – Fundo de Investimento em Participações

HIS – Habitação de Interesse Social

HMP – Habitação de Mercado Popular

INCC - Índice Nacional de Custo da Construção

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LCI - Letra de Crédito Imobiliário

LH – Letras Hipotecárias

MCMV - Programa Minha Casa Minha Vida

MLC – Modelo Linear Clássico

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

PMG – Preço Máximo Garantido

SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SECOVI-SP - Sindicato das Empresas de Compra e Venda de Imóveis

SFH - Sistema Financeiro da Habitação

SPE - Sociedade de Propósito Específico

TIR – Taxa Interna de Retorno

VGv – Valor Geral de Vendas

VSO – Vendas sobre oferta

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1 OBJETIVO	15
1.2 MÉTODOS DE PESQUISA	15
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	18
2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	18
2.2 FUNDOS IMOBILIÁRIOS DE DESENVOLVIMENTO.....	20
2.2.1 DEFINIÇÃO.....	20
2.2.2 ESTRUTURA JURÍDICA E REGULATÓRIA	20
2.2.3 DIFERENÇA ENTRE FUNDOS DE DESENVOLVIMENTO PARA RENDA E PARA VENDA	20
2.2.4 FUNCIONAMENTO DOS FUNDOS	21
2.2.5 PRINCIPAIS AGENTES	21
2.2.6 ESTRUTURA DE CAPITAL E FINANCIAMENTO.....	23
2.2.7 CICLO DE VIDA DO FUNDO	23
2.2.8 INDICADORES FINANCEIROS E ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO	24
2.3 OS DIFERENTES TIPOS DE PRODUTOS RESIDENCIAIS	26
2.4 PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA RESIDENCIAL.....	28
3. ESTUDO DE CASO.....	33
3.1 DETALHES DO FUNDO ANALISADO.....	33
3.2 CARACTERIZAÇÃO DOS EMPREENDIMENTOS QUE COMPÕEM O FUNDO 44	
3.3 PORTFÓLIO DO FUNDO - DETALHES DOS EMPREENDIMENTOS	47
3.4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS EMPREENDIMENTOS	54
3.5 ANÁLISE DO FUNDO	83

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO	96
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	101
OUTRAS BIBLIOGRAFIAS CONSULTADAS	103

1. INTRODUÇÃO

1.1 OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é avaliar com profundidade de que maneira os desvios observados nas premissas dos empreendimentos impactaram o desempenho consolidado de um fundo imobiliário de desenvolvimento, analisando a Taxa Interna de Retorno. Além disso, oferecer uma visão aprofundada sobre o funcionamento do fundo de desenvolvimento analisado, sua estrutura de capital, modelo de participação nos projetos, estratégia de investimento e dinâmica operacional.

1.2 MÉTODOS DE PESQUISA

A metodologia aplicada nessa pesquisa consistiu primeiramente em uma revisão bibliográfica de tópicos relacionados ao tema, proporcionando uma base mais sólida para o desenvolvimento e entendimento mais aprofundado do trabalho. A revisão bibliográfica contempla a definição dos fundos de investimento imobiliário, seus principais tipos e características. Em seguida, aprofunda-se na análise dos fundos de desenvolvimento imobiliário, abordando sua definição, estrutura jurídica e regulatória, funcionamento, diferenças entre fundos voltados para renda e para venda, principais agentes envolvidos, estrutura de capital e fontes de financiamento, ciclo de vida e indicadores financeiros utilizados na avaliação de desempenho. Complementarmente, foi incluído um tópico dedicado às etapas essenciais do processo de desenvolvimento de uma incorporação imobiliária residencial, e um tópico sobre os diferentes tipos de produtos residenciais, visando oferecer o embasamento teórico necessário para a análise do estudo de caso.

No estudo de caso a metodologia baseou-se, inicialmente, na realização de um levantamento detalhado sobre o funcionamento do fundo analisado, a partir de reuniões realizadas com a equipe da gestora. Foram obtidas informações acerca das principais características do fundo, sua estrutura societária, o relacionamento estabelecido com os investidores, os papéis e responsabilidades das figuras envolvidas, a estrutura organizacional da gestora, os mecanismos de governança e o fluxo de aprovação de novos investimentos, o modelo de participação do fundo nos empreendimentos, a estratégia adotada na criação do fundo, a estrutura de capital e a dinâmica das chamadas de aporte, bem como o processo de originação e análise de novos negócios.

Em um segundo momento, procedeu-se à caracterização dos empreendimentos que compõem o portfólio do fundo, seguida da descrição detalhada das especificidades de cada projeto. Posteriormente, foi realizada uma análise comparativa dos empreendimentos, baseada nas premissas e indicadores que sustentaram a decisão de investimento no momento da aquisição do terreno, comparando essas premissas com os resultados efetivamente alcançados pelos empreendimentos atualmente. Como cada empreendimento encontra-se em uma fase diferente, conforme será possível verificar adiante, essa data de corte para a análise foi escolhida conforme o status atual de cada um dos projetos no mês de Junho/2023. Para isso, foram analisadas inicialmente diversas características e especificidades de cada empreendimento, dividindo-os em etapas, incluindo o financiamento à produção, o produto concebido para o terreno, o prazo de aprovação do projeto pelas autoridades competentes, a data de lançamento, o preço de venda, os custos, a velocidade de vendas, as despesas previstas, entre outros, detalhadamente listados abaixo.

Figura 1 - Características e premissas analisadas

DATAS	LANÇAMENTO	INÍCIO DE OBRA	REPASSE/ ENTREGA DE OBRA					
TERRENO	ÁREA DO TERRENO	CUSTO DO TERRENO						
OBRA E FINANCIAMENTO	CUSTO DE OBRA/M ²	TIPO DE FINANCIAMENTO (SFH OU ASSOCIATIVO)	% DE FINANCIAMENTO À OBRA	TAXA DE FINANCIAMENTO À OBRA				
VENDA	PREÇO MÉDIO DE VENDA/M ²	ÁREA PRIVATIVA TOTAL	VGv TOTAL LÍQUIDO	VELOCIDADE DE VENDAS				
DEMAIS CUSTOS	PROJETOS	MARKETING	CORRETAGEM	INCORPORAÇÃO	OUTROS CUSTOS	CONTINGÊNCIA DE OBRA	DECORAÇÃO DE ÁREA COMUM	
INDICADORES DO EMPREENDIMENTO	TIR (a.a.)	MARGEM LÍQUIDA	EXPOSIÇÃO MÁXIMA DO PROJETO	MÚLTIPLO DO INVESTIMENTO				

Fonte: Elaboração própria

Para cada item foi realizada uma análise comparativa entre o que foi previsto no momento da realização da Análise da Qualidade do Investimento (AQI) na Compra do Terreno e o que efetivamente aconteceu, no que foi chamado nesse estudo de Análise da Qualidade do Investimento Atual. Com isso pôde ser identificado o que foi chamado, conforme exemplo abaixo, de Diferença, informação que foi utilizada tanto na análise qualitativa quanto na análise quantitativa.

Figura 2 - Exemplo de Análise Comparativa

ALCATRAZES	AQI Compra Terreno	AQI Atual	Diferença
ITEM			
Subitem			

Fonte: Elaboração própria

A análise qualitativa de cada item foi realizada com informações coletadas com a gestora, através de um questionário enviado para preenchimento e posterior realização de diversas reuniões para alinhamento das informações. A gestora possui o histórico e explicações do porquê das diferenças entre o previsto na AQI compra terreno e na AQI atual ocorreram.

Por fim, efetuou-se a análise da relação entre o previsto e o realizado no desempenho do fundo, abrangendo a avaliação da alocação de capital nos empreendimentos, a análise dos fluxos de caixa referentes a aportes e devoluções, bem como a apuração e interpretação dos principais indicadores financeiros do fundo. Nessa etapa foi elaborada a curva de formação da Taxa Interna de Retorno consolidada do fundo, construída a partir da média ponderada das TIRs previstas para os empreendimentos, considerando os meses de realização dos primeiros aportes de capital em cada projeto.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Neste tópico, abordaremos detalhes sobre os fundos imobiliários, com foco nos fundos de desenvolvimento residenciais voltados para venda. Serão apresentados também os principais tipos de empreendimentos residenciais e as etapas de uma incorporação imobiliária. Esses elementos fornecerão a base conceitual necessária para, no estudo de caso, compreendermos em maior profundidade as características do fundo imobiliário escolhido para análise.

2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Segundo o Governo Federal do Brasil os fundos de investimento imobiliário (FIIs) foram criados pela Lei 8.668/93 e são regulamentados pela Instrução CVM nº 472/08, a qual foi posteriormente substituída pela CVM nº 175/22 e 184/23. O seu funcionamento e a oferta pública de cotas de sua emissão dependem de prévio registro na Comissão de valores Mobiliários (GOV, 2025).

Conforme citado por BARRETO, José Victor Souza (2024, p. 13):

Os FIIs devem ser obrigatoriamente administrados por uma instituição financeira, a qual se torna proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio do fundo, que são divididos em cotas e distribuídos aos seus investidores (cotistas) através de oferta pública.

Dessa forma a administração de um FII deve ser realizada por uma instituição financeira autorizada pela CVM, e esta é responsável pelo funcionamento e manutenção do fundo, incluindo as obrigações legais e regulamentares, escolha e aquisição dos bens e direitos que irão compor o patrimônio, a gestão dos ativos, divulgação das informações aos cotistas, distribuição dos resultados, entre outras atividades.

Conforme definição da própria CVM apresentada pela B3, "um fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários" (B3, 2024). Esses investimentos podem ser em empreendimentos imobiliários, cotas de Fundos Imobiliários, FIPs, FIAs específicos do setor da construção civil ou do mercado imobiliário, CEPACs, CRIs, FIDCs do setor, LHs, LCIs, renda fixa e derivativos para fins de proteção patrimonial.

Todo Fundo de Investimento Imobiliário (FII) tem um regulamento que, entre outras regras, define sua estratégia de investimento. No caso de o regulamento prever que o fundo terá

permissão para aquisição de imóveis, o fundo obterá renda com sua locação, venda ou arrendamento. Caso aplique em títulos e valores mobiliários, a renda se originará dos rendimentos distribuídos por esses ativos ou ainda pela diferença entre o seu preço de compra e de venda (ganho de capital).

O FII é constituído sob a forma de condomínio fechado, em que não é permitido ao investidor resgatar as cotas antes de decorrido o prazo de duração do fundo. A maior parte dos FIIs tem prazo de duração indeterminado. Nesse caso, se o investidor decidir sair do investimento, somente poderá fazê-lo através da venda de suas cotas no mercado secundário.

Quando falamos em classificação dos fundos imobiliários, a ANBIMA (2023) definiu a classificação dos Fundos Imobiliários considerando duas etapas: o objetivo do fundo (Mandato) e o tipo de gestão. O mandato determina o objetivo do fundo de acordo com a finalidade do investimento e o tipo de gestão pode ser passiva ou ativa.

O mandato do fundo pode ser dividido em desenvolvimento para renda, desenvolvimento para venda, títulos e valores imobiliários, e híbridos.

- Desenvolvimento para renda: Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
- Desenvolvimento para venda: Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros.
- Renda: Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
- Títulos e valores mobiliários: Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em título e valores mobiliários como: ações, cotas de sociedades, FIPs e FIDCs.
- Híbridos: Fundos cuja estratégia de investimento não observa nenhuma concentração das classificações anteriores.

Considerando a classificação da Anbima pelo tipo de gestão, os dois segmentos são:

- Gestão Passiva: Fundos que especificam em seus regulamentos o imóvel ou o conjunto de imóveis que comporá sua carteira de investimento ou aqueles que têm por objetivo acompanhar um indicador do setor. A venda de um dos imóveis só pode acontecer com aprovação da assembleia de cotistas.
- Gestão Ativa: São todos os fundos que não seguem os critérios da gestão passiva. Esses fundos podem sofrer mudanças durante os anos, sendo possível incluir ou retirar outros ativos, construir novos empreendimentos e mudar os objetivos, alterando de renda para desenvolvimento de renda e assim por diante.

2.2 FUNDOS IMOBILIÁRIOS DE DESENVOLVIMENTO

2.2.1 DEFINIÇÃO

Os fundos de desenvolvimento imobiliário são uma subcategoria do segmento de FIIs. São instrumentos financeiros utilizados para viabilizar projetos imobiliários, promovendo o desenvolvimento de empreendimentos através do investimento coletivo. São investimentos normalmente direcionados para perfis de investidores arrojados, pois o risco do investimento é considerado maior, quando comparado aos outros FIIs.

O objetivo de um fundo de desenvolvimento é investir em projetos imobiliários para obter lucro com a venda ou arrendamento dos imóveis prontos, sejam eles comerciais, residenciais, escritórios ou industriais.

2.2.2 ESTRUTURA JURÍDICA E REGULATÓRIA

A regulamentação dos fundos de desenvolvimento, bem como para os FIIs é estabelecida pela Instrução CVM 472/08, que determina regras para constituição, funcionamento e liquidação desses fundos, substituída pela CVM nº 175/22 e 184/23. O seu funcionamento e a oferta pública de cotas de sua emissão dependem de prévio registro na Comissão de valores Mobiliários (CVM).

2.2.3 DIFERENÇA ENTRE FUNDOS DE DESENVOLVIMENTO PARA RENDA E PARA VENDA

Os FIIs de desenvolvimento são constituídos por duas estratégias diferentes: renda e venda. Os fundos de desenvolvimento para renda são estruturados para construir ativos imobiliários que serão posteriormente alugados, gerando fluxo de caixa contínuo aos investidores. Já os fundos de desenvolvimento para venda têm como estratégia a venda dos empreendimentos após sua conclusão, capturando o ganho de capital com a valorização do imóvel.

Em ambos os casos se busca taxa interna de retorno atrativas, comparativamente com alternativas de investimento e compatíveis com o risco embarcado no empreendimento. Este trabalho terá como foco os fundos de desenvolvimento voltados para venda.

2.2.4 FUNCIONAMENTO DOS FUNDOS

Os FIIs de desenvolvimento podem ser abertos ou fechados. Os veículos de fundo de desenvolvimento residencial fechado são veículos de investimento que reúnem capital de investidores, por meio de subscrição de cotas, para financiar projetos imobiliários residenciais específicos e possuem um número limitado de investidores, sendo fechado para captação de novos recursos depois de atingir um determinado limite. Além disso, ele tem um prazo definido. Os aportes dos investidores são realizados conforme as chamadas de capital e necessidade dos projetos. As cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, os resultados são distribuídos aos cotistas proporcionalmente ao desempenho do fundo.

2.2.5 PRINCIPAIS AGENTES

Os fundos de desenvolvimento imobiliário contam com diversos agentes atuando de forma coordenada para viabilizar e executar os empreendimentos. Abaixo, os principais envolvidos:

- **Gestora**

Responsável pela gestão do fundo e pela alocação eficiente do capital comprometido pelos investidores. Atua diretamente na:

- Originação e análise dos projetos;
- Negociação com incorporadores e definição dos termos de entrada nas SPEs;
- Acompanhamento da evolução físico-financeira dos empreendimentos;
- Monitoramento da performance das vendas, custos, prazos e retornos;
- Reporte aos investidores.

- **Administrador Fiduciário**

Responsável pela supervisão contábil, operacional e regulatória do fundo. Suas principais atribuições incluem:

- Manutenção da escrituração de cotas e movimentações financeiras;

- Verificação do cumprimento das normas da CVM;
- Atuação como agente independente para garantir a conformidade e proteger os cotistas.

- **Incorporadores (Parceiros locais)**

São os operadores dos empreendimentos. Cuidam das etapas técnicas e operacionais:

- Aquisição ou permuta dos terrenos;
- Desenvolvimento do projeto arquitetônico e engenharia;
- Obtenção de licenças e aprovações legais;
- Execução da obra e comercialização das unidades;
- Gestão da SPE.

- **Investidores**

São os cotistas do fundo, que comprometem recursos visando retornos compatíveis com o risco do desenvolvimento. Podem ser:

- Institucionais - fundos de pensão, *family offices*, seguradoras, etc;
- Individuais – HNWI (*High Net Worth Individual*), *private banking*).

Participam indiretamente das decisões via assembleias, comitês e recebem relatórios periódicos de desempenho.

- **SPEs (Sociedades de Propósito Específico)**

Veículos jurídicos constituídos para cada empreendimento. Permitem:

- Segregar riscos e responsabilidades por projeto;
- Estruturar os contratos entre fundo e incorporador;
- Facilitar a gestão contábil, fiscal e jurídica de cada ativo.

A estrutura de governança da SPE (conselhos, vetos, aprovações) é definida conforme o modelo de parceria com o incorporador.

Fora os citados acima, temos outros stakeholders envolvidos, como distribuidoras/estruturadoras, consultores técnicos e avaliadores, auditor independente, distribuidor de vendas/corretoras, cartórios, prefeituras e órgãos públicos.

2.2.6 ESTRUTURA DE CAPITAL E FINANCIAMENTO

Os fundos de desenvolvimento imobiliário utilizam diferentes fontes de financiamento em sua estrutura:

- Capital próprio dos investidores: Aportes escalonados com chamadas de capital conforme o progresso dos projetos.
- Financiamento à produção: Recursos obtidos junto a bancos e instituições financeiras.
- Parcerias: Co-investimentos e participação societária com incorporadoras em SPEs.

2.2.7 CICLO DE VIDA DO FUNDO

1. Captação de Recursos

Nesta fase inicial, o fundo é estruturado e apresentado ao mercado:

- Estruturação jurídica e regulatória: criação do regulamento do fundo, registro na CVM, definição da política de investimento, regras de governança e prazo de duração.
- *Roadshow* e diligência com investidores: apresentação do pipeline de projetos, da equipe gestora e da estratégia de retorno.
- Captação dos compromissos de capital: como é um fundo fechado, os investidores se comprometem com aportes ao longo do tempo (modelo de "capital comprometido").
- Definição dos aportes: o gestor realiza chamadas de capital conforme o pipeline de investimentos evolui.

2. Investimento (Desenvolvimento dos Empreendimentos)

É a fase mais longa e estratégica, onde o capital é progressivamente alocado em projetos:

- Originação e análise de oportunidades: prospecção de terrenos com potencial para incorporação residencial; análise da qualidade do investimento e viabilidade técnica.
- Negociação e entrada nas SPEs: normalmente via aportes de capital ou instrumentos híbridos (dívida conversível, permutas etc.).

- Desenvolvimento do produto: junto ao incorporador parceiro, ocorre a concepção do produto imobiliário (tipologias, público-alvo, estratégia comercial, precificação).
- Aprovações legais e lançamento: obtenção de licenças, aprovação de projeto na prefeitura, lançamento comercial no mercado.
- Acompanhamento da obra e performance comercial: monitoramento do cronograma físico-financeiro da obra e da velocidade de vendas (VSO).

O fundo busca, nesta fase, garantir que os projetos mantenham a rentabilidade esperada, dentro dos prazos e custos estimados.

3. Desinvestimento (Venda, Retorno e Encerramento)

É o momento de liquidez e retorno para os cotistas:

- Receita com venda das unidades: os recebíveis das vendas começam a retornar para a SPE e, conseqüentemente, para o fundo.
- Distribuição de resultados: os lucros são repassados ao fundo via dividendos ou amortizações de capital. Pode haver distribuição parcial ao longo do tempo, conforme a liquidez dos projetos.
- Encerramento das SPEs e do fundo: conforme os projetos são concluídos e a totalidade do capital (e lucro) retorna aos investidores, o fundo é encerrado.
- Prestação de contas final: relatório final de desempenho do fundo, consolidação dos retornos, cálculo da TIR (Taxa Interna de Retorno) consolidada e encerramento formal junto à CVM.

2.2.8 INDICADORES FINANCEIROS E ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO

1. Principais Indicadores

A análise da qualidade dos empreendimentos que compõem o portfólio de um fundo de desenvolvimento imobiliário é essencial para assegurar retornos compatíveis com o risco do investimento. Para isso, são utilizadas diversas métricas financeiras que permitem avaliar tanto a rentabilidade quanto a eficiência dos projetos.

1.1 TIR (Taxa Interna de Retorno)

A TIR é uma das métricas mais importantes no contexto de fundos de desenvolvimento. Ela representa a taxa de desconto que iguala o valor presente dos fluxos de caixa futuros ao investimento inicial. Em outras palavras, mede a rentabilidade anualizada esperada do capital investido.

- Aplicação nos fundos de desenvolvimento imobiliário: Utilizada tanto na análise individual de cada empreendimento, quanto na consolidação do desempenho global do fundo.
- Importância: Permite comparar projetos com diferentes durações, riscos e estruturas de retorno.
- Taxa de atratividade setorial: Geralmente, os fundos de desenvolvimento imobiliário buscam TIRs líquidas entre 14% e 20% a.a., considerando o risco inerente ao desenvolvimento.

1.2 VPL (Valor Presente Líquido)

O VPL de um projeto de investimento é utilizado para avaliar se o empreendimento agrega valor ao fundo, considerando o custo de oportunidade do capital.

Segundo Silva e Fontes (2005):

O valor presente líquido (VPL) de um projeto de investimento pode ser definido como a soma algébrica dos valores descontados do fluxo de caixa a ele associado. Em outras palavras, é a diferença do valor presente das receitas menos o valor presente dos custos. O projeto que apresenta o VPL maior que zero (positivo) é economicamente viável, sendo considerado o melhor aquele que apresentar maior VPL. Para uso desse método, é necessária a definição de uma taxa de desconto.

1.3 Payback

O *payback* mede o prazo de recuperação da capacidade original de investimento, por meio dos fluxos de caixa gerados pelo empreendimento.

- Importância: Embora seja uma métrica simples, ajuda a entender a liquidez do projeto e sua capacidade de gerar retorno em prazo compatível com o ciclo do fundo.

- Limitação: Não considera o valor do dinheiro no tempo, nem os fluxos de caixa após o período de retorno.

1.4 Margem Líquida do Projeto

A margem líquida representa o percentual do lucro em relação à receita total de vendas de um empreendimento.

- Cálculo: $\text{Lucro líquido do projeto} / \text{Receita bruta de vendas}$.
- Aplicação nos fundos de desenvolvimento imobiliário: Importante para medir a eficiência operacional e a capacidade de geração de resultado dos projetos.
- Parâmetro de comparação: Permite comparar diferentes projetos no portfólio com base na eficiência de conversão de receita em resultado para o cotista.

2. Análise da Qualidade do Investimento

Além dos indicadores financeiros, a análise da qualidade dos empreendimentos deve considerar fatores qualitativos e estratégicos, como:

- Localização e demanda do mercado-alvo;
- Experiência e histórico do incorporador parceiro;
- Velocidade de vendas esperada (VSO) e absorção de mercado;
- Cenário macroeconômico (juros, crédito, inflação);
- Risco de obra e risco comercial.

A qualidade do investimento em um fundo de desenvolvimento imobiliário não se resume apenas ao retorno projetado, mas à consistência entre projeções e execução, capacidade de mitigar riscos e à governança eficiente durante o ciclo de vida dos empreendimentos.

2.3 OS DIFERENTES TIPOS DE PRODUTOS RESIDENCIAIS

Como já apontado anteriormente, nessa monografia nos concentraremos nos fundos de desenvolvimento direcionados ao mercado residencial para venda. Por esse motivo se faz importante o entendimento em relação à classificação dos produtos residenciais para o mercado. No mercado de incorporação residencial pode-se classificar os tipos de produto por mercado popular ou médio/alto padrão. Essas classificações refletem não apenas as características físicas

dos empreendimentos, mas também os serviços, comodidades e localização, que são adaptados para atender à capacidade de endividamento e preferências dos diversos segmentos de mercado e público.

O Sindicato da Habitação do Estado de São Paulo - Secovi-SP (2025) considera uma classificação de tipos de produto dividida em Segmento Econômico e Demais Mercados, onde os produtos do Segmento Econômico são os empreendimentos englobados no MCMV (Programa Minha Casa Minha Vida), e todos os demais produtos se encaixam em Demais Mercados. Para classificar um imóvel como econômico, nem sempre o tíquete médio é critério suficiente. Isso porque, a relação entre os preços e as áreas dos apartamentos compactos podem fazer com que os imóveis não se enquadrem na categoria econômica.

Com o objetivo de segmentar os imóveis econômicos, a Pesquisa Secovi-SP utilizou como referência as faixas de preços e enquadramentos no MCMV. O limite de valor para imóveis enquadráveis nos parâmetros do programa na cidade de São Paulo atualmente é de R\$ 350 mil.

Quando falamos de segmentação por tipo de mercado e público-alvo, existem diversas terminologias e segmentações. O fundo de desenvolvimento analisado utiliza a divisão por tipo de produtos como Mercado Popular e Médio/Alto Padrão, com as definições abaixo, de acordo com a gestora.

Produto residencial voltado para o Mercado Popular

São empreendimentos residenciais voltados para a população de renda mais baixa. Eles tendem a ser unidades habitacionais simples, como apartamentos compactos ou casas modestas, construídas de forma econômica. Normalmente estão localizados em áreas com infraestrutura e em regiões com custo de terreno mais baixos. Geralmente são voltados para atender às necessidades básicas de moradia a um custo acessível para famílias com renda limitada. Englobam programas como Minha Casa Minha Vida (MCMV), Habitação de Mercado Popular (HMP), Habitação de Interesse Social (HIS), entre outros.

Produto residencial voltado para o público de Médio/Alto padrão

Estes empreendimentos atendem ao público de médio padrão, com uma faixa intermediária de renda, bem como os produtos de alto padrão, com indivíduos e/ou famílias de alta renda. Os empreendimentos de médio padrão costumam oferecer instalações e comodidades mais abrangentes em comparação com os empreendimentos do mercado popular, e localizados em

bairros mais desenvolvidos. São empreendimentos projetados para proporcionar um estilo de vida mais confortável, com espaços bem planejados e infraestrutura adequada para atender às necessidades da classe média da população. Já os empreendimentos de alto padrão costumam oferecer residências luxuosas com design exclusivo, comodidades premium e ampla gama de serviços personalizados. Geralmente se destacam por sua localização privilegiada, vistas diferenciadas e infraestrutura sofisticada.

2.4 PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA RESIDENCIAL

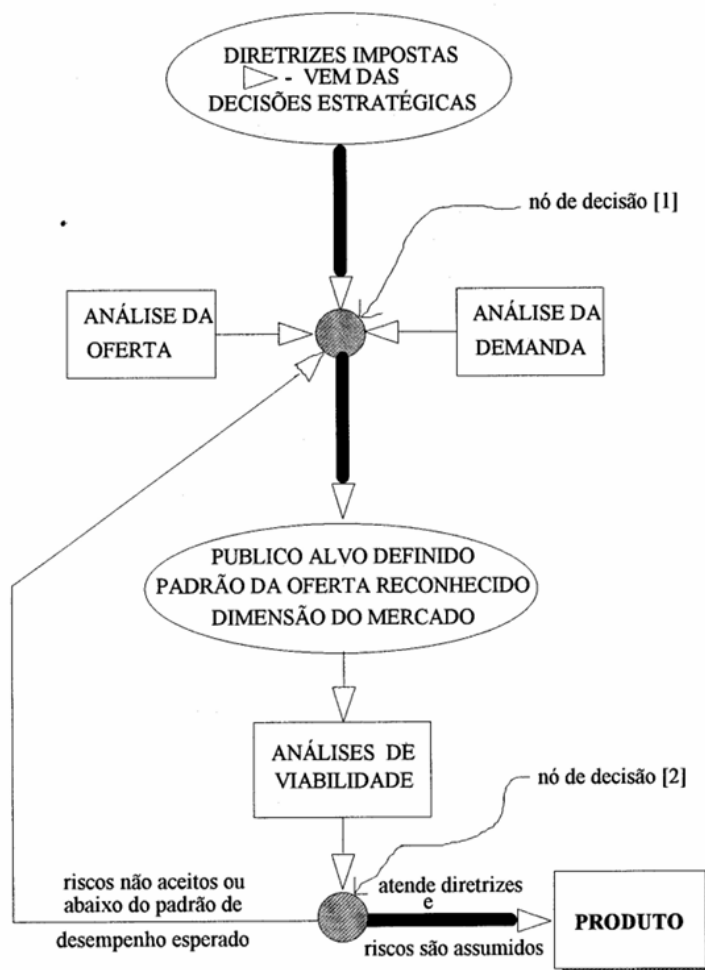
Segundo ROCHA LIMA JR, J. (1993, p. 4):

Para que se possa desenvolver empreendimentos no mercado imobiliário, com expectativa de taxas de retorno capazes de compensar o padrão de riscos dos negócios no setor, há necessidade de que o planejamento do produto seja feito com muito rigor, pois a quebra de desempenho das variáveis de comportamento, no curso da ação, relativamente à condição esperada, sempre apresenta grande sensibilidade com respeito às variáveis dependentes tradicionalmente usadas como indicadores de qualidade, base para tomada de decisão.

Nesse tópico são elencadas as etapas essenciais para o processo de desenvolvimento de uma incorporação imobiliária residencial, e as que serão mais relevantes para a análise do estudo de caso.

A figura 3 demonstra, segundo ROCHA LIMA JR, J. (1993, p. 14), o roteiro de sistema de planejamento do empreendimento.

Figura 3 – Roteiro de Sistema de Planejamento do Empreendimento

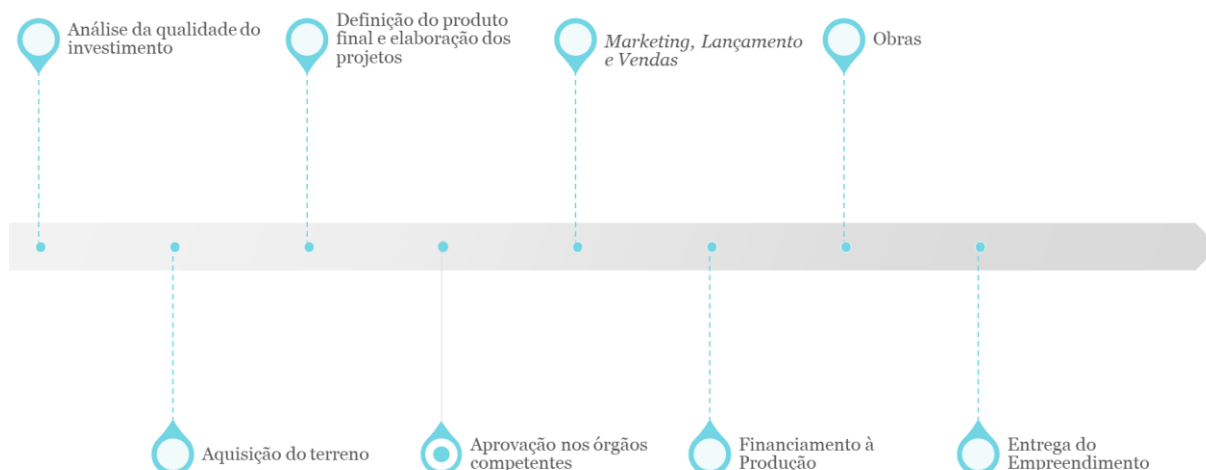


Fonte – João da Rocha Lima Jr. (1993). Planejamento do produto no mercado habitacional.

- Primeiramente deve-se definir o público-alvo, de acordo com o padrão de renda e olhando para a capacidade de endividamento.
- Posteriormente deve-se mapear as ofertas de mercado para esse público, para definição da qualidade de produto.
- Definida a qualidade do produto é possível definir o custeio da produção de forma paramétrica, visto que ainda não há detalhamento de produto; e posteriormente o preço de comercialização.
- Com os parâmetros de mercado e produto definidos, é possível impor as premissas do empreendimento para análise de viabilidade, e dessa forma medir taxa de retorno e demais indicadores de investimento. Essa análise deve compreender as avaliações no cenário esperado e as análises de risco.

Com base nas informações passadas pela gestora analisada, a figura 9 abaixo demonstra de maneira simplificada as diferentes etapas consideradas por eles durante a fase de desenvolvimento do empreendimento.

Figura 4 – Etapas do desenvolvimento do empreendimento segundo a gestora



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

2.4.1 ESTUDOS DE ANÁLISE DA QUALIDADE DO INVESTIMENTO DOS EMPREENDIMENTOS DO PORTFÓLIO

Nessa etapa são realizadas as análises da qualidade do investimento e estudos de viabilidade técnica e legal. Esses estudos são importantes para avaliar a viabilidade do projeto e determinar se atende às regulamentações locais, legais, bem como se é financeiramente atrativa, conforme os padrões de atratividade estabelecidos pela administradora do fundo. Essa etapa envolve pesquisa de mercado para definição do público-alvo e pré definição do produto ideal para o terreno, além de análise da localização, zoneamento e primeiros estudos de produto (quadro de área e estudo preliminar). Após isso se faz importante a definição das premissas de custos, prazos, valores de venda das unidades, para que a análise da qualidade do investimento seja realizada de forma segura e com informações confiáveis, incluindo inclusive análises de risco para que o investidor tome a decisão de investir. Para o fundo de investimento em estudo o principal indicador analisado é a taxa de retorno do investimento.

2.4.2 AQUISIÇÃO DO TERRENO

Após a decisão de prosseguir com o empreendimento, inicia-se a etapa de aquisição do terreno. Nesse momento, são formalizados os documentos de compra e venda do terreno. No caso do fundo analisado

2.4.3 APRIMORAMENTO DO PRODUTO E ELABORAÇÃO DO PROJETO

Após definido o produto, existe a etapa de desenvolvimento do projeto arquitetônico detalhado, incluindo os requisitos legais e de regulamentação, bem como os demais projetos complementares para que o empreendimento possa ser construído. No caso do fundo analisado, a gestão dos empreendimentos é conduzida pela incorporadora, cabendo à gestora o papel de acompanhar e supervisionar o andamento do processo. No estudo de caso, essa dinâmica será explorada em maior detalhe, permitindo uma compreensão mais aprofundada da atuação de cada parte envolvida.

2.4.4 APROVAÇÃO NOS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS

Nessa etapa ocorre a solicitação e obtenção das licenças e aprovações necessárias das autoridades locais e governamentais para que o empreendimento possa ser comercializado, incluindo registro de incorporação, e posteriormente possa iniciar a sua construção.

2.4.5 MARKETING, LANÇAMENTO E VENDAS

Antes do início da comercialização de um empreendimento imobiliário residencial, são desenvolvidas estratégias de marketing e publicidade para promover o projeto e atrair potenciais compradores. Essas atividades incluem a criação de campanhas publicitárias e a construção de um stand de vendas, que geralmente é equipado com materiais promocionais, maquetes e, muitas vezes, apartamentos decorados para demonstrar a experiência que será oferecida aos futuros moradores. Após a preparação inicial, são realizados eventos de lançamento e ações promocionais. Durante essa etapa, a equipe de vendas entra em ação, fornecendo informações detalhadas sobre o empreendimento, simulando condições de pagamento e auxiliando os clientes interessados no processo de reserva e fechamento das unidades.

2.4.6 FINANCIAMENTO À PRODUÇÃO

Após o lançamento do empreendimento e atingido um volume satisfatório de vendas, as obras são iniciadas. Para viabilizar a construção, existem diferentes estratégias de *funding*. Algumas

incorporadoras optam por utilizar recursos próprios para toda a execução da obra, enquanto outras recorrem à captação de recursos de terceiros por meio de investidores, instituições financeiras ou outras fontes de alavancagem. No caso do financiamento à produção, é comum que a SPE celebre contratos com bancos ou agentes financeiros especializados no setor imobiliário. O crédito obtido é destinado ao custeio de todas as etapas da construção, como compra de materiais, contratação de mão de obra e gestão operacional do projeto. A escolha por esse modelo de financiamento exige rigor no cumprimento das metas de vendas e prazos contratuais, que são monitorados pelas instituições financeiras ao longo do processo.

2.4.7 PRODUÇÃO

O início da construção do empreendimento ocorre após a aprovação integral do projeto junto aos órgãos competentes e a obtenção das licenças necessárias, bem como tendo sido atingido um volume satisfatório de vendas. Nesta etapa a construtora contratada dá início à execução das obras. As atividades iniciais incluem a mobilização do canteiro de obras, instalação de infraestrutura temporária, demarcação do terreno e realização de serviços preliminares, como terraplenagem, fundações e sondagens adicionais, caso necessário. A construção segue um cronograma físico-financeiro, que é monitorado periodicamente para garantir o cumprimento dos prazos e orçamentos previstos. Além disso, a qualidade dos materiais e o cumprimento das normas técnicas, como as da ABNT, devem ser assegurados em todas as fases da execução, desde a estrutura até os acabamentos, garantindo que o empreendimento seja entregue conforme o padrão prometido aos clientes e investidores.

2.4.8 ENTREGA DO EMPREENDIMENTO

Uma vez concluída a construção e obtidas as autorizações finais, as unidades residenciais são entregues aos compradores. Este processo inclui a transferência de propriedade e a imissão na posse.

3. ESTUDO DE CASO

3.1 DETALHES DO FUNDO ANALISADO

3.1.1 CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS

O fundo analisado é um fundo fechado de *private equity*, com captação única e mandato de investimento exclusivo em empreendimentos residenciais para venda no Município de São Paulo. Segue as mesmas características dos fundos de desenvolvimento citadas na pesquisa bibliográfica.

Segundo informações da gestora o prazo de duração segundo regulamento é de 8 anos e divide-se em período de captação e comprometimento de capital; período de investimento (~5 anos); e período de desinvestimento (~3 anos).

Abaixo algumas informações detalhadas do fundo.

Tabela 1 – Informações detalhadas do fundo

Ano de Início do Fundo	2019
Prazo de Duração	8 anos
Taxa de Gestão do Fundo	1,5% a.a. (durante o período de investimento a cobrança é sobre o capital comprometido do fundo. Após esse período, a cobrança passa a ser sobre o patrimônio líquido)
Taxa de Administração	0,2% a.a. (durante o período de investimento a cobrança é sobre o capital comprometido do fundo. Após esse período, a cobrança passa a ser sobre o patrimônio líquido)
Taxa de Performance	20% do que exceder IPCA + 6% a.a.
Capital Subscrito	R\$ 169.478.000
Projetos do Portfólio	12 empreendimentos residenciais

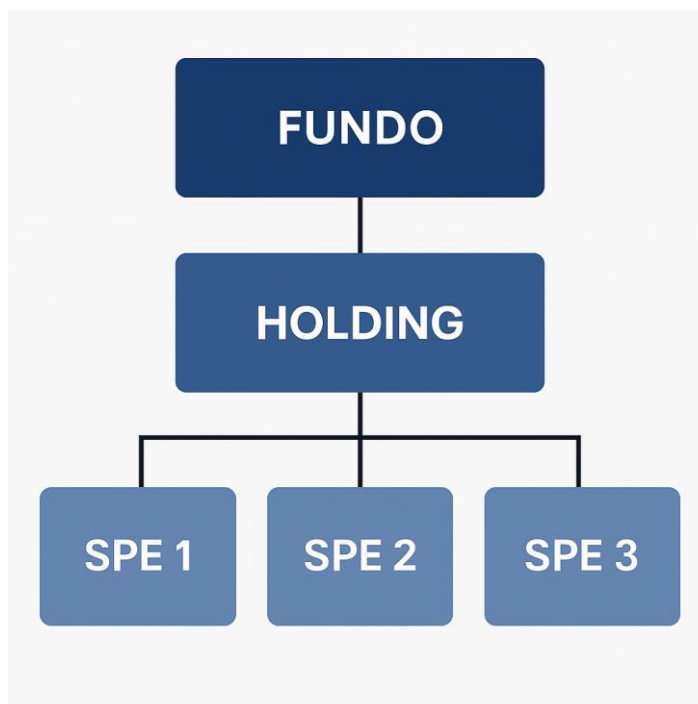
Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

3.1.2 ESTRUTURA

A estrutura jurídica do fundo analisado é composta por três níveis: o fundo, uma holding intermediária e as sociedades de propósito específico (SPEs). O fundo capta os recursos dos investidores e os direciona para a holding, que, por sua vez, detém participações nas SPEs

responsáveis por cada empreendimento. Essa configuração permite uma gestão centralizada dos investimentos, com as SPEs executando individualmente os projetos em parceria com incorporadoras, conforme acordos contratuais que estabelecem responsabilidades, governança e direitos entre as partes.

Figura 5 - Estrutura do fundo analisado



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Caso não existisse a figura da holding e o fundo investisse diretamente nas SPEs sem reinvestir os recursos recebidos, ele estaria sujeito às regras da Instrução, que exige que os FIIs distribuam no mínimo 95% dos lucros auferidos no regime de caixa, apurados semestralmente. Ou seja, sem a holding, os recursos recebidos de uma SPE — como lucros, dividendos ou retorno de capital — teriam que ser, obrigatoriamente, distribuídos aos cotistas, impedindo que o fundo reciclasse esse capital internamente para investir nos outros projetos que o compõe, a menos que fosse realizada uma nova rodada de captação ou chamada de capital.

A existência da holding como veículo intermediário permite que o fundo receba os lucros de uma SPE de forma indireta e, ao mantê-los dentro da estrutura de investimentos (sem distribuí-los diretamente ao fundo), posterga-se a obrigatoriedade da distribuição, possibilitando o reinvestimento do capital nos outros empreendimentos sem a necessidade de novas chamadas de aporte.

3.1.3 RELACIONAMENTO COM O INVESTIDOR

Os investidores deste fundo de desenvolvimento são, em sua maioria, investidores profissionais — pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 10 milhões. Entre eles, destacam-se pessoas físicas de alto patrimônio e *family offices*, muitos dos quais já haviam investido em fundos anteriores da mesma gestora.

Foi justamente esse histórico, aliado à apresentação de um pipeline de projetos robusto e de alta qualidade, que serviu como principal argumento para atrair os investidores. A gestora já havia estruturado oportunidades com grande potencial de retorno, mas que ainda não haviam sido viabilizadas por falta de capital. Com a captação deste novo fundo, foi possível aproveitar essas oportunidades, fortalecendo ainda mais a tese de investimento.

A relação com os cotistas é pautada através de comitês de aprovação de novos investimentos e relatórios mensais que atualizam os investidores sobre o andamento dos projetos, incluindo informações sobre aprovações, vendas e obras, além da apresentação dos resultados do fundo. Esses relatórios também incluem projeções de fluxo de caixa, com previsões de novos aportes e distribuições de dividendos, permitindo um acompanhamento próximo e estruturado do desempenho do fundo.

3.1.4 FIGURAS E PAPÉIS

As figuras envolvidas na estrutura do fundo de desenvolvimento analisado coincidem com aquelas já descritas na pesquisa bibliográfica. No entanto, faz-se importante adicionar detalhes em relação ao papel da gestora e incorporadora.

No caso do fundo analisado, a gestora não atua diretamente na operação dos empreendimentos, ou seja, sua participação na gestão das SPEs é limitada, sem envolvimento ativo na condução cotidiana dos projetos. A gestão operacional dos empreendimentos permanece sob responsabilidade das incorporadoras, que são as parceiras executoras, e recebem uma taxa de gestão para realizar as atividades (de 2 a 3% sobre o VGV líquido que entra no caixa da SPE mensalmente).

Entretanto, em situações excepcionais, a gestora pode adotar uma postura mais interventiva. Um exemplo é o empreendimento Tupinás — que será detalhado posteriormente neste trabalho —, no qual a performance insatisfatória de vendas e falhas na condução do projeto por parte da incorporadora demandaram um acompanhamento mais próximo por parte da gestora. Nesse

caso específico, foi necessário um trabalho conjunto no nível operacional, com o objetivo de reestruturar a estratégia de comercialização e retomar o desempenho esperado.

Ainda que não participe ativamente da gestão das SPEs, a gestora mantém uma rotina de acompanhamento e governança. São realizadas reuniões semanais com cada incorporadora para atualizações sobre o andamento dos empreendimentos. Além disso, as incorporadoras são responsáveis por enviar mensalmente relatórios financeiros detalhados, que incluem balancetes, demonstrativos de vendas, projeções de despesas, entre outros documentos de controle.

As demais responsabilidades já foram abordadas anteriormente na seção de pesquisa bibliográfica.

3.1.5 ESTRUTURA E ATUAÇÃO DA EQUIPE DA GESTORA

A operação e a governança do fundo de desenvolvimento imobiliário analisado contam com o envolvimento de diversas equipes especializadas dentro da gestora, cada uma com responsabilidades ao longo do ciclo de vida dos investimentos. A seguir, apresentam-se as principais áreas envolvidas na gestão do fundo e suas respectivas atribuições:

1. **Relacionamento com investidores**

Esta equipe é responsável pela comunicação institucional com os cotistas e potenciais investidores. Entre suas funções estão a apresentação da tese de investimento do fundo, a captação de recursos e o alinhamento contínuo de expectativas com os investidores. Atua de forma estratégica na manutenção da base de cotistas e na articulação com os comitês de aprovação de investimentos.

2. **Novos negócios**

A área de novos negócios desempenha papel central na originação e análise das oportunidades de investimento. É responsável pelo relacionamento com as incorporadoras locais, pela avaliação da qualidade de investimento dos projetos apresentados e pela preparação dos materiais que embasarão as decisões de investimento nos comitês internos e externos. Também é responsável pela estruturação jurídica e financeira dos negócios aprovados.

3. Gestão dos empreendimentos

Após a alocação do investimento, esta equipe acompanha a execução dos projetos imobiliários em conjunto com as incorporadoras. Seu trabalho consiste em monitorar o andamento das diferentes etapas da incorporação — como aprovações, obras e comercialização — com foco em controle de prazos, custos e qualidade. Atua de forma integrada com a equipe de monitoramento financeiro para assegurar a aderência dos projetos ao planejamento e resultados estabelecidos.

4. Monitoramento e Controladoria

Responsável pelo acompanhamento financeiro das SPEs investidas e pela interface contábil e administrativa com a administradora do fundo. Essa equipe realiza o controle orçamentário, consolidação dos balancetes, prestação de contas, elaboração de relatórios financeiros e acompanhamento dos desembolsos. Também é incumbida de coordenar as chamadas de capital dos investidores, conduzir os processos de auditoria e providenciar os laudos de avaliação dos ativos, conforme exigências regulatórias e contratuais.

Mensalmente recebem das incorporadoras de cada SPE um conjunto de documentos de controle, incluindo extrato bancário, tabela de vendas e relatório de planejamento financeiro do empreendimento. Este último é analisado pela equipe mensalmente, em conjunto com a equipe de gestão dos empreendimentos, e são replanejadas as premissas de acordo com as vendas realizadas, despesas incorridas e a incorrer, entre outros.

5. Jurídico

A equipe jurídica oferece suporte técnico para todos os assuntos legais relacionados ao fundo e às SPEs. Suas atribuições incluem a elaboração e revisão de documentos societários e contratuais, como os instrumentos de entrada nas SPEs, acordos de investimento, contratos de construção, entre outros. Atua de forma transversal, apoiando todas as demais áreas sempre que há implicações jurídicas nos processos.

3.1.6 GOVERNANÇA E FLUXO DE APROVAÇÃO DE NOVOS INVESTIMENTOS

O processo de aprovação de novos investimentos no fundo segue uma estrutura composta por diversas etapas que asseguram a qualidade e a aderência dos projetos à estratégia do fundo.

1. Originação da oportunidade

O fluxo se inicia com a apresentação de um terreno por parte de uma incorporadora parceira. Em geral, a incorporadora busca um coinvestidor para dividir o risco do empreendimento ou para viabilizar a diversificação de seu portfólio, permitindo a aquisição de outros terrenos simultaneamente. A proposta inclui informações preliminares sobre o potencial do terreno e os parâmetros do projeto a ser desenvolvido.

2. Análise inicial pela gestora

Se a localização do terreno e os principais indicadores do projeto — como retorno estimado, velocidade de vendas e nível de risco — forem considerados atrativos, a gestora avança para uma análise mais detalhada. Nesse momento, são avaliadas criticamente as premissas utilizadas pela incorporadora, com base no material fornecido, que normalmente inclui um estudo de massa arquitetônico com quadro numérico. Esse estudo permite à gestora entender o produto que está sendo considerado para o terreno, o potencial construtivo, a quantidade de unidades e vagas, entre outras características técnicas. Além disso, a incorporadora também envia sua própria análise de viabilidade econômico-financeira, que serve como ponto de partida. A gestora, no entanto, revisa as premissas de forma independente e, se necessário, realiza ajustes ou solicita alterações, alinhando a modelagem com suas convicções e parâmetros de risco-retorno.

3. Pesquisa de mercado

Com base nas informações de produto recebidas da incorporadora, a gestora realiza uma análise de mercado independente. Para isso, utiliza um software especializado contratado, que permite avaliar a concorrência na região, os preços praticados por produtos semelhantes e a velocidade de vendas observada em empreendimentos comparáveis. Essa etapa é essencial para validar as premissas de preço e absorção adotadas na análise da qualidade do investimento, assegurando que estejam alinhadas à realidade do mercado local.

4. Comitê de investimentos interno

Uma vez considerada viável sob a ótica da equipe de novos negócios, a oportunidade é apresentada ao comitê de investimentos interno. Nessa etapa, a equipe expõe os principais pontos do projeto para os três sócios responsáveis pela decisão de investimentos. O objetivo

é validar a atratividade do empreendimento do ponto de vista estratégico, técnico e financeiro.

5. Comitê com os investidores (Cotistas)

Se aprovada internamente, a proposta é então levada a um comitê composto pelos cotistas do fundo. Essa etapa é mandatória e o investimento somente é alocado no fundo caso haja aprovação unânime por parte dos investidores. Esse modelo de governança assegura alinhamento entre os interesses da gestora e dos cotistas, reforçando o controle compartilhado nas decisões de alocação de capital.

6. Diligência técnica e jurídica

Nesta etapa, realiza-se um processo de diligência que envolve a análise jurídica, técnica e institucional da oportunidade de investimento. A diligência jurídica tem como objetivo verificar a regularidade do imóvel, por meio da análise de todos os documentos relacionados à sua titularidade, histórico registral, existência de ônus ou restrições, além da conformidade com a legislação vigente. Essa verificação busca mitigar riscos de natureza legal que possam comprometer a viabilidade do projeto.

Paralelamente, é conduzida a diligência técnica do terreno, que contempla aspectos como a análise ambiental, verificação do zoneamento urbano, estudo do potencial construtivo e avaliação das condições físicas do imóvel. Esses fatores são fundamentais para assegurar que o projeto proposto seja compatível com as diretrizes urbanísticas e operacionais exigidas para sua execução.

Além disso, também é realizada a diligência institucional da incorporadora, que visa avaliar sua capacidade técnica, reputacional e financeira para conduzir o empreendimento. São analisados o histórico da empresa, seu portfólio de projetos anteriores, estrutura de equipe, estrutura societária, e eventualmente, eventuais pendências jurídicas e fiscais.

Esse conjunto de diligências representa uma etapa importante no processo de tomada de decisão, para assegurar a segurança jurídica, técnica e institucional do investimento proposto.

3.1.7 MODELO DE PARTICIPAÇÃO DO FUNDO NOS EMPREENDIMENTOS

O fundo investe exclusivamente por meio de participação em Sociedades de Propósito Específico (SPEs) constituídas para cada empreendimento. Não há uma regra rígida quanto à participação mínima ou máxima da gestora nas SPEs, mas existe uma diretriz estratégica de manter um equilíbrio entre o capital do fundo e o da incorporadora. A preferência da gestora é que a participação do fundo varie entre 40% e 60%, de forma que a incorporadora mantenha uma participação relevante e, conseqüentemente, o alinhamento de interesses, evitando que a incorporadora atue apenas como prestadora de serviços e incentive seu comprometimento com o desempenho do projeto.

Em situações nas quais a exposição ao empreendimento representaria uma concentração de risco excessiva para o fundo, a gestora pode optar por uma participação menor, preservando a diversificação da carteira e o equilíbrio do portfólio.

Quando o fundo ingressa em uma SPE já existente — por exemplo, nos casos em que a incorporadora antecipou alguma despesa —, o aporte é feito mediante o pagamento proporcional à participação acordada. Nesse momento, são formalizados os principais instrumentos societários: o contrato de compra e venda de cotas; o acordo de sócios, que estabelece as regras de governança e direitos das partes; e o contrato de gestão, que define as responsabilidades da incorporadora na condução das atividades da SPE, inclusive prevendo o recebimento de uma taxa de gestão.

O modelo de saída do fundo da SPE também é previamente estruturado nos documentos societários. Em geral, prevê-se o direito de venda da participação do fundo para a própria incorporadora, que, ao final do ciclo do empreendimento, assume integralmente a sociedade. Essa saída ocorre preferencialmente após o repasse das unidades, momento em que o recebimento dos valores de venda (recebíveis) já está em andamento, permitindo a distribuição do retorno aos cotistas. No momento em que o valor dos recebíveis remanescentes passa a ser pequeno, a gestora e incorporadora realizam uma análise dos passivos potenciais da SPE e, quando necessário, retém um valor em caixa como medida de segurança. Após essa avaliação, a participação do fundo é vendida, e a incorporadora passa a deter 100% da SPE.

3.1.8 ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

A definição da estratégia de seleção dos empreendimentos do fundo analisado baseou-se em aprendizados consolidados a partir da experiência da gestora com fundos anteriores. O *track*

record obtido demonstrou resultados positivos tanto em projetos voltados ao segmento de médio e alto padrão quanto em empreendimentos direcionados ao mercado popular. A partir dessa constatação, foi estabelecida, desde o início do novo fundo, uma diretriz estratégica de diversificação equilibrada entre os dois segmentos, com a meta de alocar aproximadamente 50% dos projetos em cada faixa de mercado.

Em relação à localização geográfica, o fundo anterior àquele em análise possuía concentração de investimentos em bairros como Barra Funda, Mooca, Vila Leopoldina, Campo Belo, Vila Mascote e Chácara Santo Antônio. Considerando essa concentração e buscando ampliar a diversificação geográfica da carteira, a estratégia do novo fundo direcionou os esforços de originação para bairros distintos, tais como Vila Olímpia, Vila Mariana, Saúde e Pompéia. Essa reorientação visava não apenas explorar novas oportunidades de crescimento urbano, mas também mitigar riscos relacionados à concentração em zonas específicas da cidade.

Outro critério estratégico adotado pela gestora foi o desenvolvimento de empreendimentos do segmento popular em regiões tradicionalmente *premium*, como Vila Olímpia, Vila Mariana e Pinheiros. Essa abordagem buscou aproveitar os incentivos previstos na Lei de Zoneamento do Município de São Paulo, que conferem benefícios adicionais à produção de unidades habitacionais de menor metragem em áreas centrais. Com isso, tornou-se possível viabilizar produtos mais acessíveis em regiões valorizadas, ampliando o potencial de atratividade comercial e retorno sobre o investimento, ao mesmo tempo em que promoveu a diversidade socioeconômica nas regiões atendidas.

Apesar da estratégia inicial contemplar a diversificação entre empreendimentos de médio, alto padrão e mercado popular, ao longo do período de investimento do fundo não foram identificadas oportunidades aderentes ao perfil do fundo dentro do segmento de alto padrão. Dessa forma, a alocação acabou se concentrando em projetos voltados ao mercado popular e de médio padrão.

A estratégia de diversificação entre diferentes tipos de empreendimentos buscou mitigar riscos específicos de cada segmento, promovendo maior resiliência ao fundo. Empreendimentos voltados à classe média apresentam maior sensibilidade à velocidade de vendas e à precificação, fatores diretamente influenciados pelas condições de mercado e pelo comportamento do consumidor. Por outro lado, projetos voltados ao mercado popular possuem menor flexibilidade

de preço, uma vez que estão sujeitos a tetos estabelecidos por programas habitacionais, o que os torna mais suscetíveis a variações nos custos de construção.

Dessa forma, a adoção de uma estratégia que combinasse os dois perfis de empreendimentos, desde a criação do fundo, teve como objetivo promover o equilíbrio do portfólio e a proteção do capital investido frente aos diferentes riscos inerentes a cada segmento.

No que se refere à meta de retorno do investimento nos empreendimentos, a estratégia adotada pela gestora na alocação dos empreendimentos visou selecionar projetos com expectativa mínima de 20% de Taxa Interna de Retorno (TIR) nominal, alinhando-se aos parâmetros de rentabilidade estabelecidos para o fundo.

Importante destacar que a taxa de atratividade adotada como referência para a TIR nominal do fundo foi fixada em 18% ao ano.

3.1.9 ESTRUTURA DE CAPITAL E CHAMADAS DE APORTE

Os aportes de capital por parte dos investidores são realizados de forma progressiva, conforme a necessidade de recursos dos empreendimentos do portfólio. No modelo adotado pela gestora, a alocação de capital não ocorre de forma integral no momento da entrada no fundo, mas sim por meio de chamadas de capital, feitas de acordo com o cronograma financeiro dos projetos.

Do ponto de vista operacional, a equipe de monitoramento da gestora realiza mensalmente um levantamento detalhado junto a cada incorporadora, coletando os valores previstos para desembolso no mês subsequente. A partir dessas informações, consolida-se o montante total necessário para o conjunto dos empreendimentos, o qual é então encaminhado à administradora do fundo, responsável por formalizar a solicitação de aporte junto aos cotistas.

No que se refere à alavancagem, o fundo não utiliza instrumentos de financiamento bancário em sua estrutura direta. A capitalização é realizada exclusivamente por meio dos recursos aportados pelos investidores, o que confere ao fundo maior controle sobre seu fluxo financeiro e reduz a exposição a riscos associados ao endividamento.

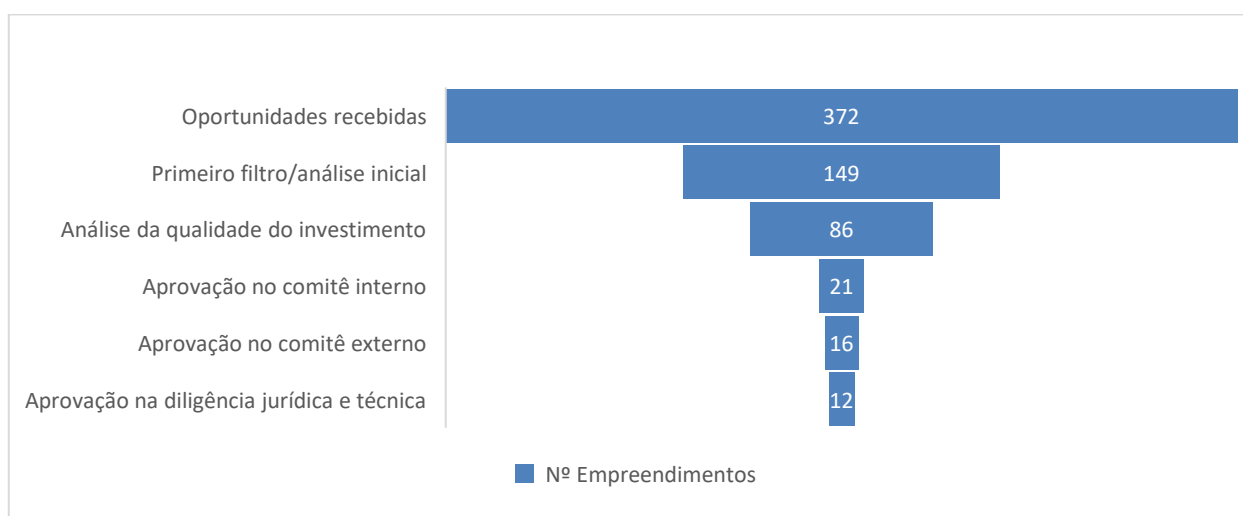
Adicionalmente, a estrutura jurídica do fundo, que contempla a constituição de uma holding detentora das participações nas SPEs, permite certa flexibilidade na gestão de caixa. Essa configuração possibilita a reciclagem de capital entre projetos, ou seja, os recursos oriundos da geração de caixa de um empreendimento podem ser redirecionados para novos aportes em outros projetos dentro da própria estrutura do fundo. Tal mecanismo contribui para a eficiência

da alocação de capital, reduzindo a necessidade de chamadas recorrentes aos cotistas e garantindo que os pedidos de aporte ocorram apenas quando de fato houver necessidade.

3.1.10 FUNIL DE ORIGINAÇÃO E ALOCAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS

O gráfico a seguir ilustra o processo de originação, análise e alocação de empreendimentos no fundo, evidenciando o caráter seletivo da estratégia de investimento adotada pela gestora. Durante o ciclo de investimento do fundo foram recebidas 372 oportunidades de novos negócios, que passaram por uma análise criteriosa até a efetiva alocação no portfólio.

Gráfico 1 - Funil de Originação e Alocação de Empreendimentos



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Na etapa de filtro preliminar, que avalia aspectos iniciais de aderência à estratégia do fundo e características do parceiro incorporador, 149 empreendimentos seguiram para análise mais aprofundada. Desses, somente 86 foram submetidos à avaliação detalhada de qualidade do investimento, considerando parâmetros como retorno esperado, análise de produto, risco técnico e comercial, estrutura jurídica e cenário de mercado.

Apenas 21 empreendimentos avançaram para aprovação no comitê interno da gestora, responsável por validar a aderência aos critérios técnicos e de risco. Em seguida, 16 foram aprovados pelo comitê externo de investidores. Por fim, 12 projetos foram efetivamente aprovados após o processo de diligência jurídica e regulatória, sendo incorporados ao portfólio do fundo.

Esse funil evidencia a robustez do processo decisório da gestora, pautado por rigor técnico, governança e disciplina de alocação, com o objetivo de assegurar a qualidade dos ativos e proteger o capital dos investidores.

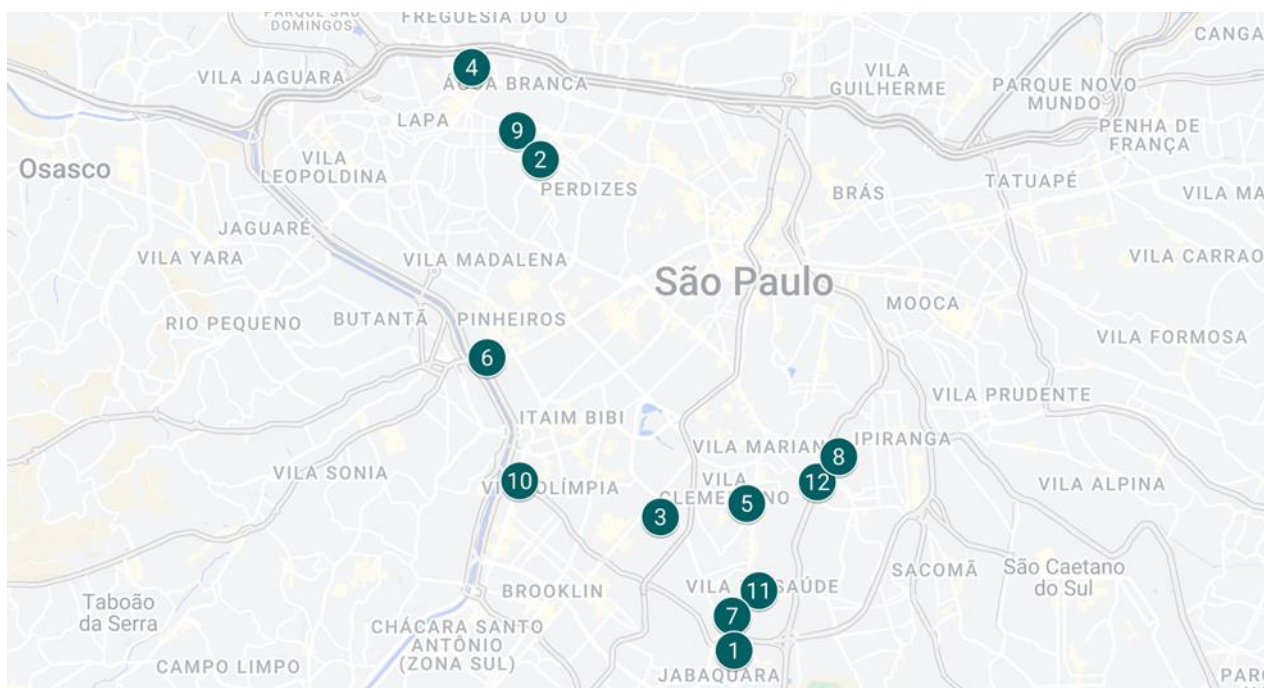
3.2 CARACTERIZAÇÃO DOS EMPREENDIMENTOS QUE COMPÕEM O FUNDO

O capital subscrito do fundo citado acima foi investido em 12 empreendimentos residenciais no Município de São Paulo. Abaixo as principais características dos empreendimentos que compõe esse portfólio.

Localização

Conforme tabela e gráfico abaixo pode-se perceber que os 12 empreendimentos estão espalhados por diversos bairros de São Paulo, estando 2 deles na região da Saúde e Jabaquara; 3 deles divididos na região da Vila Mariana; 3 deles divididos na região da Pompeia, Vila Romana e Lapa; e os 4 demais divididos entre Vila Guarani, Pinheiros, Vila Olímpia e Moema.

Figura 6 - Mapa com localização dos empreendimentos do portfólio



Fonte – Gestora do fundo

Participação do fundo em cada empreendimento

Abaixo pode-se observar a participação do fundo na SPE de cada empreendimento, bem como o VGV previsto e a exposição de caixa aprovada em comitê de investidores para cada um, apresentados em valores nominais.

Tabela 2 - Participação do fundo e exposição de caixa aprovada nos empreendimentos

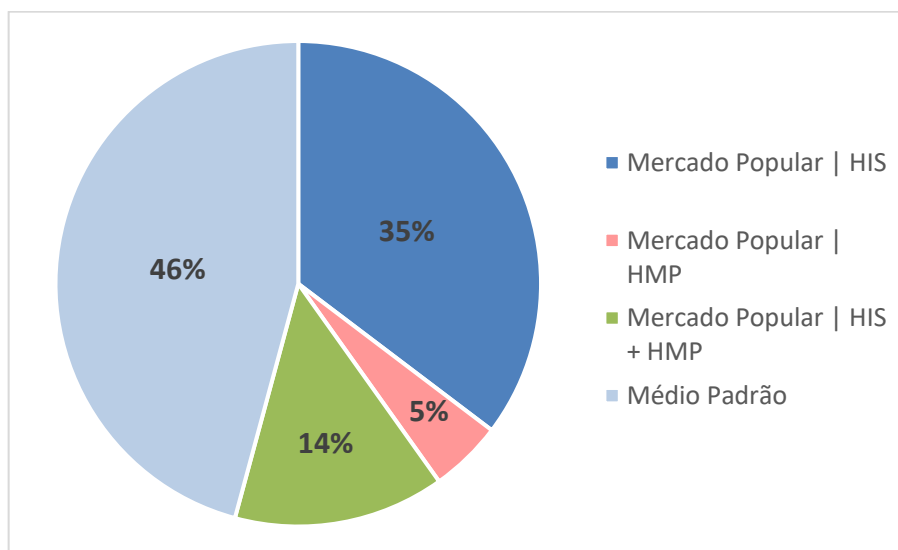
Projeto	% Fundo	Exposição de Caixa Aprovada (R\$ mm)	VGv Previsto (R\$ mm)
Conceição	50,00%	6,46	43,0
Pompeia	85,00%	18,6	89,8
Maracatins	50,00%	9,75	69,8
Lapa	70,00%	9,47	77,9
V. Mariana	70,00%	22,93	148,2
Eusébio Matoso	60,00%	9,37	57,8
Tupinás	35,00%	9,98	202,9
Klabin	32,00%	16,1	213,1
Vila Romana	53,25%	11,99	129,6
Vila Olímpia	40,00%	3,44	143,0
Alcatrazes	50,00%	22,31	170,1
Ricardo Jafet	32,00%	7,48	98,2
		147,86	1.443,4

Fonte – Gestora do fundo

Segmento de mercado

Os empreendimentos do fundo foram divididos em dois segmentos de mercado, considerando o seu VGv (Valor Geral de Vendas): Mercado Popular e Médio/Alto Padrão. O mercado popular engloba os empreendimentos enquadrados no Programa Minha Casa Minha Vida e os empreendimentos HIS e HMP. Já o segmento Médio/Alto Padrão engloba todos os demais empreendimentos.

Gráfico 2 – Empreendimentos por segmento de mercado (% VGv)

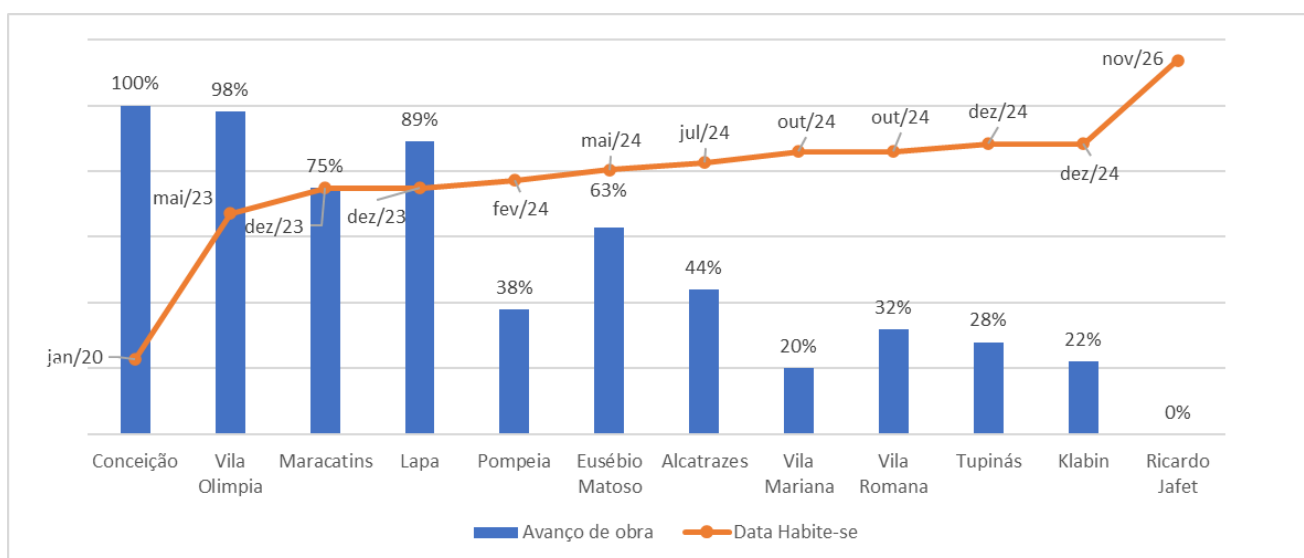


Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Status dos empreendimentos

Na data de referência desta análise (junho/23), um empreendimento do fundo já havia sido entregue (com as obras finalizadas), dez estavam em fase de construção e um ainda não havia iniciado suas obras. No gráfico a seguir, é possível observar em azul o percentual de execução física das obras considerando a data de junho/23, bem como as respectivas datas previstas ou efetivas de emissão do Habite-se para cada empreendimento, em laranja.

Gráfico 3 - Avanço de obra e data de habite-se

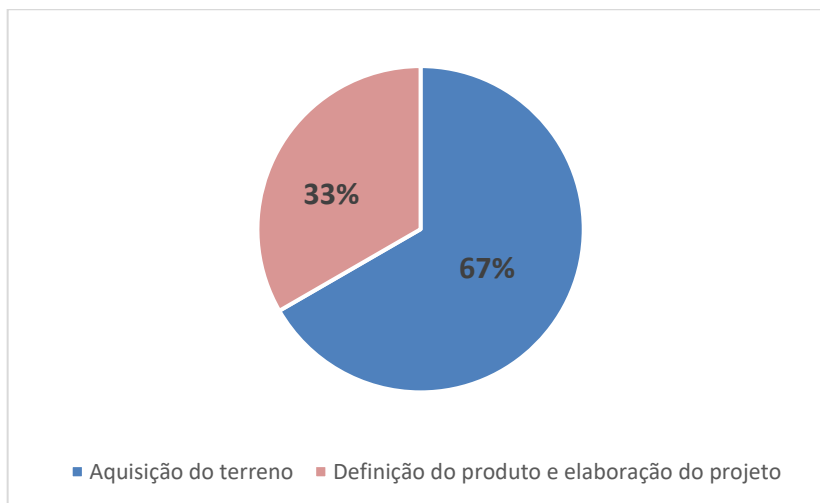


Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Etapa do projeto no momento do primeiro investimento do fundo

Conforme é possível verificar no gráfico a seguir, em 67% dos projetos investidos pelo fundo, o primeiro aporte foi realizado ainda na etapa de aquisição do terreno. Ou seja, o fundo já integrava a SPE em conjunto com a incorporadora, participando do investimento na compra do terreno.

Gráfico 4 - Etapa do projeto no momento do primeiro investimento do fundo



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Como é possível perceber 33% dos empreendimentos investidos encontravam-se em uma etapa posterior a compra do terreno no momento do primeiro investimento do fundo. Como premissa da gestora a entrada na SPE do empreendimento pode ocorrer em qualquer momento das etapas da incorporação, sem restrições pré-definidas, de forma que o importante é que os indicadores do resultado do empreendimento façam sentido para o fundo, sendo a TIR o principal indicador considerado na análise. Quando o fundo entra na SPE em uma etapa mais adiantada do negócio, admite-se uma taxa de atratividade menor visto que alguns riscos estão reduzidos nesse caso.

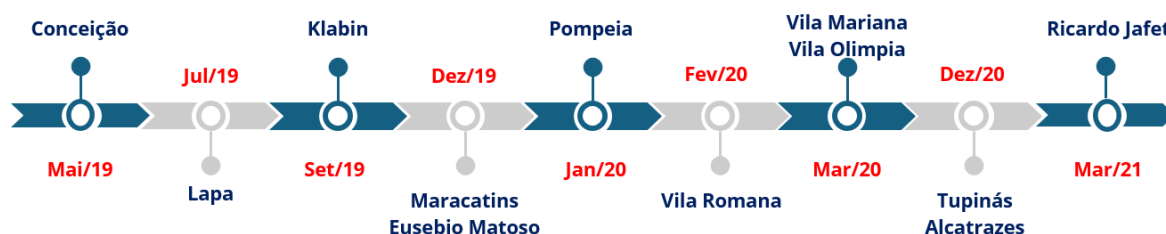
3.3 PORTFÓLIO DO FUNDO - DETALHES DOS EMPREENDIMENTOS

Cronograma de entrada do fundo na SPE – Primeiro Aporte

O cronograma abaixo apresenta a linha do tempo referente à entrada do fundo nas SPEs de cada empreendimento. Importante pontuar que o período de investimento coincide com um período da pandemia de COVID-19, que trouxe desafios para o setor imobiliário. As restrições de mobilidade, o fechamento temporário de estandes de vendas e o aumento da incerteza econômica afetaram diretamente a velocidade de comercialização das unidades residenciais, resultando em ritmos de vendas abaixo do esperado em diversos empreendimentos. Além disso, o período foi marcado por forte pressão inflacionária sobre os custos da construção civil, o que impactou negativamente os orçamentos das obras e comprometeu margens previamente estimadas. Esses fatores combinados exigiram revisão de cronogramas, readequações orçamentárias e, em alguns casos, mudanças estratégicas nas formas de comercialização dos empreendimentos e mudança de produto. Esse também é o caso do fundo analisado, cujos

efeitos da pandemia sobre o desempenho dos empreendimentos serão aprofundados nas seções seguintes.

Figura 7 – Cronograma de entrada do fundo na SPE – Primeiro Aporte



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

As informações detalhadas de cada empreendimento apresentadas a seguir têm como base os dados disponíveis na data de referência de junho de 2023, momento em que esta análise foi realizada.

Conceição

Tabela 3 – Informações do Empreendimento Conceição

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS)
Etapa do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Definição do produto e elaboração do projeto
Área do Terreno	1.134 m ²
Área Privativa	5.648 m ²
Status	Entregue
Avanço Físico de Obra	100%
Tipologias	Apartamentos de 26 a 35 m ²
Data de Lançamento	Junho de 2019
Vendas	100% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Pompéia

Tabela 4 – Informações do Empreendimento Pompeia

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	1.653 m ²
Área Privativa	9.857 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	38%
Tipologias	Apartamentos de 24 a 39 m ²
Data de Lançamento	Julho de 2021
Vendas	61% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Maracatins

Tabela 5 – Informações do Empreendimento Maracatins

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HMP)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	1.239 m ²
Área Privativa	5.951 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	75%
Tipologias	Apartamentos de 27 a 41 m ²
Data de Lançamento	Dezembro de 2020
Vendas	62% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Lapa

Tabela 6 – Informações do Empreendimento Lapa

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Definição do produto e elaboração do projeto
Área do Terreno	5.046 m ²
Área Privativa	12.833 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	89%
Tipologias	Apartamentos de 34 a 37 m ²
Data de Lançamento	Outubro de 2020
Vendas	56% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Vila Mariana

Tabela 7 – Informações do Empreendimento Vila Mariana

Segmento de Mercado	Médio Padrão
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	2.182 m ²
Área Privativa	11.098 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	20%
Tipologias	Apartamentos de 34, 66 e 115 m ²
Data de Lançamento	Novembro de 2021
Vendas	44% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Eusébio Matoso

Tabela 8 – Informações do Empreendimento Eusébio Matoso

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	1.358 m ²
Área Privativa	5.920 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	63%
Tipologias	Apartamentos de 24 a 40 m ²
Data de Lançamento	Julho de 2021
Vendas	96% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Tupinás

Tabela 9 – Informações do Empreendimento Tupinás

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS + HMP)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	4.308 m ²
Área Privativa	25.083 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	28%
Tipologias	Apartamentos de 20 a 50 m ²
Data de Lançamento	Outubro de 2021
Vendas	28% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Klabin

Tabela 10 – Informações do Empreendimento Klabin

Segmento de Mercado	Médio Padrão
Área do Terreno	3.507 m ²
Etapa do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área Privativa	18.200 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	22%
Tipologias	Apartamentos de 22, 118 e 136 m ²
Data de Lançamento	Julho de 2021
Vendas	28% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Vila Romana

Tabela 11 - Informações do Empreendimento Vila Romana

Segmento de Mercado	Médio Padrão
Etapa do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Definição do produto e elaboração do projeto
Área do Terreno	2.224 m ²
Área Privativa	11.786 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	32%
Tipologias	Apartamentos de 21, 61, 88 e 104 m ²
Data de Lançamento	Agosto de 2021
Vendas	56% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Vila Olímpia

Tabela 12 - Informações do Empreendimento Vila Olímpia

Segmento de Mercado	Mercado Popular (HIS)
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	2.900 m ²
Área Privativa	12.269 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	98%
Tipologias	Apartamentos de 24 a 42 m ²
Data de Lançamento	Novembro de 2020
Vendas	97% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Alcatrazes

Tabela 13 – Informações do Empreendimento Alcatrazes

Segmento de Mercado	Médio Padrão
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Definição do produto e elaboração do projeto
Área do Terreno	3.932 m ²
Área Privativa	16.314 m ²
Status	Obras
Avanço Físico de Obra	44%
Tipologias	Apartamentos de 34, 79 e 123 m ²
Data de Lançamento	Maior de 2021
Vendas	68% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Ricardo Jafet

Tabela 14 – Informações do Empreendimento Ricardo Jafet

Segmento de Mercado	Mercado Popular
Etapas do primeiro investimento do fundo no empreendimento	Aquisição do terreno
Área do Terreno	2.318 m ²
Área Privativa	10.657 m ²
Status	Aprovação de projeto nos órgãos responsáveis
Avanço Físico de Obra	0%
Tipologias	Apartamentos de 36 e 54 m ²
Data de Lançamento	Agosto de 2024
Vendas	0% das unidades vendidas

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

3.4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS EMPREENDIMENTOS

Nessa etapa de análise comparativa foram analisadas todas as etapas de cada empreendimento e todas as premissas consideradas no momento da aquisição do terreno. Em seguida foi feita a mesma análise das premissas no que foi chamado de momento atual (data base Junho/23), e uma comparação das variações dessas premissas do momento de aquisição do terreno até a data base atual.

Além das premissas foi realizada uma comparação também dos indicadores da qualidade da análise de investimento nesses dois momentos de cada empreendimento, aquisição do terreno em comparação com o momento atual.

A análise comparativa foi realizada separada por empreendimento e compreende a AQI realizada no momento da compra do terreno, a AQI atual, e a diferença entre as duas. A moeda utilizada segue a data-base indicada na coluna 'AQI Compra Terreno', enquanto o valor da 'AQI Atual' reflete o montante adotado no acompanhamento financeiro do empreendimento na data-base de Junho de 2023. Ressalta-se que a TIR apresentada é

nominal. Além disso, abaixo de cada quadro comparativo do empreendimento existe a análise qualitativa das variações identificadas.

Conceição

Tabela 15 - Tabela Comparativa empreendimento Conceição

CONCEIÇÃO Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (mai/19)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		jun/19	jun/19	0 meses
Data Início Obra		dez/19	jan/20	1 meses
Data Repasse		dez/19	jan/20	1 meses
Prazo de Obra		18 meses	19 meses	1 meses
Terreno				
Área do Terreno		1.134	1.134	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 7.900.000,00	R\$ 8.225.309,63	-4%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 2.999,46	R\$ 3.143,68	-5%
Tipo de Financiamento		ASSOCIATIVO	ASSOCIATIVO	-
Financiamento à Obra		R\$ 34.181.982,00	R\$ 34.181.727,00	0%
Taxa de Financiamento		9%	9%	0%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 7.009,81	R\$ 7.595,37	8%
Área Privativa Total		5.648	5.648	0
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	24%	4%
	Período Lanç.	40%	42%	2%
	Obra	90%	100%	10%
	Pós Obra	100%	0%	-100%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 7.055.853,73	R\$ 4.822.534,54	-32%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		43,36%	78,25%	34,89%
Margem líquida		19,16%	20,59%	1,43%
Exposição máxima		R\$ 10.738.381,03	R\$ 6.147.740,24	-43%
Múltiplo		1,77	2,40	0,63

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento foi dentro do prazo previsto se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno. O início de obra sofreu atraso de um mês devido a uma decisão estratégica de não iniciar a obra em dezembro, visto que é um mês curto por conta das férias de fim de ano. O prazo total de obra também foi revisado pela construtora no momento do orçamento de obra e neste foi-se adicionado mais um mês.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 5% mais cara que o valor previsto na AQI de compra do terreno. Em relação ao financiamento, o crédito foi contratado através do

Sistema Associativo da Caixa Econômica Federal, com o montante e taxa de financiamento dentro do previsto inicialmente.

- Venda:

Em relação às vendas, o empreendimento vendeu mais do que o previsto durante o mês de lançamento e durante os outros 6 meses de período de lançamento, superando o previsto na AQI de compra do terreno.

Na AQI de compra do terreno também foi previsto que o empreendimento teria um 10% de unidades em estoque após a entrega da obra, e isso não ocorreu, visto que 100% das unidades foram vendidas antes da entrega.

Em se tratando do valor de venda, as unidades foram vendidas com preço 8% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, houve redução de 32% em relação à verba inicialmente prevista.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR, Margem líquida e Exposição, as variações são muito representativas, de forma positiva. O principal destaque se dá para a TIR do empreendimento, que teve um aumento expressivo em virtude da velocidade de vendas rápida, bem como redução dos custos previstos.

Pompéia

Tabela 16 - Tabela Comparativa empreendimento Pompéia

POMPEIA Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (jan/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		set/20	jul/21	10 meses
Data Início Obra		fev/21	jun/22	16 meses
Data Repasse		fev/23	fev/24	12 meses
Prazo de Obra		24 meses	28 meses	4 meses
Terreno				
Área do Terreno		1.653	1.653	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 14.328.000,00	R\$ 15.182.171,78	-6%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 4.588,48	R\$ 5.448,00	-16%
Tipo de Financiamento		ASSOCIATIVO Recebimento do valor de terreno + venda das unidades	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 76.538.675,08	R\$ 30.200.000,00	-61%
Taxa de Financiamento		12%	10%	-2%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 12.290,26	R\$ 11.093,78	-10%
Área Privativa Total		10.097	9.857	-240
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	10%	38%	28%
	Período Lanç.	60%	63%	3%
	Obra	100%	88%	-12%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 13.398.311,32	R\$ 14.239.989,82	6%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		32,22%	10,47%	-21,75%
Margem líquida		19,04%	11,76%	-7,28%
Exposição máxima		R\$ 21.881.057,62	R\$ 21.730.268,22	-1%
Múltiplo		1,78	1,56	-0,22

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 10 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início da obra, que, por consequência, também gera um atraso na data prevista para a quitação e/ou financiamento dos clientes.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 16% mais cara que o valor previsto na AQI de compra do terreno. Em relação ao financiamento, foi prevista inicialmente a contratação de financiamento através do Sistema Associativo da Caixa Econômica Federal, mas por falta de crédito da incorporadora sócia do projeto com a Caixa Econômica, o projeto seguiu com Financiamento no sistema SFH com o Banco Itaú.

- **Venda:**

Pôde ser observado no quadro comparativo que a área privativa no momento atual foi reduzida em 240m² se comparada à AQI de compra do terreno. Essa variação ocorreu visto que a área prevista no momento da compra do terreno foi calculada baseada em um estudo de massa inicial. Com o avanço do projeto arquitetônico, a área final acabou ficando inferior.

Em relação às vendas, o empreendimento vendeu mais do que o previsto no mês do lançamento, e atingiu 63% de unidades vendidas no 6º mês após o lançamento, em linha com o previsto na AQI de compra do terreno. No momento da compra do terreno foi previsto que durante o período das obras seriam vendidas 40% das unidades, porém quando a obra foi iniciada o empreendimento apresentou uma velocidade de vendas mais lenta do que a prevista. Por esse motivo foi previsto uma venda de 12% do estoque nos 12 meses após a entrega da obra. Em se tratando do valor de venda, as unidades estão sendo vendidas com preço abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno.

- **Demais Custos:**

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 840 mil em relação à verba inicialmente prevista.

- **Indicadores:**

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que as reduções foram representativas, enquanto a exposição máxima encontra-se praticamente em linha com o previsto na AQI de compra do terreno.

Maracatins

Tabela 17 - Tabela Comparativa empreendimento Maracatins

MARACATINS Segmento: Mercado Popular (HMP)		AQI Compra Terreno (dez/19)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		dez/20	dez/20	0 meses
Data Início Obra		mai/21	ago/21	3 meses
Data Repasse		jun/23	dez/23	6 meses
Prazo de Obra		24 meses	27 meses	3 meses
Terreno				
Área do Terreno		1.222	1.239	17
Custo Terreno (valor total)		R\$ 11.752.722,00	R\$ 12.814.844,08	-8%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 5.914,05	R\$ 5.951,00	-0,6%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 19.423.899,00	R\$ 28.200.000,00	45%
Taxa de Financiamento		9%	9%	0%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 17.842,61	R\$ 15.484,51	-13%
Área Privativa Total		5.388	5.951	563
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	5%	15%	10%
	Período Lanç.	30%	23%	-7%
	Obra	90%	75%	-15%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 10.192.845,78	R\$ 14.082.700,56	38%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		21,60%	14,51%	-7,09%
Margem líquida		23,80%	14,23%	-9,57%
Exposição máxima		R\$ 19.811.910,05	R\$ 17.932.087,01	-9%
Múltiplo		1,86	1,64	-0,22

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O empreendimento foi lançado dentro do prazo previsto na AQI de compra do terreno, e houve um atraso de 3 meses no início das obras pois as vendas no lançamento foram abaixo do previsto. As obras do empreendimento atrasaram, gerando um atraso no habite-se e, por consequência, atraso no início do período de quitação e/ou financiamento dos clientes.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada por um valor quase em linha com o previsto na AQI de compra do terreno, e o financiamento também.

- Venda:

Com o avanço do projeto arquitetônico, a área final do empreendimento acabou ficando superior à prevista no momento da compra do terreno.

Em relação às vendas, as vendas nos primeiros 6 meses de lançamento foram inferiores ao previsto na AQI de compra do terreno. Por esse motivo e pelo fato de as vendas durante o período de obras não terem atingido o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra - o previsto era 10% e agora está sendo previsto 25%. Em se tratando do valor de venda, as unidades estão sendo vendidas com preço abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, o empreendimento apresentou um desvio de quase R\$ 4 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing, corretagem, incorporação e projetos.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que as reduções foram representativas. Em relação à exposição máxima, devido principalmente às vendas abaixo do esperado e ao desvio das verbas citadas acima, o empreendimento exigiu uma exposição de R\$ 1,8 milhões a mais do que o previsto.

Lapa

Tabela 18 - Tabela Comparativa empreendimento Lapa

LAPA Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (jul/19)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		abr/20	dez/20	8 meses
Data Início Obra		out/20	jan/22	15 meses
Data Repasse		jan/23	dez/23	11 meses
Prazo de Obra		24 meses	24 meses	0 meses
Terreno				
Área do Terreno		5.046	5.046	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 9.713.934,00	R\$ 10.041.109,84	-3%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 3.843,12	R\$ 4.029,00	-4,6%
Tipo de Financiamento		ASSOCIATIVO Recebimento do valor de terreno + venda das unidades	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 60.773.822,83	R\$ 30.000.000,00	-51%
Taxa de Financiamento		12%	9%	-3%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 8.231,39	R\$ 6.447,38	-22%
Área Privativa Total		12.558	12.833	275
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	7%	26%	19%
	Período Lanç.	40%	47%	7%
	Obra	100%	69%	-31%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 11.927.264,96	R\$ 15.819.970,18	33%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		34,59%	3,05%	-31,54%
Margem líquida		16,34%	2,24%	-14,10%
Exposição máxima		R\$ 13.489.560,00	R\$ 24.833.412,79	84%
Múltiplo		1,92	1,08	-0,84

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 8 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início da obra, que, por consequência, também gerou um atraso na data prevista para a quitação e/ou financiamento dos clientes. Devido a alterações no projeto exigidos pela Caixa Econômica Federal que não puderam ser cumpridas, o empreendimento contratou um financiamento pelo Sistema SFH ao invés do Associativo, e esse processo também atrasou o início das obras.

- Obra e Financiamento:

A obra do empreendimento foi contratada 5% mais cara que o valor previsto na AQI de compra do terreno. Em relação ao financiamento das obras, conforme citado acima, inicialmente era previsto que o projeto seguisse pelo sistema Associativo, mas acabou seguindo pelo sistema SFH.

- Venda:

Com o avanço do projeto arquitetônico, a área final do empreendimento acabou ficando superior à prevista no momento da compra do terreno.

Em relação às vendas, as vendas nos primeiros 6 meses de lançamento foram superiores ao previsto na AQI de compra do terreno. Nos demais meses de lançamento, porém, a velocidade de vendas foi inferior ao previsto no momento da compra do terreno. No período de obras, por conta da troca do financiamento, houve muitos distratos de clientes, e as unidades tiveram que ser revendidas. Por esse motivo e pelo fato de as vendas durante o período de obras não terem atingido o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra - o previsto era estar 100% vendido ao terminar às obras, e agora está sendo previsto 31% das vendas durante 12 meses após a entrega das obras. Em se tratando do valor de venda, as unidades estão sendo vendidas com preço abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de quase R\$ 4 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing e incorporação.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que as reduções foram representativas. Em relação à exposição máxima, devido principalmente às vendas abaixo do esperado, alteração no sistema de financiamento e ao desvio das verbas citadas acima, o empreendimento exigiu uma exposição de R\$ 11 milhões a mais do que o previsto.

Vila Mariana

Tabela 19 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Mariana

VILA MARIANA Segmento: Médio Padrão		AQI Compra Terreno (mar/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		fev/21	nov/21	9 meses
Data Início Obra		set/21	out/22	13 meses
Data Repasse		out/23	out/24	12 meses
Prazo de Obra		24 meses	30 meses	6 meses
Terreno				
Área do Terreno		1.844	2.182	338
Custo Terreno (valor total)		R\$ 16.300.564,95	R\$ 21.827.329,48	-25,3%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 6.067,86	R\$ 5.354,00	13,3%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 36.279.600,00	R\$ 50.982.103,00	41%
Taxa de Financiamento		8,5%	6,3%	-2%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 15.858,43	R\$ 12.184,99	-23%
Área Privativa Total		10.560	11.098	538
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	28%	8%
	Período Lanç.	40%	35,50%	-5%
	Obra	90%	75%	-16%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 13.065.470,97	R\$ 16.583.550,38	27%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		20,63%	17,55%	-3,07%
Margem Líquida		17,59%	12,75%	-4,84%
Exposição máxima		R\$ 28.784.000,00	R\$ 19.801.136,68	-31%
Múltiplo		1,68	1,95	0,27

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 9 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo e devido à aquisição de um terreno adicional. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e consequentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes. Além do citado acima, a obra do empreendimento atrasou para ser iniciada devido à concorrência para contratação da construtora, na busca para que o empreendimento ficasse dentro do custo previsto na AQI da compra do terreno corrigido pelo INCC.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno e o montante contratado de financiamento à obra foi R\$ 14,7 milhões superior ao previsto inicialmente.

- **Venda:**

Com o avanço do projeto arquitetônico e com a compra do terreno adicional, a área final do empreendimento acabou ficando superior à prevista no momento da compra do terreno.

Em relação às vendas, o empreendimento foi bem vendido no mês do lançamento. Nos demais meses do período de lançamento, as vendas ficaram mais lentas e muito distantes do previsto inicialmente. Durante o período de obras as vendas estão em linha com o previsto na AQI de compra do terreno, e o previsto é que seja vendido 39% das unidades até o fim das obras. Pelo fato de as vendas durante o período de obras não estarem atingindo o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra. Em se tratando do valor de venda, as unidades estão sendo vendidas com preço abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno.

- **Demais Custos:**

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 3,5 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing e demais custos com terreno.

- **Indicadores:**

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que a variação não é tão representativa quanto os outros empreendimentos do fundo. Em relação à exposição máxima, o fluxo de recebíveis das vendas realizadas está sendo acima do previsto na tabela de vendas, então a necessidade de aporte dos sócios no projeto acabou sendo reduzida, o que ocasionou uma redução de quase 9 milhões na exposição máxima do empreendimento

Eusébio

Tabela 20 - Tabela Comparativa empreendimento Eusébio

EUSÉBIO Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (dez/19)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		mar/21	jul/21	4 meses
Data Início Obra		set/21	dez/21	3 meses
Data Repasse		out/23	mai/24	7 meses
Prazo de Obra		24 meses	29 meses	5 meses
Terreno				
Área do Terreno		1.358	1.358	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 9.987.380,00	R\$ 9.987.380,00	R\$ -
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 4.629,30	R\$ 5.923,00	-21,8%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 2.922.375,48	R\$ 15.000.000,00	413%
Taxa de Financiamento		12%	12,50%	0,5%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 12.920,87	R\$ 13.850,47	7%
Área Privativa Total		6.589	5.920	-669
VGV Total Líquido		R\$ 85.136.261,09	R\$ 71.728.363,10	-16%
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	16%	77%	61%
	Período Lanç.	60%	92%	32%
	Obra	100%	100%	0%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 9.873.187,82	R\$ 11.088.987,39	12%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		22,10%	16,52%	-5,59%
Margem líquida		19,86%	12,95%	-6,91%
Exposição máxima		R\$ 15.609.283,00	R\$ 14.020.157,04	-10%
Múltiplo		1,76	1,67	-0,09

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 4 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e conseqüentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 22% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Apesar de a obra ter estourado em relação ao valor previsto

inicialmente, o montante contratado de financiamento à obra foi R\$ 12 milhões superior ao previsto.

- Venda:

Pôde ser observado no quadro comparativo que a área privativa no momento atual foi reduzida em 669m² se comparada à AQI de compra do terreno. Essa variação ocorreu visto que a área prevista no momento da compra do terreno foi calculada baseada em um estudo de massa inicial. Com o avanço do projeto arquitetônico, a área final acabou ficando inferior. Em relação às vendas, o empreendimento foi bem vendido no mês do lançamento e continuou vendendo acima do previsto na AQI de compra do terreno, com 92% das vendas das unidades nos primeiros 6 meses de lançamento. Como o estoque de unidades do empreendimento está baixo, está sendo previsto que as vendas serão finalizadas ainda durante o período de obras.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 1,2 milhões em relação à verba inicialmente prevista. O principal desvio foi na verba de incorporação.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que a variação dos dois é representativa. A variação de quase 7% na Margem líquida ocorreu principalmente em virtude do desvio no custo de obra. Em relação à exposição máxima, o fluxo de recebíveis das vendas realizadas está sendo acima do previsto na tabela de vendas, então a necessidade de aporte dos sócios no projeto acabou sendo reduzida, o que ocasionou em uma redução de R\$ 1,5 milhões na exposição máxima do empreendimento.

Tupinás

Tabela 21 - Tabela Comparativa empreendimento Tupinás

TUPINÁS Segmento: Mercado Popular (HIS + HMP)		AQI Compra Terreno (dez/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		jun/21	dez/21	6 meses
Data Início Obra		dez/21	out/22	10 meses
Data Repasse		jan/24	dez/24	11 meses
Prazo de Obra		36 meses	31 meses	-5 meses
Terreno				
Área do Terreno		4.308	4.308	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 23.500.000,00	R\$ 27.599.398,67	-14,9%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 4.060,54	R\$ 4.944,13	-17,9%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 67.197.348,12	R\$ 82.862.736,00	-18,9%
Taxa de Financiamento		9,5%	15%	5,6%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 11.086,00	R\$ 9.514,21	-14%
Área Privativa Total		26.414	25.083	-1.331
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	10%	-10%
	Período Lanç.	40%	26%	-14%
	Obra	90%	78%	-12%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 24.962.168,82	R\$ 34.204.325,90	37%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		28,47%	8,95%	-19,52%
Margem Líquida		19,72%	8,15%	-11,57%
Exposição máxima		R\$ 44.738.926,58	R\$ 54.910.228,00	23%
Múltiplo		1,89	1,45	-0,44

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 6 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e consequentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes. Além do citado acima, a obra do empreendimento atrasou para ser iniciada devido à concorrência para contratação da construtora, na busca para que o empreendimento ficasse dentro do custo previsto na AQI da compra do terreno corrigido pelo INCC.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 18% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Apesar de a obra ter estourado, foi possível contratar com o banco

um financiamento de 70% do custo raso de obra, porém com uma taxa 5,6% superior ao previsto na AQI de compra do terreno.

- Venda:

O empreendimento vendeu 50% do total previsto no mês do lançamento, vendendo somente 10% das unidades. Nos demais meses do período de lançamento as vendas ficaram quase em linha com o previsto inicialmente (17% de vendas, comparado à 20% previsto na AQI de compra do terreno). Durante o período de obras a velocidade de vendas está abaixo da esperada, com a previsão de venda de 51% das unidades nesse período e chegando até o final das obras com 78% das unidades vendidas. Pelo fato de as vendas durante o período de obras não estarem atingindo o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra - o previsto era 10% e agora está sendo previsto 22%.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de incorporação, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 9 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing, incorporação e projetos.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR pode-se ver que a variação na TIR é muito representativa, principalmente devido ao atraso no início das obras e à baixa velocidade de vendas. Em relação à exposição máxima, devido principalmente às vendas abaixo do esperado e ao desvio das verbas citadas acima, o empreendimento exigiu uma exposição de R\$ 10 milhões a mais do que o previsto.

Klabin

Tabela 22 - Tabela Comparativa empreendimento Klabin

KLABIN Segmento: Médio Padrão		AQI Compra Terreno (set/19)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		jun/20	set/21	15 meses
Data Início Obra		mar/21	out/22	19 meses
Data Repasse		mar/23	dez/24	21 meses
Prazo de Obra		24 meses	25 meses	1 meses
Terreno				
Área do Terreno		3.507	3.507	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 35.944.011,30	R\$ 36.855.278,74	-R\$ 911.267,44
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 4.909,87	R\$ 5.194,60	-5,5%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 53.200.000,00	R\$ 60.000.000,00	13%
Taxa de Financiamento		11%	17%	6,0%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 14.407,14	R\$ 11.601,59	-19%
Área Privativa Total		18.685	18.200	-485
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	5%	-15%
	Período Lanç.	40%	11%	-29%
	Obra	90%	59%	-31%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 25.664.119,76	R\$ 28.005.313,38	9%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		23,50%	7,69%	-15,81%
Margem Líquida		23,31%	12,85%	-10,46%
Exposição máxima		R\$ 50.320.304,00	R\$ 59.489.016,52	18%
Múltiplo		1,93	1,45	-0,48

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- Datas:

O lançamento do empreendimento atrasou 15 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e consequentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes. Além do citado acima, pelo fato de as vendas no lançamento terem sido muito abaixo do esperado, foi uma decisão estratégica da incorporadora atrasar o início das obras.

- Obra e Financiamento:

A obra do empreendimento foi contratada 6% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Apesar de a obra ter sofrido um desvio, foi possível contratar com o banco

um financiamento de 63% do custo raso de obra, porém com uma taxa 6% superior ao previsto na AQI de compra do terreno.

- Venda:

Pôde ser observado no quadro comparativo que a área privativa no momento atual foi reduzida em 485m² se comparada à AQI de compra do terreno. Essa variação ocorreu visto que a área prevista no momento da compra do terreno foi calculada baseada em um estudo de massa inicial. Com o avanço do projeto arquitetônico, a área final acabou ficando inferior. O empreendimento vendeu 25% do previsto no mês do lançamento. Nos demais meses do período de lançamento as vendas foram bem distantes do previsto. O previsto na AQI de compra do terreno foi vender 20% das unidades nos meses de lançamento, mas as vendas efetivadas representaram somente 6% das unidades. Durante o período de obras a velocidade de vendas está abaixo da esperada, com a previsão de venda de 48% das unidades até o final das obras. Pelo fato de as vendas durante o período de obras não estarem atingindo o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra - o previsto era 10% e agora está sendo previsto 41%. Além disso, está sendo dado desconto no preço de venda.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 2,3 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de incorporação e contingência de obra.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR e a Margem líquida, pode-se ver que as reduções foram muito representativas, principalmente devido ao atraso no início das obras, desvio de obra e à baixa velocidade de vendas. Em relação à exposição máxima, devido principalmente às vendas abaixo do esperado e ao desvio das verbas citadas acima, o empreendimento exigiu uma exposição de R\$ 9 milhões a mais do que o previsto.

Vila Romana

Tabela 23 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Romana

VILA ROMANA Segmento: Médio Padrão		AQI Compra Terreno (fev/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		mar/21	ago/21	5 meses
Data Início Obra		nov/21	mai/22	6 meses
Data Repasse		abr/24	out/24	6 meses
Prazo de Obra		28 meses	29 meses	1 meses
Terreno				
Área do Terreno		2.224	2.224	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 7.300.000,00	R\$ 8.625.404,91	-R\$ 1.325.404,91
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 5.124,16	R\$ 5.712,00	-10,3%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 39.412.300,00	R\$ 44.200.001,00	12%
Taxa de Financiamento		8,5%	10,60%	2,1%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 13.282,37	R\$ 14.120,98	6%
Área Privativa Total		10.959	11.786	827
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	8%	-12%
	Período Lanç.	50%	31%	-19%
	Obra	90%	72%	-18%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 14.442.245,30	R\$ 17.593.755,11	22%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		21,98%	19,32%	-2,66%
Margem líquida		18,16%	18,21%	0,05%
Exposição máxima		R\$ 23.999.200,00	R\$ 24.046.000,00	0,20%
Múltiplo		1,90	2,01	0,11

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 5 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e conseqüentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 10% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Apesar de a obra ter estourado, foi possível contratar com o banco um financiamento de 61% do custo raso de obra, porém com uma taxa 2% superior ao previsto na AQI de compra do terreno.

- Venda:

Com o avanço do projeto arquitetônico, a área privativa final acabou ficando superior ao previsto na AQI de compra do terreno. Em relação às vendas, o empreendimento vendeu 40% do previsto no mês do lançamento (somente 8% das unidades). Nos demais meses do período de lançamento as vendas melhoraram e ficaram quase em linha com o previsto inicialmente (23% de vendas, comparado à 30% previsto na AQI de compra do terreno). Durante o período de obras a velocidade de venda está alinhada com o previsto, com 41% das unidades até o final da obra. Pelo fato de as vendas durante o período de obras não estarem atingindo o previsto no mês a mês, foi considerado um aumento na velocidade de vendas no pós-obra - o previsto era 10% e agora está sendo previsto 28%. Em relação ao preço de venda, as unidades estão sendo vendidas acima do previsto na AQI de compra do terreno.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 3 milhões em relação à verba inicialmente prevista. O principal desvio foi na verba de marketing.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR, Margem líquida, múltiplo e exposição, as variações não são representativas como nos demais empreendimentos.

Vila Olímpia

Tabela 24 - Tabela Comparativa empreendimento Vila Olímpia

VILA OLÍMPIA Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (mar/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		set/20	nov/20	2 meses
Data Início Obra		mar/21	jun/21	3 meses
Data Repasse		abr/21	mai/23	25 meses
Prazo de Obra		24 meses	29 meses	5 meses
Terreno				
Área do Terreno		2.900	2.900	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 1.260.000,00	R\$ 1.260.000,00	0,0%
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 4.780,91	R\$ 4.970,00	-3,8%
Tipo de Financiamento		ASSOCIATIVO Recebimento do valor de terreno + venda das unidades	SFH (com repasse antecipado junto ao banco, por conta da boa velocidade de vendas)	-
Financiamento à Obra		R\$ 98.165.286,34	R\$ 37.896.000,00	-61,4%
Taxa de Financiamento		8,0%	7,30%	-0,7%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 12.521,20	R\$ 12.546,50	0,2%
Área Privativa Total		12.269	12.269	0
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	18%	-2%
	Período Lanç.	50%	91%	41%
	Obra	100%	100%	0%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 17.461.285,70	R\$ 16.960.398,57	-3%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		85,00%	1115,12%	1030,11%
Margem líquida		27,40%	30,43%	3,03%
Exposição máxima		R\$ 8.590.300,00	R\$ 4.225.955,94	-51%
Múltiplo		4,72	1,01	-3,71

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento atrasou 2 meses se comparado ao previsto na AQI de compra do terreno, devido à atraso no processo de aprovação do projeto na Prefeitura Municipal de São Paulo. O atraso no lançamento desencadeou um atraso no início das obras, e consequentemente, um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes. Além disso a data de entrega de chaves prevista para Abr/21 na AQI de compra do terreno considerava o financiamento através do Sistema Associativo. Porém, o projeto foi muito bem de vendas no lançamento e a incorporadora optou por seguir com o Financiamento SFH, atrasando a quitação e/ou financiamento dos clientes.

- Obra e Financiamento:

A obra do empreendimento foi contratada 4% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Apesar da Incorporadora ter optado por seguir com o Financiamento SFH ao invés do Associativo, conforme citado acima, devido à boa velocidade de vendas e antecipação em relação ao fluxo da tabela de vendas, a Incorporadora conseguiu junto ao banco financiador um recebimento antecipado do repasse dos clientes, não vinculado à entrega da obra.

- Venda:

O empreendimento foi bem vendido no mês do lançamento, quase em linha com o previsto na AQI de compra do terreno. Nos demais meses do lançamento a velocidade de vendas disparou, vendendo mais 73% do empreendimento nos primeiros 6 meses de lançamento, comparado aos 30% previstos na AQI da compra do terreno. O estoque do empreendimento era de poucas unidades e as vendas foram finalizadas durante o período de obras.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, o projeto apresentou uma economia de R\$ 500 mil em relação à verba inicialmente prevista, principalmente devido à economia da verba de marketing em virtude da boa velocidade de vendas.

- Indicadores:

Quando analisamos a variação da TIR, Margem líquida e Exposição, as variações são muito representativas, de forma positiva. O principal destaque se dá para a TIR do empreendimento, que teve um aumento expressivo em virtude da velocidade de vendas rápida.

Alcatrazes

Tabela 25 - Tabela Comparativa empreendimento Alcatrazes

ALCATRAZES Segmento: Médio Padrão		AQI Compra Terreno (dez/20)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		mai/21	mai/21	0 meses
Data Início Obra		nov/21	dez/21	1 meses
Data Repasse		fev/24	jul/24	5 meses
Prazo de Obra		26 meses	30 meses	4 meses
Terreno				
Área do Terreno		3.932	3.932	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 33.659.772,68	R\$ 24.668.007,46	R\$ 8.991.765,22
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 5.328,54	R\$ 5.184,00	2,8%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra		R\$ 53.658.200,00	R\$ 49.219.865,10	-8,3%
Taxa de Financiamento		9%	10,50%	1,5%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 13.717,60	R\$ 13.291,00	-3,1%
Área Privativa Total		16.314	16.314	0
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	20%	21%	1%
	Período Lanç.	40%	45%	5%
	Obra	90%	90%	0%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 20.646.936,71	R\$ 25.131.273,72	22%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		22,18%	39,72%	17,54%
Margem líquida		22,50%	20,10%	-2,40%
Exposição máxima		R\$ 44.617.600,00	R\$ 37.470.247,37	-16%
Múltiplo		1,86	2,07	0,21

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O empreendimento foi lançado dentro do prazo previsto na AQI de compra do terreno. A obra do empreendimento atrasou 1 mês para ser iniciada devido à concorrência para contratação da construtora, na busca para que o empreendimento ficasse dentro do custo previsto na AQI da compra do terreno corrigido pelo INCC, desencadeando também um atraso na quitação e/ou financiamento dos clientes.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada abaixo do valor previsto na AQI de compra do terreno. Em relação a financiamento foi possível contratar com o banco um

financiamento de 61% do custo raso de obra, porém com uma taxa 1,5% superior ao previsto na AQI de compra do terreno.

- Venda:

O empreendimento foi bem vendido no mês do lançamento, em linha com o previsto na AQI de compra do terreno. Nos demais meses do lançamento e do período de obras o empreendimento manteve a boa performance de vendas e a previsão é que a velocidade de vendas siga o previsto na AQI de compra do terreno.

- Demais Custos:

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 4,4 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing e incorporação.

- Indicadores:

O principal destaque se dá para a TIR e Exposição do empreendimento, que tiveram uma variação positiva em virtude do fluxo de recebíveis das vendas realizadas acima do previsto na tabela de vendas.

Ricardo Jafet

Tabela 26 - Tabela Comparativa empreendimento Ricardo Jafet

RICARDO JAFET Segmento: Mercado Popular (HIS)		AQI Compra Terreno (mar/21)	AQI Atual (jun/23)	Diferença
Datas				
Data Lançamento		jun/21	ago/24	38 meses
Data Início Obra		dez/21	fev/25	38 meses
Data Repasse		nov/23	nov/26	36 meses
Prazo de Obra		24 meses	21 meses	-3 meses
Terreno				
Área do Terreno		2.318	2.318	0
Custo Terreno (valor total)		R\$ 19.903.002,00	R\$ 19.903.002,00	R\$ -
Obra e Financiamento				
Custo de Obra/m² AP (com taxa e assistência técnica)		R\$ 3.300,00	R\$ 4.557,18	-27,6%
Tipo de Financiamento		SFH	SFH	-
Financiamento à Obra	R\$	R\$ 34.101.000,00	R\$ 14.400.000,00	-58%
Taxa de Financiamento		9%	12,60%	3,6%
Venda				
Preço Médio de Venda/m²		R\$ 11.563,00	R\$ 10.352,00	-10,5%
Área Privativa Total		10.657	12.649	1.992
Velocidade de Vendas (Acumulado)	Mês do Lanç.	30%	10%	-20%
	Período Lanç.	50%	40%	-10%
	Obra	90%	80%	-10%
	Pós Obra	100%	100%	0%
Demais Custos (Projetos, Marketing, Incorporação, entre outros)				
TOTAL		R\$ 16.419.744,75	R\$ 20.737.346,20	26%
Indicadores do Empreendimento (visão do fundo)				
TIR (a.a.) - investimento x retorno		22,73%	8,71%	-14,02%
Margem líquida		17,50%	11,75%	-5,75%
Exposição máxima		R\$ 23.373.200,00	R\$ 22.578.970,39	-3%
Múltiplo		1,70	1,52	-0,18

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- **Datas:**

O lançamento do empreendimento ocorreu com um atraso de 38 meses em relação à data inicialmente prevista, em decorrência de dois fatores principais. O primeiro refere-se ao prolongamento do processo de aprovação do projeto junto à prefeitura. O segundo está relacionado a uma decisão estratégica tomada pela gestora, em conjunto com a incorporadora, de alterar o produto originalmente concebido. Embora o empreendimento já estivesse pronto para ser lançado no mercado, a alteração da Lei de Zoneamento Municipal, que ampliou o potencial construtivo do terreno, motivou a revisão do projeto. Em função desse novo cenário, optou-se por substituir o produto inicialmente planejado, voltado para o segmento de médio padrão, por um empreendimento destinado ao mercado popular, o que resultou em um aumento da área privativa do projeto.

- **Obra e Financiamento:**

A obra do empreendimento foi contratada 28% acima do valor previsto na AQI de compra do terreno. Em relação a financiamento este foi contratado com uma taxa 3,6% superior ao previsto na AQI de compra do terreno.

- **Venda:**

Em decorrência da mudança de produto, foi necessário ajustar a precificação das unidades, resultando em uma redução aproximada de 10% no valor do metro quadrado em relação às premissas inicialmente previstas. Ademais, a velocidade de vendas do empreendimento apresenta desempenho inferior ao projetado no momento da viabilidade inicial, em razão da elevada concorrência existente na região.

- **Demais Custos:**

No geral, em relação aos custos de projetos, marketing, entre outros listados no quadro comparativo, até o momento o projeto apresenta um desvio de R\$ 4,3 milhões em relação à verba inicialmente prevista. Os principais desvios foram nas verbas de marketing e incorporação, em razão da mudança de produto.

- **Indicadores:**

O principal destaque se dá para a TIR do empreendimento, que sofreu redução representativa devido a mudança de produto já citada.

Abaixo, apresenta-se o quadro resumo com os empreendimentos do portfólio, destacando as variações entre a AQI Compra Terreno e a AQI Atual. As comparações consideram os principais parâmetros dos projetos, tais como prazo de lançamento, prazo de repasse, custo de obra, preço de venda, percentual contratado de financiamento, taxa de financiamento e TIR nominal.

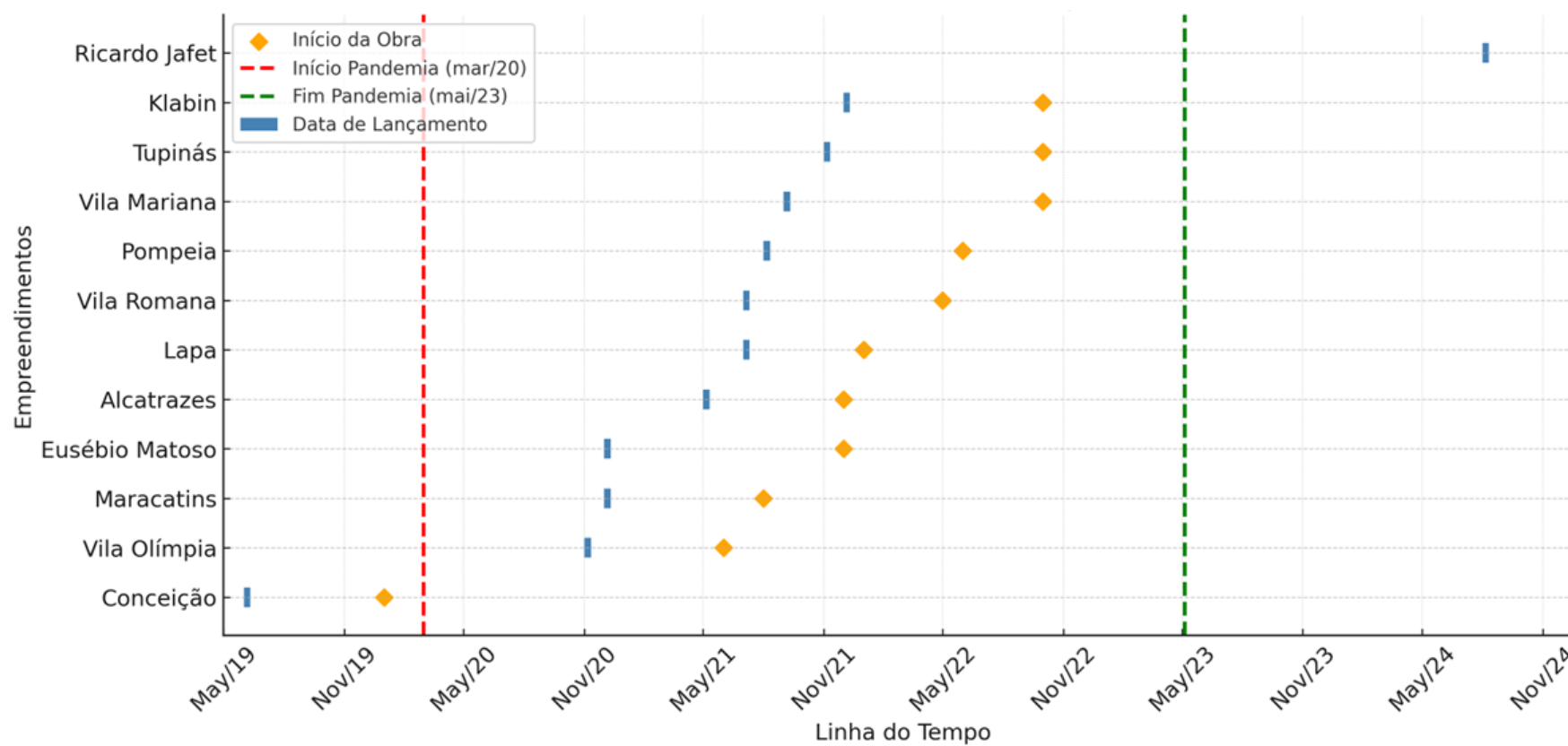
Além disso, é importante analisar a linha do tempo com todos os empreendimentos, a data de lançamento e início de obra de cada um, bem como o início e fim da pandemia. A pandemia de COVID-19 teve início oficial em Março de 2020 e seus efeitos mais intensos se estenderam até o final de 2021, com impactos diretos sobre o mercado imobiliário. O cenário só começou a se normalizar de forma mais consistente a partir de 2022, mas ainda com restrições, e a OMS (Organização Mundial da Saúde) declarou o fim da emergência global em Maio de 2023.

Tabela 27 - Tabela Resumo Variações Empreendimentos

Empreendimento x Variações	Prazo lançamento	Prazo repasse	Custo obra	Preço venda	% financiamento produção	Custo financiamento	TIR
Conceição	0 meses	+ 7 meses	+ 5%	+ 8%	0%	0%	35%
Pompeia	+ 10 meses	+ 12 meses	+ 16%	- 10%	- 61%	- 2%	-22%
Maracatins	0 meses	+ 6 meses	+ 0,6%	- 13%	+ 45%	0%	-7%
Lapa	+ 8 meses	+ 11 meses	+ 5%	- 22%	- 51%	- 3%	-32%
Vila Mariana	+ 9 meses	+ 12 meses	- 13%	- 23%	+ 41%	- 2%	-3%
Eusébio Matoso	+ 4 meses	+ 7 meses	+ 22%	+ 7%	+ 413%	+ 0,5%	-6%
Tupinás	+ 6 meses	+ 11 meses	+ 18%	- 14%	+ 23%	+ 5%	-20%
Klabin	+ 15 meses	+ 21 meses	+ 5%	- 19%	+ 13%	+ 6%	-16%
Vila Romana	+ 5 meses	+ 6 meses	+ 10%	+ 6%	+ 12%	+ 2%	-3%
Vila Olimpia	+ 2 meses	+ 25 meses	+ 4%	+ 0,2%	- 61%	0%	1030%
Alcatrazes	0 meses	+ 5 meses	- 3%	- 3%	- 8%	+ 1,5%	18%
Ricardo Jafet	+ 38 meses	+ 36 meses	+ 28%	- 10%	-58%	+ 3,6%	-14%

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Gráfico 5 - Gráfico de Lançamento e Início de obra dos Empreendimentos



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Observa-se, em um primeiro momento, que apenas os empreendimentos Conceição e Ricardo Jafet não foram impactados pela pandemia. No caso do Conceição, embora a obra tenha ocorrido durante parte do período pandêmico, o orçamento já havia sido definido e a contratação da empreiteira foi realizada no modelo de Preço Máximo Garantido (PMG) antes do início da crise sanitária. Com isso, diversos insumos e serviços já estavam contratados previamente, o que proporcionou maior previsibilidade e controle. Como resultado, a obra foi pouco afetada pelos efeitos da pandemia, sendo concluída dentro do prazo e do custo originalmente previstos.

Por outro lado, os demais empreendimentos apresentaram algum nível de impacto relacionado à pandemia, especialmente no que se refere a atrasos no início das obras, pressão inflacionária sobre os insumos da construção civil e dificuldades operacionais em função das restrições sanitárias. Muitos projetos iniciaram suas obras entre 2021 e 2022, período no qual o setor ainda enfrentava forte instabilidade, escassez de materiais e aumentos de custo. Esse cenário contribuiu para revisões orçamentárias, necessidade de reestruturação nos cronogramas e, em alguns casos, queda na margem de retorno prevista nas viabilidades iniciais.

Além dos impactos na execução das obras, destaca-se que diversos empreendimentos foram lançados comercialmente durante o período mais crítico da pandemia, o que afetou diretamente sua velocidade de vendas. O fechamento temporário dos estandes, o ambiente de incerteza econômica, as restrições de circulação e o comportamento mais cauteloso dos compradores comprometeram o ritmo de comercialização, resultando em absorção mais lenta do estoque. Essa lentidão afetou negativamente o fluxo de caixa das SPEs e, em certos casos, exigiu ajustes nos preços de venda e maior esforço de marketing e descontos promocionais para atrair compradores e manter o volume de vendas em níveis minimamente sustentáveis.

Verifica-se também, na tabela comparativa, que em relação ao cronograma, apenas três empreendimentos foram lançados dentro do prazo inicialmente previsto, enquanto os demais apresentaram atrasos variando de 2 a 38 meses. Além disso, todos os empreendimentos registraram atraso no repasse, com variações entre 5 e 36 meses. Esses desvios no cronograma de execução foram impactados, principalmente, por fatores como lentidão nos processos de aprovação, desaceleração nas vendas em função da pandemia e dificuldades na captação de recursos (*funding*).

Em relação aos custos de obra, observa-se que 83% dos empreendimentos apresentaram aumento significativo, com variações que chegaram a até +28%. Esse aumento está diretamente relacionado

à inflação dos insumos da construção civil, acentuada durante a pandemia, que pressionou os orçamentos e comprometeu a rentabilidade dos projetos.

No que diz respeito à precificação das unidades, nota-se que 9 dos 12 empreendimentos sofreram queda nos preços de venda, em alguns casos chegando a -20% em relação ao valor previsto na AQI de compra do terreno. Apenas dois projetos conseguiram valorização acima de 7%, e um empreendimento manteve-se praticamente estável (+0,2%). Esse cenário reflete um mercado residencial pressionado por fatores como excesso de oferta e estratégias comerciais mais agressivas — como descontos e promoções — adotadas para mitigar o efeito dos atrasos e impulsionar a velocidade de vendas.

Quanto ao custo do financiamento, se manteve relativamente controlado, com variações entre 0% e +5,6%. Vale contextualizar esse comportamento à luz da trajetória da taxa Selic no Brasil durante o período pandêmico, que passou por dois momentos distintos:

Queda dos juros no início da pandemia (2020), com o objetivo de estimular a economia diante da crise sanitária, e a alta dos juros a partir de março de 2021, quando o Banco Central iniciou um ciclo de elevação da Selic como resposta ao aumento da inflação, impulsionado por fatores como a alta nos preços globais de insumos (ex: aço e combustíveis), disfunções nas cadeias de suprimento, inflação de alimentos e pressões fiscais decorrentes da pandemia. Esse movimento impactou o custo do capital para novos projetos, mas, no caso dos empreendimentos analisados, muitos dos financiamentos foram contratados ainda em ambiente de juros mais baixos, o que contribuiu para mitigar o impacto sobre o custo financeiro total dos empreendimentos.

Em virtude dos itens citados acima, as taxas de retorno dos empreendimentos ficaram abaixo do esperado na maioria dos casos. 75% dos projetos apresentaram TIRs abaixo do previsto na AQI de compra do terreno, variando de -32% a +6%. Apenas 3 projetos se destacaram: um com variação na TIR de 35%, outro com 18%, e um com TIR de 1030%. Nos três casos isso deve-se a velocidade de vendas acima do previsto e antecipação de receita, com quitação antecipada de muitos clientes, ou pagamento a vista.

3.5 ANÁLISE DO FUNDO

Após a análise detalhada das variações individuais dos empreendimentos que compõem o portfólio do fundo, passa-se à avaliação do próprio fundo, considerando a alocação de capital nos projetos, os aportes realizados, as distribuições aos cotistas e os principais indicadores de desempenho.

3.5.1 ALOCAÇÃO DO CAPITAL

A análise tem início pelos aportes previstos individualmente para cada projeto, com foco na alocação efetiva do capital do fundo nos empreendimentos. Nos gráficos a seguir, os valores já aportados encontram-se representados na cor azul, enquanto os montantes ainda projetados para alocação futura em cada empreendimento são indicados em cinza. Por fim, os valores que ultrapassam a previsão orçamentária inicial estão destacados em vermelho.

A base de Abril de 2021 corresponde à utilizada para as previsões iniciais do fundo, representando o primeiro fluxo de caixa consolidado disponibilizado pela gestora, em razão da ausência de registros históricos consolidados dos meses anteriores. Essa base reflete o momento em que todos os empreendimentos já haviam sido alocados no portfólio, considerando que o último empreendimento teve sua entrada na respectiva SPE concluída em Março de 2021.

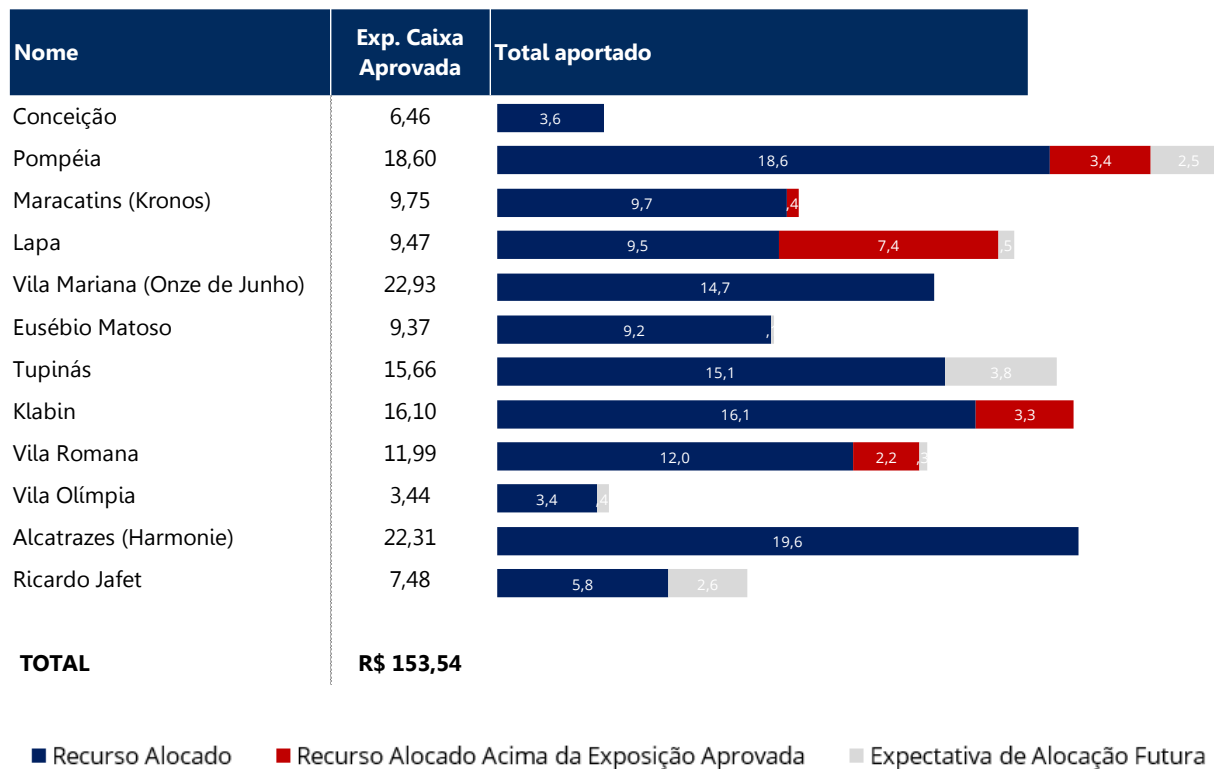
Tabela 28 - Alocação do capital nos empreendimentos - Base Abril/21 (Valores em R\$ milhões)

Nome	Exp. Caixa Aprovada	Total aportado
Conceição	6,5	3,79
Pompéia	18,6	16,45
Maracatins	9,7	8,07
Lapa	9,5	5,50
Vila Mariana	22,9	12,34
Eusébio Matoso	9,4	8,39
Tupinás	15,6	3,26
Klabin	16,1	14,91
Vila Romana	12,0	7,26
Vila Olímpia	3,4	1,99
Alcatrazes	22,3	9,13
Ricardo Jafet	7,5	0,99
TOTAL	R\$ 153,54	

Fonte – Gestora do fundo

A base de Junho de 2023, por sua vez, contempla as informações realizadas, sendo a mesma utilizada como referência principal para a presente análise.

Tabela 29 - Alocação do capital nos empreendimentos - Base Junho/23 (Valores em R\$ milhões)



Fonte – Gestora do fundo

Como pode ser observado em Abril/21 a previsão de alocação dos projetos ainda estava de acordo com o previsto inicialmente. Considerando a base de Junho/23 o total previsto para os projetos era de R\$ 147,86 milhões, mas o valor total aportado somado ao valor a aportar totalizam R\$ 164,20 milhões. Isso representa um acréscimo de R\$ 11 milhões em relação ao previsto.

Tabela 30 - Comparativo Alocação Empreendimentos

Empreendimento	Total Previsto (R\$ milhões)	Aportado + a Aportar (R\$ milhões)	Diferença (R\$)	Variação (%)
Pompéia	18,6	24,5	5,9	+ 31,7%
Lapa	9,5	17,4	7,9	+ 83,2%
Tupinás	10	18,9	8,9	+ 89%
Klabin	16,1	19,4	3,3	+ 20,5%
Vila Romana	12	14,5	2,5	+ 20,8%
Ricardo Jafet	7,5	8,4	0,9	+ 12%
Vila Olímpia	3,4	3,8	0,4	+ 11,8%

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

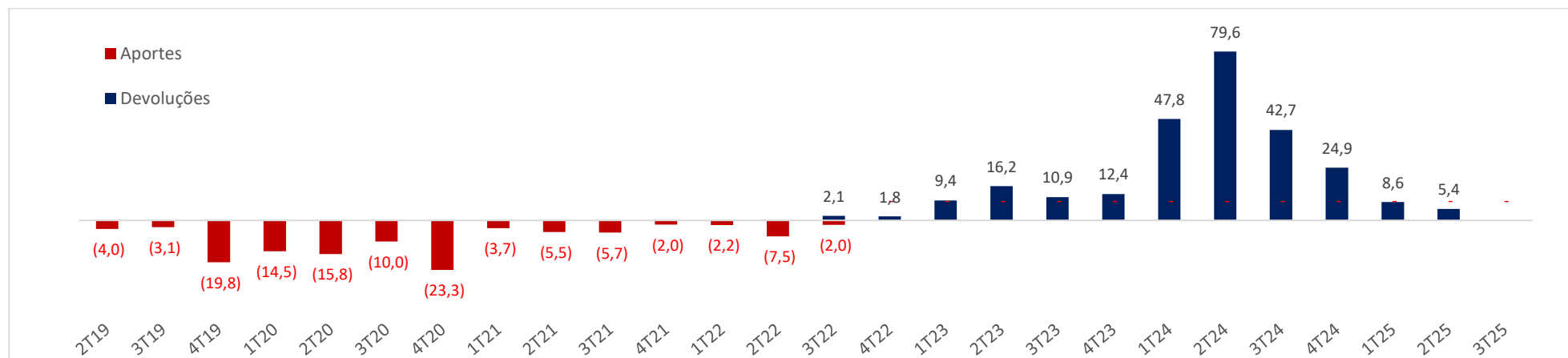
Observa-se que os projetos que demandaram maior acréscimo de capital foram o Tupinás e o Lapa — empreendimentos que, conforme evidenciado na análise qualitativa, apresentaram os maiores desafios em termos de cumprimento de cronograma, elevação de custos de obra, alterações na estrutura de financiamento, baixa velocidade de vendas e necessidade de ajustes nos preços praticados.

Os empreendimentos Conceição, Maracatins, Vila Mariana, Eusébio Matoso e Alcatrazes, por sua vez, apresentaram valores totais de alocação próximos ou inferiores às previsões iniciais, indicando uma execução mais aderente ao orçamento aprovado, bem como desempenho comercial em linha ou superior ao projetado, tanto em termos de ritmo de vendas quanto de preços praticados.

3.5.2 FLUXO DE CAIXA DO FUNDO

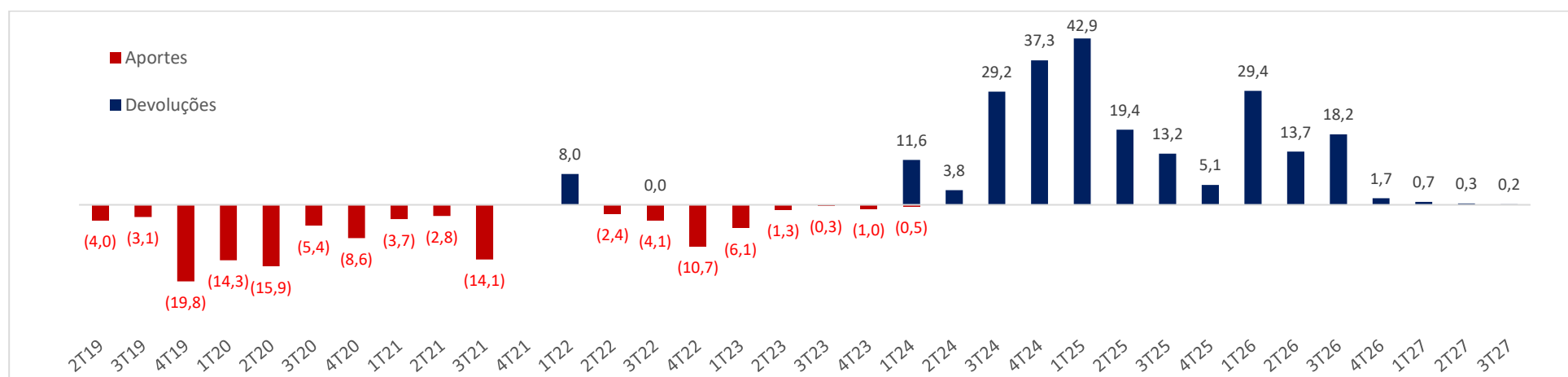
Após a avaliação da alocação do capital dos investidores por empreendimento, passa-se à análise das projeções de aportes e distribuições aos cotistas, bem como dos principais indicadores financeiros de desempenho do fundo. Para fins de comparabilidade, adota-se novamente como base inicial a projeção disponível em Abril de 2021, e como base realizada, a de Junho de 2023. Para efeito ilustrativo seguem abaixo os gráficos de aportes e devoluções.

Tabela 31 - Fluxo de Aportes e Devoluções - Base Abril/21



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Tabela 32 - Fluxo de Aportes e Devoluções - Base Junho/23



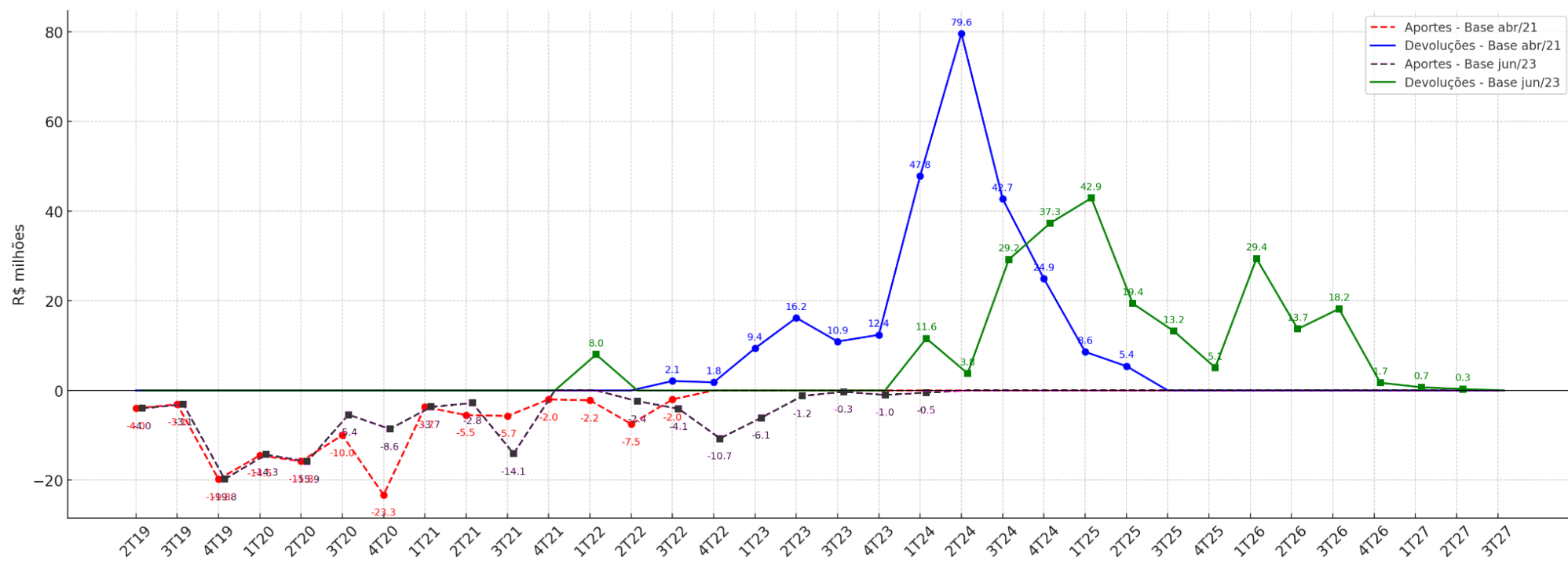
Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

A partir da análise dos dois gráficos de projeção e da construção de um gráfico comparativo entre as bases de Abril de 2021 e Junho de 2023, é possível identificar variações no cronograma de aportes e distribuições do fundo.

- Período de aportes: na projeção inicial, estimava-se que os aportes ocorreriam entre o segundo trimestre de 2019 e o terceiro trimestre de 2022. Já na base de Junho de 2023, embora o início dos aportes permaneça no segundo trimestre de 2019, observa-se uma extensão do período até o primeiro trimestre de 2024.

- Período de distribuição: na base de Abril de 2021, previa-se o início das distribuições no terceiro trimestre de 2022, com término estimado para o terceiro trimestre de 2025. Contudo, na base realizada de Junho de 2023, verifica-se um adiamento, com início previsto apenas para o primeiro trimestre de 2024 e projeção de encerramento no terceiro trimestre de 2027, o que indica um prolongamento do ciclo de maturação e retorno do fundo.

Gráfico 6 - Comparativo Fluxo de Aportes e Devoluções - Abril/21 e Junho/23



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

- Aportes (linhas vermelha (Abril/21) e preta (Junho/23)):

A base de Abril/21 apresenta uma curva de aporte mais concentrada nos primeiros trimestres (2019 a 2021), refletindo uma expectativa de investimento rápido e execução ágil dos empreendimentos. Já a base de junho/23 mostra dois movimentos distintos: um volume inicial de aportes semelhante até o terceiro trimestre de 2021 e uma segunda etapa mais diluída e fragmentada a partir do segundo trimestre de 2022, com pequenos aportes até o primeiro trimestre de 2024. Esse padrão evidencia os diversos atrasos operacionais comentados anteriormente, que forçaram a gestora a realizar chamadas adicionais de capital em períodos posteriores, comprometendo o planejamento original.

- Devoluções (linhas azul (Abril/21) e verde (Junho/23)):

Na base de Abril/21, as devoluções são concentradas principalmente entre 2023 e 2025, com picos em 2024, sinalizando uma expectativa de retorno acelerado. Na base de Junho/23, as devoluções começam mais cedo, com um primeiro valor no primeiro trimestre de 2022, mas de forma isolada, em virtude do empreendimento Conceição. Esse projeto apresentou uma comercialização mais acelerada e eficiente que a prevista inicialmente, o que possibilitou a antecipação de receitas e, conseqüentemente, a realização de uma distribuição isolada aos cotistas antes do cronograma originalmente estimado. Depois, percebe-se uma lacuna, com distribuições relevantes somente a partir do primeiro trimestre de 2024. O cronograma se estende até o segundo trimestre de 2027, revelando um alongamento do ciclo de retorno aos cotistas.

3.5.3 FLUXO DE FORMAÇÃO DA TIR DO FUNDO

Com o objetivo de verificar o impacto na taxa interna de retorno (TIR) do fundo — principal indicador de desempenho para a gestora —, procedeu-se à avaliação da formação da TIR a partir da alocação de capital nos empreendimentos. Considerando que o fluxo de caixa mensal do fundo desde a primeira alocação não foi disponibilizado pela gestora, foi necessário construir uma curva de formação da TIR, utilizando a média ponderada das TIRs dos projetos, de acordo com os meses em que ocorreram os primeiros aportes, e a exposição na participação do fundo. Dessa forma, temos a informação da TIR prevista pela gestora no momento da entrada na SPE de cada um dos empreendimentos.

A tabela a seguir apresenta as informações utilizadas na composição da TIR do fundo, incluindo: a TIR prevista dos empreendimentos na Análise de Qualidade de Investimento

realizada na aquisição do terreno, a data do primeiro aporte de capital e a exposição projetada do fundo em cada projeto, considerando a participação do fundo.

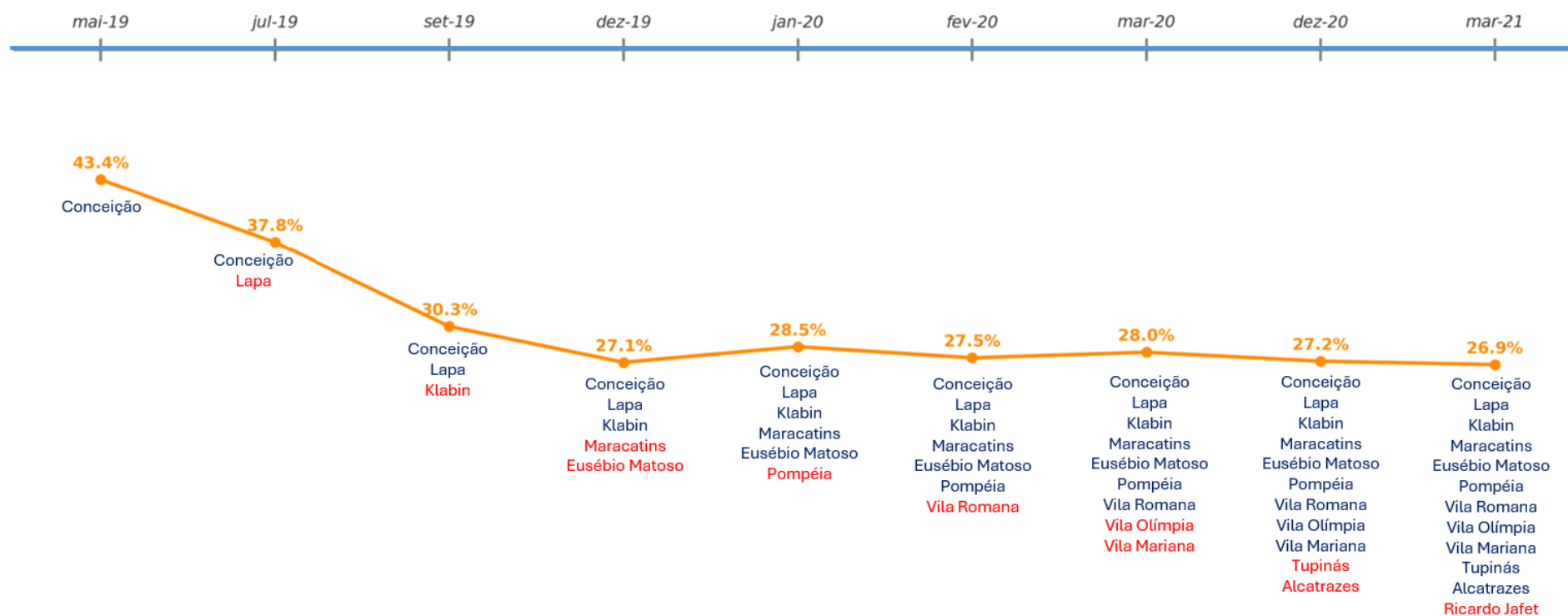
Tabela 33 - TIR e Exposição dos Empreendimentos - AQI Compra Terreno

	TIR NOMINAL PREVISTA AQI COMPRA TERRENO	EXPOSIÇÃO TOTAL	PARTICIPAÇÃO FUNDO	EXPOSIÇÃO FUNDO	DATA 1º APORTE
Conceição	43,4%	R\$ 10.738.381	50,00%	R\$ 5.369.191	mai/19
Lapa	34,6%	R\$ 13.489.560	70,00%	R\$ 9.442.692	jul/19
Klabin	23,5%	R\$ 50.320.304	32,00%	R\$ 16.102.497	set/19
Maracatins	21,6%	R\$ 19.811.910	50,00%	R\$ 9.905.955	dez/19
Eusébio Matoso	22,1%	R\$ 15.609.283	60,00%	R\$ 9.365.570	dez/19
Pompeia	32,2%	R\$ 21.881.058	85,00%	R\$ 18.598.899	jan/20
Vila Romana	22,0%	R\$ 23.999.200	53,25%	R\$ 12.779.574	fev/20
Vila Olímpia	85,0%	R\$ 8.590.300	40,00%	R\$ 3.436.120	mar/20
Vila Mariana	20,6%	R\$ 28.784.000	70,00%	R\$ 20.148.800	mar/20
Tupinás	28,5%	R\$ 44.738.927	35,00%	R\$ 15.658.624	dez/20
Alcatrazes	22,2%	R\$ 44.617.600	50,00%	R\$ 22.308.800	dez/20
Ricardo Jafet	22,7%	R\$ 23.373.200	32,00%	R\$ 7.479.424	mar/21

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

A partir das informações disponibilizadas, foi possível construir a curva da TIR projetada para o fundo, considerando a média ponderada das TIRs dos empreendimentos, conforme ilustrado no gráfico a seguir. As datas assinaladas correspondem aos meses em que novos empreendimentos foram incorporados ao portfólio. No gráfico, os empreendimentos destacados em azul representam aqueles que já haviam sido alocados em períodos anteriores, enquanto os destacados em vermelho correspondem aos empreendimentos alocados no respectivo mês. A linha em laranja indica a evolução da TIR consolidada em cada período, considerando os empreendimentos presentes até cada data de referência.

Gráfico 7 - Evolução da TIR nominal prevista para o Fundo



Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Observa-se que, inicialmente, com a presença exclusiva do empreendimento Conceição no portfólio, a TIR nominal prevista do fundo era de 43,4%. Em julho de 2019, com a incorporação do projeto Lapa, cuja TIR estimada era de 34,6%, houve uma redução na TIR consolidada do fundo. Esse movimento de queda continuou acontecendo, mas se intensificou em setembro do mesmo ano, com a entrada dos empreendimentos Lapa e Klabin, sendo este último responsável por um impacto mais significativo devido à sua TIR inferior, de 23,5%. Em janeiro de 2020, observa-se uma tentativa de recuperação da TIR com a inclusão do projeto Pompéia, e novamente em março de 2020, com a entrada do empreendimento Vila Olímpia, cuja TIR prevista era substancialmente elevada, alcançando 85,0%. Como pode-se observar, a TIR nominal prevista após alocação de todos os empreendimentos era de 26,9%, acima da taxa de atratividade setorial. Para que sejamos ainda mais assertivos, precisamos considerar que essa TIR prevista para o fundo ainda seria impactada pela taxa de performance; custos do fundo; *duration* e período de investimento.

Como não foi disponibilizado o fluxo mensal do fundo, foi considerada nessa análise um estudo do histórico dos quatro fundos de desenvolvimento residenciais da gestora, e esse resumo pode ser observado abaixo.

Tabela 34 - Impactos Adicionais na TIR do Fundo

	Impacto na TIR do Fundo
Taxa de Performance	1,00%
Custos de Manutenção do Fundo	2,72%
<i>Duration</i> + Período de Investimento	4,29%
TOTAL	8,01%

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

Considerando essa perda adicional de 8,01%, a TIR nominal prevista para o fundo seria de 18,89% a.a., acima da taxa de atratividade do fundo de 18% a.a., considerando que não há reaplicação dos fundos de caixa.

3.5.4 INDICADORES FINANCEIROS DO FUNDO

Retomando a análise comparativa entre as bases de Abril de 2021 e Junho de 2023 — sendo a base de Abril de 2021 o primeiro fluxo de caixa que reflete o momento em que todos os empreendimentos já haviam sido alocados no portfólio em razão da ausência de registros históricos consolidados dos meses anteriores —, observa-se que essa comparação permite compreender de forma mais precisa de que maneira fatores operacionais impactaram os resultados financeiros do fundo ao longo do tempo.

Para aprofundar essa avaliação, apresenta-se a seguir um resumo dos principais indicadores de desempenho, considerando a incidência da taxa de performance. Conforme mencionado anteriormente, a taxa de performance do fundo corresponde a 20% sobre o que exceder o *benchmark* de IPCA + 6% ao ano.

No quadro a seguir, são apresentados os indicadores antes e após a dedução da performance, sendo a TIR pós-performance aquela efetivamente relevante para os cotistas, por representar o retorno líquido projetado.

Em Abril de 2021, a TIR nominal pós-performance estimada era de 21,74% a.a. Na base realizada de Junho de 2023, esse indicador foi revisado para 13,19% a.a.

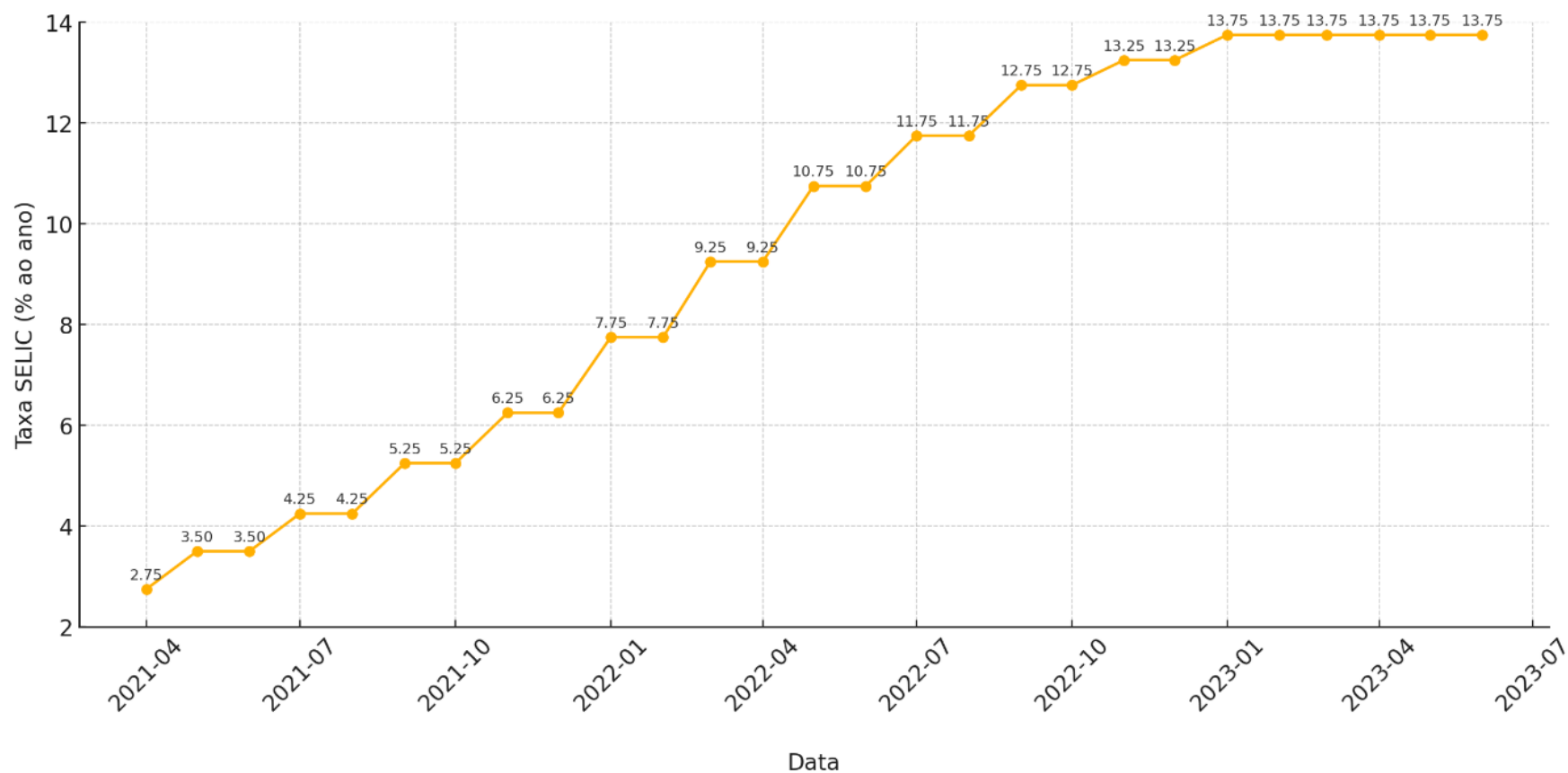
Tabela 35 - Tabela Comparativa dos Indicadores do Fundo

	Base Abr/21	Base Jun/23
Pré performance		
TIR nominal pré performance	24,16%	13,32%
Resultado	142.646.887	97.936.993
Múltiplo	2,20 x	1,71 x
Performance		
Retorno Benchmark	10,24%	11,64%
Taxa de Performance	(20.052.249)	(1.457.538)
Pós performance		
TIR nominal pós performance	21,74%	13,19%
Resultado	122.594.638	96.479.455
Múltiplo	2,03 x	1,70 x

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

A Selic, como principal taxa de juros da economia, funciona como parâmetro para diversas decisões de alocação de recursos. Assim, ao confrontar a rentabilidade de um fundo de desenvolvimento com a Selic, é possível compreender se o prêmio de risco entregue foi suficiente para justificar a exposição do capital a um ativo ilíquido e de maior complexidade como o desenvolvimento imobiliário.

Gráfico 8 - Evolução da Taxa Selic - Abril/2021 a Junho/2023



Fonte – Elaboração própria

Como pode-se observar em Abril de 2021 a Selic estava em 2,75% a.a., o que favorecia investimentos em ativos reais e sustentava a expectativa de uma TIR nominal de 24,16% a.a. No entanto, ao longo dos dois anos seguintes, o aumento da inflação levou o Banco Central a elevar a Selic de forma significativa, atingindo 13,75% a.a. em meados de 2022 e mantendo esse patamar até Junho de 2023.

A TIR nominal realizada pelo fundo nesse contexto foi de 13,32% a.a., ficando abaixo da taxa de atratividade setorial de 18% a.a. e abaixo da Taxa Selic.

Para facilitar a visualização dos principais indicadores do fundo analisado, apresenta-se a seguir um quadro-resumo. Observa-se que a TIR sofreu uma redução decorrente, principalmente, do aumento do capital necessário para a conclusão dos empreendimentos e da consequente diluição e postergação das distribuições aos cotistas ao longo do tempo. O múltiplo de retorno também foi impactado negativamente, sinalizando uma menor eficiência na alocação do capital dos investidores. Além disso, o lucro líquido projetado apresentou uma redução superior a R\$ 26 milhões, resultado da compressão das margens provocada por desvios orçamentários e maior concessão de descontos na comercialização das unidades.

Tabela 36 - Tabela Resumo dos Indicadores do Fundo

Indicador	Base abr/21	Base jun/23	Variação Absoluta
Total de aportes (R\$)	119.239.726	138.265.317	+ 19.025.591
Total de devoluções (R\$)	261.886.613	234.744.772	- 27.141.841
Resultado (R\$)	122.594.638	96.479.455	- 26.115.183
TIR nominal pós performance	21,74%	13,19%	- 8,55 p.p.
Múltiplo de retorno	2,03x	1,70x	-0,33x

Fonte – Elaboração própria através de informações da gestora do fundo

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Como demonstrado e sabido, a performance financeira de um empreendimento imobiliário é moldada por uma complexa interação de fatores internos e externos, que, em conjunto, determinam o seu desempenho final no mercado. Embora seja possível realizar estudos detalhados e bem fundamentados *ex-ante*, baseados em premissas realistas para o momento, esses estudos, por natureza, estão sujeitos a uma série de incertezas e variações que podem comprometer os resultados previstos. Fatores internos, como cronograma de lançamento, custo de construção e velocidade de venda, podem sofrer desvios inesperados que impactam diretamente a rentabilidade do projeto. Da mesma forma, fatores externos, como mudanças nas condições macroeconômicas – aumento nas taxas de juros, inflação elevada ou desaceleração econômica –, assim como questões regulatórias e ambientais, estão além do controle dos incorporadores e gestores de fundos, e podem alterar expressivamente as premissas originais da análise da qualidade do empreendimento. Dessa forma, a performance efetiva de um empreendimento imobiliário é altamente sensível a distorções das variáveis adotadas na análise da qualidade do empreendimento, sendo importante, portanto, no momento da decisão de investir considerar cenários de estresse e sensibilidade.

ROCHA LIMA JR, J. (1991, p. 1) recomenda que:

Todo planejador deve se preocupar com a certeza ou mesmo a qualidade das informações que manipula nas análises econômicas e criticá-las sempre. Essa atitude induzirá, automaticamente, à conformação de análises de risco que, de forma genérica, se constituem na implementação dos procedimentos necessários para discutir sobre o comportamento provável do empreendimento quando as variáveis utilizadas no modelo de análise se desviarem da expectativa original. Esta ação conduzirá ao conjunto de informações de maior relevância para a tomada de decisões, não só na fase de análise de viabilidade, mas também durante o andamento do empreendimento, pois, a partir delas, se estabelecem as prioridades para o sistema de controle do empreendimento, que deverá agir de forma mais concentrada no acompanhamento das variáveis que provocam as maiores condições de risco.

A gestora do fundo enfrentou importantes desafios que impactaram diretamente o desempenho dos empreendimentos e, conseqüentemente, o resultado consolidado do fundo.

- **Prazo de lançamento:** Identificaram-se atrasos relevantes no cronograma de lançamento, atribuídos, em sua maioria, à morosidade na obtenção de aprovações junto à prefeitura. As premissas utilizadas pela gestora estavam baseadas em prazos de aprovação considerados agressivos, o que resultou em projeções desalinhadas com a realidade do município de São Paulo. Apenas três empreendimentos do fundo obtiveram aprovação no prazo inicialmente previsto. É provável que, em outras localidades, essa distorção não tivesse ocorrido na mesma magnitude.
- **Custo de obra:** Dos doze empreendimentos do fundo, apenas dois foram contratados dentro do orçamento originalmente estimado. Os demais apresentaram elevação significativa nos custos, fortemente influenciados pelo aumento dos insumos durante a pandemia. As premissas orçamentárias foram elaboradas antes desse período crítico, considerando que o último empreendimento alocado no fundo recebeu seu primeiro aporte em Março de 2021. Importante destacar que somente o empreendimento Conceição teve sua obra iniciada antes da pandemia; todos os demais iniciaram seus orçamentos e obras já sob os efeitos das pressões inflacionárias do período.
- **Preço de venda:** Em oito empreendimentos do portfólio, os imóveis foram comercializados por valores inferiores aos projetados. As premissas iniciais consideravam que os preços de venda cresceriam em linha com o INCC, o que não se confirmou na prática. Além disso, a velocidade de vendas também ficou aquém do esperado. A base de dados utilizada pela gestora previa uma absorção mais rápida nos primeiros seis meses após o lançamento de cada projeto, o que não se confirmou na prática. Essa desaceleração comprometeu o fluxo de caixa das SPEs e contribuiu para a postergação dos recebíveis, impactando negativamente a rentabilidade dos empreendimentos e o cronograma de distribuições do fundo.
- **Custo de financiamento à produção:** Cinco empreendimentos sofreram elevação relevante nas taxas de financiamento à produção, resultado direto da alta da taxa Selic. As premissas financeiras dos projetos foram definidas em um contexto de juros historicamente baixos — com destaque para março de 2021, data do último aporte em empreendimento do fundo — e, portanto, não refletiam o novo cenário macroeconômico que se consolidou nos anos seguintes.

Evidencia-se a importância de incorporar, nas análises de qualidade do investimento, a possibilidade de atrasos em processos de aprovação regulatória, oscilações macroeconômicas e a ocorrência de cenários adversos. Adicionalmente, destaca-se o valor da construção de cenários entre fronteiras, não realizado pela gestora no fundo em análise, que permitam avaliar a resiliência dos projetos diante de variações de mercado, antecipando potenciais impactos sobre cronogramas, custos, receita e indicadores.

Adicionalmente, a análise evidenciou que a atuação da gestora foi fundamental para mitigar os impactos adversos enfrentados pelos empreendimentos que compõe o portfólio do fundo. Para mitigar os impactos no fundo, a gestora adotou uma postura mais ativa e intensificou o acompanhamento operacional dos projetos, estabelecendo um monitoramento muito mais próximo do dia a dia das incorporadoras.

No âmbito comercial, a gestora passou a participar de reuniões semanais de vendas com as incorporadoras, contribuindo na definição de estratégias de marketing e ações para acelerar a velocidade de vendas. Essa atuação incluiu, ainda, a implementação de pesquisas mensais de concorrência, com o objetivo de embasar decisões de precificação e posicionamento de produto.

Em relação às obras, o padrão societário previa preferência para que a incorporadora, quando também construtora, executasse a construção. Contudo, diante do aumento dos custos dos insumos, essa prerrogativa foi revista em mais da metade dos empreendimentos, com a abertura de processos de concorrência para contratação da obra. A medida teve como objetivo balizar os custos de mercado, buscar alternativas mais competitivas e reduzir os orçamentos, suprimindo a preferência originalmente prevista. Para o acompanhamento das obras, a gestora já contava com o suporte de uma gerenciadora terceirizada. No entanto, em função da alta nos custos e dos atrasos na execução, optou-se por reforçar a estrutura técnica com a contratação direta de um engenheiro, responsável por monitorar de forma mais próxima os prazos, os custos e a qualidade da execução.

No que se refere aos aportes de capital, a equipe financeira da gestora adotou uma postura mais criteriosa na análise das solicitações enviadas pelas incorporadoras, exigindo detalhamento dos valores solicitados.

Em relação à governança, foi instituído um comitê trimestral de acompanhamento junto aos cotistas, com o objetivo de apresentar, de forma detalhada, a situação individual de cada projeto, bem como projeções de indicadores consolidados, aportes realizados e estimativas de

distribuição. Nos fundos anteriores, esse tipo de comitê era conduzido apenas de forma semestral.

Por fim, a gestora chegou a avaliar a possibilidade de alienar participações em SPEs com desempenho abaixo do esperado. No entanto, essa estratégia não pôde ser implementada devido à ausência de interesse por parte dos incorporadores.

Além dos aspectos já analisados, é importante destacar considerações adicionais sobre a estrutura e a dinâmica operacional dos fundos de desenvolvimento, que podem influenciar diretamente a performance e o risco do investimento. No modelo adotado pelo fundo analisado, o capital era previamente subscrito, e os cotistas realizavam as integralizações conforme as chamadas de capital solicitadas pela gestora.

Eventuais necessidades de chamadas extraordinárias — superiores às inicialmente previstas — podem comprometer o fluxo de caixa dos investidores, sobretudo quando não há recursos líquidos disponíveis para atender à integralização no curto prazo. Tal situação pode surgir, por exemplo, quando há desvios relevantes nas premissas de custo ou cronograma, exigindo aportes adicionais não antecipados. Nesses casos, o fundo pode não dispor de caixa próprio suficiente e depende de novo ciclo de chamadas, o que demanda tempo e pode atrasar a execução dos empreendimentos.

No relacionamento com os incorporadores, outro ponto de atenção está na eventual insuficiência de capital por parte do parceiro. Caso o aporte adicional necessário não possa ser realizado pelo incorporador — seja por comprometimento de caixa ou de sua capacidade de crédito — o fundo pode optar por arcar com a totalidade da necessidade de capital, resultando em aumento da sua participação na SPE. Embora isso possa preservar a viabilidade do empreendimento, também implica em alteração da relação de risco e retorno inicialmente planejada pelo fundo.

É relevante ressaltar que tais situações não foram observadas no fundo objeto deste estudo, mas constituem riscos operacionais e financeiros inerentes à estrutura de fundos de desenvolvimento. Sua compreensão e antecipação são essenciais para uma atuação preventiva e uma gestão proativa por parte da gestora.

Quando os desvios identificados nesse estudo ocorrem no nível dos empreendimentos, seus impactos se propagam diretamente para a TIR do fundo. O aumento dos custos de obra, por

exemplo, exigiu aportes adicionais por parte dos investidores, diluindo a rentabilidade esperada. Da mesma forma, a redução no preço de venda das unidades e a necessidade de concessão de descontos para acelerar as vendas comprometeram a margem operacional dos projetos. Já o alongamento do prazo de lançamento e de comercialização retardaram a geração de caixa e, consequentemente, postergaram as distribuições aos cotistas — o que, do ponto de vista financeiro, reduz o valor presente dos fluxos de retorno e, portanto, a TIR consolidada do fundo. Adicionalmente, a agregação desses efeitos ao nível do portfólio acarreta uma perda de eficiência na alocação do capital investido, pressionando indicadores como o múltiplo de retorno e o lucro líquido consolidado.

A TIR nominal do fundo, que inicialmente era estimada em 24,16% ao ano, foi revisada para 13,19% na base de Junho/2023. Esse patamar final ficou abaixo da taxa de atratividade definida pela gestora, de 18% ao ano. Essa diferença compromete a atratividade do investimento sob a ótica do investidor, especialmente em um produto como fundo de desenvolvimento, considerado como um produto de risco maior.

Do ponto de vista da gestora, a performance financeira do fundo encontra-se abaixo do patamar inicialmente projetado, resultando em uma taxa de performance inferior à esperada no momento da estruturação do produto.

Sob a ótica dos cotistas, a redução da TIR pós-performance, associada à necessidade de aportes adicionais e ao alongamento do cronograma de distribuições, comprometeram diretamente a atratividade do investimento e a relação risco-retorno inicialmente esperada. O que antes se apresentava como uma oportunidade de rentabilidade elevada, alinhada a um ciclo de retorno relativamente curto, passou a demandar maior capital, prolongamento do horizonte de investimento e aceitação de resultados inferiores.

Em síntese, os eventos operacionais e de mercado atuaram em cadeia, elevando o volume de aportes, comprimindo margens, postergando o retorno financeiro aos investidores e diminuindo a rentabilidade global do fundo. A materialização desses riscos reforça a importância de uma análise da qualidade do investimento mais rigorosa e com premissas aderentes às expectativas de rentabilidade do fundo; da precificação adequada do risco e da gestão ativa dos empreendimentos ao longo de todo o ciclo de desenvolvimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Fundos imobiliários ganham classificação inédita no mercado. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-imobiliarios-ganham-classificacao-inedita-no-mercado.htm. Acesso em: 02 mar. 2024.

B3. Fundos de Investimentos. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.htm. Acesso em: 04 nov. 2024.

BARRETO, José Victor Souza. Fundos de investimento imobiliário no Brasil: as características que explicam o desempenho. 2016. Dissertação (Mestrado em Administração) — Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/f0c4efcc-5061-41e4-9c22-fdc909e2a838/content>. Acesso em: 04 nov. 2024.

GOV.BR. Fundos de Investimentos Imobiliários – FII. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fundos-de-investimentos-imobiliarios-fii>. Acesso em: 04 nov. 2024.

ROCHA LIMA JR, João. Avaliação do Risco nas Análises Econômicas de Empreendimentos Habitacionais - Boletim Técnico 30/91, EPUSP, São Paulo, 1991. Disponível em https://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/BT_PCC_30_91.pdf. Acesso em: 14 jan. 2025.

ROCHA LIMA JR, João. Planejamento do produto no mercado habitacional. 26p. [Texto Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/110] - São Paulo: EPUSP, 1993. Acesso em: 10 set. 2023.

SECOVI-SP. Anuário do Mercado Imobiliário 2024. São Paulo: Secovi-SP, 2025. Disponível em: <https://secovi.com.br/wp-content/uploads/2025/03/anuario-secovisp-2024.pdf>. Acesso em: 31 mai. 2024.

SILVA, M. L.; FONTES, A. A. Discussão sobre os critérios de avaliação econômica: valor presente líquido (VPL), valor anual equivalente (VAE) e valor esperado da terra. Revista

Árvore, Viçosa, MG, v. 29, n. 6, p. 905–912, 2005. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rarv/a/7jJ8FVfdNrBwBq9kSdP4sBg/?lang=pt>. Acesso em: 4 jun. 2025.

OUTRAS BIBLIOGRAFIAS CONSULTADAS

BRUEGGEMAN, William B.; FISHER, Jeffrey D. Real Estate Finance and Investments. 14th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2010.

DA ROCHA LIMA JR, João. Aspectos avançados no uso da taxa interna de retorno como indicador da qualidade de empreendimento imobiliário. Disponível em: https://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/joao_lares2010.pdf. Acesso em: 12 set. 2023.

DA ROCHA LIMA JR, João. Indicadores adequados para análise da qualidade do investimento em empreendimentos imobiliários: A questão da margem de resultado. Disponível em: <https://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Lares/lares2017-iochalima-indicadoresadequados.pdf>. Acesso em: 23 set. 2023.

FIIS. Fundo de investimento fechado. FIIS, [s.d.]. Disponível em: <https://fiis.com.br/artigos/fundo-de-investimento-fechado/>. Acesso em: 10 set. 2023.

FIIS. O que são Fundos de Desenvolvimento? Saiba mais sobre esse ativo. [s.l.]: FIIS, [s.d.]. Disponível em: <https://fiis.com.br/artigos/fundos-de-desenvolvimento/>. Acesso em: 10 set. 2023.

FIORINI, Roberto Martins. Determinantes da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários no Brasil. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

Formação da Taxa de Retorno em Empreendimentos de Base Imobiliária. Boletim Técnico PCC/218. São Paulo: EPUSP, 1998. Disponível em: www.realestate.br. Acesso em: 14 set. 2024.

GELTNER, David; MILLER, Norman; CLAYTON, Jim; EICHHOLTZ, Piet. Commercial Real Estate Analysis and Investments. 3rd ed. Mason: Cengage Learning, 2013.

MILES, Mike E.; BERENS, Gayle; WEISS, Marc A. Real Estate Development: Principles and Process. 5th ed. Washington, D.C.: Urban Land Institute, 2015.

MILLER, Norman G.; GELTNER, David. Real Estate Principles for the New Economy. Mason: South-Western College Publishing, 2005.

O Conceito de Taxa de Retorno. Boletim Técnico PCC/158. São Paulo: EPUSP, 1996. Disponível em: www.realestate.br. Acesso em: 16 out. 2024.

SOLA, Luiz Felipe. Condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais. Disponível em: https://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Monografias_de_MBA/mono_luisfelipe_sola.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2018.