

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**MARCELO RZEWUSKI LAUDE**

**A CONTABILIDADE NA INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL CONSEGUE  
GERAR INFORMAÇÕES CORRETAS PARA AVALIAÇÃO DE  
EMPREENDIMENTOS NO LONGO PRAZO?**

**Porto Alegre**

**2016**

**MARCELO RZEWUSKI LAUDE**

**A CONTABILIDADE NA INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL CONSEGUE  
GERAR INFORMAÇÕES CORRETAS PARA AVALIAÇÃO DE  
EMPREENDIMENTOS NO LONGO PRAZO?**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em controladoria, modalidade profissional.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt

Porto Alegre

2016

## CIP - Catalogação na Publicação

Laude, Marcelo Rzewuski

A contabilidade na incorporação e construção civil consegue gerar informações corretas para avaliação de empreendimentos no longo prazo? / Marcelo Rzewuski

Laude. -- 2016.

125 f.

Orientador: Paulo Schmidt.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Incorporação. 2. Construção civil. 3. Contabilidade. 4. Lucro contábil. 5. Lucro econômico. I. Schmidt, Paulo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**MARCELO RZEWUSKI LAUDE**

**A CONTABILIDADE NA INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL CONSEGUE  
GERAR INFORMAÇÕES CORRETAS PARA AVALIAÇÃO DE  
EMPREENDIMENTOS NO LONGO PRAZO?**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em controladoria, modalidade profissionalizante.

Aprovado em: Porto Alegre, 08 de julho de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Paulo Schmidt - orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Ariel Behr - orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. José Luiz dos Santos  
UNIFIN

---

Prof. Dr. Marco Antônio dos Santos Martins  
UNIFIN

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais pelo amor, carinho, dedicação e exemplos de vida que me acompanham em todos os momentos.

Ao meu filho que mesmo sem saber me faz caminhar com convicção nos desafios da vida e me esforçar a ser um bom exemplo.

À minha estimada namorada e futura esposa Patrícia pelo companheirismo e compreensão ao longo do nosso convívio.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo estudar a contabilidade no segmento de Incorporação e Construção Civil, como geradora de informações para a avaliação de empreendimentos no Longo Prazo, comparando o método contábil e o econômico. O estudo faz o levantamento do cenário econômico, inserindo o segmento em questão, apresentando as regras de negócios. Na etapa posterior busca-se de forma breve, traçar um histórico da contabilidade no mundo e no Brasil, inserindo-a no segmento, com a aderência as normas internacionais e seus impactos. São apresentadas as análises dos demonstrativos contábeis com a escolha de determinados indicadores para o estudo de caso, na seção posterior são apresentados os métodos de análise de investimentos, abordando o custo de oportunidade e duas opções para mensuração desse custo, evidenciando as diferenças entre os lucros contábil e econômico. Na penúltima seção há a apresentação de um estudo de caso para comparação dos resultados.

**Palavras-chave:** Incorporação. Construção civil. Contabilidade. Lucro contábil. Lucro econômico.

## **ABSTRACT**

The present thesis studies the Accounting policies in Brazilian Real State Market, as an information predictor for the evaluation process and decision making for long-term projects, comparing the accounting method with the economic one. The essay brings up characteristics of economic environment in this specific segment, presenting the usual business guidelines. In a second moment, a brief study from historical facts of national and international accounting methodologies and their consequences are placed in Brazilian Real State, according to international standards. The financial statement analysis are presented by the optic of financial performance ratios and, in a subsequent section, the methodology for performance analysis is brought out, focused on two different methods for measure the opportunity cost . The differences between accounting and economic profits are pointed. In the end, a case study compares the results.

**Keywords:** Real State. Accounting. Accounting Profit. Economic Profit.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Variação INCC-M e IGP-M.....	19
Gráfico 2 - Balança Comercial e Câmbio em US\$ milhões.....	21
Gráfico 3 - Balanço de Pagamentos Conta Capital e Financeira Líquida US\$ milhões.....	24
Gráfico 4 - Dívida Líquida Setor Público e Reservas internacionais US\$ milhões...	26
Gráfico 5 - Juros da economia brasileira e cotação do Dólar.....	27
Gráfico 6 - Governo Central e Dívida Líquida do setor Público - u.m.c. (milhões) ...	30
Gráfico 7 - Endividamento Famílias sobre a renda acumulada nos últimos doze meses.....	33
Gráfico 8 - Valor Adicionado Bruto Brasil e Participação do segmento (%).....	39
Figura 1 - Classificações das agências risco.....	35
Gráfico 9 - Caderneta de poupança (total) - Saldos - u.m.c. (milhões) .....	44
Quadro 1 - Comparativo produção de café e da construção (edificação) .....	38
Quadro 2 - Reconhecimento do Lucro .....	59
Figura 2 - Encontro dos Agentes Econômicos.....	87
Quadro 3 - Lucro Contábil versus Lucro Econômico .....	100



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - PIB e Variação Real em US\$ milhões correntes - US\$ milhões.....	18
Tabela 2 - Saldo Balança Comercial US\$ milhões.....	22
Tabela 3 - Índices de Emprego, desemprego e Renda Real Efetiva.....	32
Tabela 4 - Capacidade Instalada.....	34
Tabela 5 - Captação Líquida Poupança Mês de Agosto .....	44
Tabela 6 - Variação Lucro Líquido do Exercício 2007 com ajustes.....	63
Tabela 7 - Balanço Patrimonial 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014.....	107
Tabela 8 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 .....	108
Tabela 9 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado.....	108
Tabela 10 - Quadro de Indicadores.....	109
Tabela 11 - Custo do Capital Próprio - <i>CAPM</i> .....	110
Tabela 12 - Demonstrativo de Resultado do Exercício Ajustado - DRE 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 .....	111
Tabela 13 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado.....	111
Tabela 14 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado Estudo de Viabilidade.....	112
Tabela 15 - Avaliação Receitas e Custos de Produção.....	114

## LISTA DE ABREVIATURAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BNH	Banco Nacional da Habitação
<i>CAPM</i>	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CBIC	Câmara Brasileira da Indústria da Construção
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMN	Conselho Monetário Nacional
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
COPOM	Comitê de Política Monetária
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRI's	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FEA	Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
<i>IASB</i>	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e estatística
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
ICPC	Instrução do Comitê de Pronunciamentos Contábeis
<i>IFRS</i>	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IL	Índice de Lucratividade
INCC-M	Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LCI's	Letras de Crédito Imobiliário
MTIR	Taxa Interna de Retorno Modificada
OCPC	Orientação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PA	Patrimônio de Afetação
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
POC	<i>Percentage of completion method</i>
SCP	Sociedade em Conta de Participação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SRF	Secretaria da Receita Federal
SUSEPE	Superintendência de Seguros Privados
TIR	Taxa Interna de Retorno
TMA	Taxa Mínima de Atratividade
TR	Taxa Referencial
USA	Estados Unidos da América
USP	Universidade de São Paulo
VABpb	Valor Agregado Bruto
VF	Valor Futuro
VP	Valor Presente
VPL	Valor Presente Líquido
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
1.1	DEFINIÇÃO DO TEMA .....	11
1.2	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA .....	12
1.3	JUSTIFICATIVA .....	12
1.4	OBJETIVOS .....	14
<b>1.4.1</b>	<b>Objetivo Geral</b> .....	<b>14</b>
<b>1.4.2</b>	<b>Objetivos Específicos</b> .....	<b>14</b>
1.5	METODOLOGIA.....	14
<b>2</b>	<b>CONJUNTURA ECONÔMICA</b> .....	<b>17</b>
2.1	NÍVEL DE ATIVIDADE ECONÔMICA.....	17
2.2	BALANÇA COMERCIAL E BALANÇA DE PAGAMENTOS .....	20
<b>2.2.1</b>	<b>Reservas Internacionais e Juros</b> .....	<b>25</b>
2.3	FINANÇAS PÚBLICAS.....	27
2.4	EMPREGO E RENDA.....	30
2.5	CENÁRIO POLÍTICO E GRAU DE INVESTIMENTO .....	33
<b>3</b>	<b>INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL</b> .....	<b>37</b>
3.1	INFLUÊNCIA DA ECONOMIA NO SETOR DE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL .....	39
<b>3.1.1</b>	<b>Caso Encol</b> .....	<b>40</b>
<b>3.1.2</b>	<b>Sociedade em Conta de Participação – SCP</b> .....	<b>41</b>
<b>3.1.3</b>	<b>Sociedade de Propósito Específico – SPE</b> .....	<b>41</b>
<b>3.1.4</b>	<b>Patrimônio de Afetação - PA</b> .....	<b>42</b>
<b>3.1.5</b>	<b>Principais Fontes de Financiamento do segmento</b> .....	<b>43</b>
<b>3.1.6</b>	<b>Plano empresário</b> .....	<b>45</b>
<b>4</b>	<b>UM BREVE HISTÓRICO DA CONTABILIDADE</b> .....	<b>48</b>
4.1	UM BREVE HISTÓRICO DA CONTABILIDADE NO BRASIL .....	50
<b>4.1.1</b>	<b>O cenário atual da Contabilidade no Brasil</b> .....	<b>55</b>
4.2	CONTABILIDADE IMOBILIÁRIA .....	57
<b>4.2.1</b>	<b>O impacto das normas nas Empresas de Capital aberto</b> .....	<b>61</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Reconhecimento de Receitas e Despesas de Incorporação Imobiliária..</b> .....	<b>64</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Tratamento dos custos de aquisição do terreno</b> .....	<b>68</b>
<b>4.2.4</b>	<b>Encargos Financeiros</b> .....	<b>69</b>
<b>4.2.5</b>	<b>Despesas Comerciais</b> .....	<b>69</b>
<b>4.2.6</b>	<b>Provisão para Garantia</b> .....	<b>70</b>
<b>4.2.7</b>	<b>Ajuste a valor presente</b> .....	<b>70</b>

4.2.8	<b>Ajuste a valor presente e Valor Justo</b> .....	70
4.2.9	<b>Imóveis a comercializar</b> .....	71
4.3	<b>ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS</b> .....	71
4.3.1	<b>Orçamento de Capital, Estrutura de capital e Capital de giro</b> .....	72
4.3.2	<b>Análises Vertical e Horizontal</b> .....	73
4.3.3	<b>Capital Circulante Líquido – CCL e Capital de Giro Próprio - CGP</b> .....	74
4.3.4	<b>Índices de Liquidez</b> .....	74
4.3.5	<b>Índice de Endividamento e estrutura</b> .....	76
4.3.6	<b>Indicadores de atividade</b> .....	78
4.3.7	<b>Indicadores de rentabilidade</b> .....	79
5	<b>INVESTIMENTO</b> .....	84
5.1	<b>CUSTO DE OPORTUNIDADE DO CAPITAL</b> .....	84
5.1.1	<b>Juros Simples, Compostos e descontos</b> .....	85
5.1.2	<b>Valor Presente e Valor Futuro</b> .....	87
5.1.3	<b>Taxa Mínima de Atratividade - TMA</b> .....	88
5.1.4	<b>Risco e Retorno</b> .....	88
5.1.5	<b>Composição da taxa de juros</b> .....	90
5.2	<b>ANÁLISE E AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO</b> .....	92
5.2.1	<b>Fluxo de Caixa</b> .....	92
5.3	<b>MENSURAÇÃO DE CUSTOS</b> .....	97
5.4	<b>LUCRO CONTÁBIL E ECONÔMICO</b> .....	99
5.4.1	<b>Formação para uma taxa de desconto para Gestão Econômica</b> .....	101
5.5	<b>AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO</b> .....	104
6	<b>ESTUDO DE CASO</b> .....	106
6.1	<b>COLETA DE DADOS</b> .....	106
6.1.1	<b>Conjunto de demonstrações financeiras</b> .....	106
7	<b>CONCLUSÃO</b> .....	116
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	120

## 1 INTRODUÇÃO

No atual cenário econômico, através do desenvolvimento de novas ferramentas para disseminação e popularização das informações surgem estímulos para as mudanças nos cenários e regras de negócios vigentes em cada segmento.

Nesse momento havendo oferta de bens e serviços em mercados espelhados em concorrência perfeita, onde as empresas são tomadoras de preços com bens e serviços substitutos “perfeitos”, com a abertura dos mercados para participação de agentes até então externos, torna-se imprescindível a competitividade.

A inovação foi transformada em um diferencial, processo no qual os bens e serviços em desenvolvimento devem ser corretamente avaliados objetivando uma qualidade superior ao preço de seus concorrentes. O desafio atual é gerar utilidade ao consumidor, ou seja, gerar a satisfação do consumidor final agregando valor ao processo de produção, comercialização, pós-venda criando valor econômico.

No setor de Incorporação e Construção Civil os produtos desenvolvidos devem ser corretamente avaliados, gerando uma assertividade no longo prazo, pois seu ciclo completo tem em média três ciclos de exercícios sociais. Com a aderência das normas contábeis ao *International Financial Reporting Standards - IFRS*, através da Lei n.º 11.638/2007, houve significativas alterações nos demonstrativos contábeis em todos os segmentos da economia brasileira. Este estudo busca apresentar o cenário econômico atual, contextualizar a Incorporação e Construção Civil na Economia Brasileira, descrevendo de forma breve o histórico da contabilidade mundial e brasileira e verificar a aderência dos resultados contábeis após a implementação das normas internacionais em comparação ao modelo econômico.

### 1.1 DEFINIÇÃO DO TEMA

O presente trabalho visa descrever o atual cenário econômico, segmentá-lo apresentando a Incorporação e Construção Civil para analisar o método contábil e econômico para a avaliação de projetos no longo prazo.

## 1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

No atual panorama econômico brasileiro com uma relativa estabilidade política, monetária e fiscal, na qual a Incorporação e Construção Civil estavam numa crescente participação na atividade econômica, gerando emprego e renda combatendo o déficit habitacional de baixa renda, as oportunidades de negócio surgiam de forma natural. Nas ditas oportunidades de aquisição de terrenos e lançamentos de empreendimentos imobiliários, surge a necessidade dos chamados estudos de viabilidade econômica financeira, onde são verificados os diversos indicadores de análise de investimento que devem ser avaliados e acompanhados no decorrer dos exercícios sociais.

As incorporações são por natureza projetos de maturação de longo prazo, superiores a um exercício social (doze meses) e requerem um alto grau de alavancagem. Entenda-se dentro desse processo: a elaboração, produção e entrega do bem para consumo final.

Nesse aspecto surgem diferenciais do segmento:

- a) inflação do segmento nas receitas e custos (mensalmente);
- b) forte dependência da política econômica com atenção especial sobre política monetária (taxa de juros);
- c) acesso ao crédito para produção e consumo;
- d) retorno superior às taxas dos demais investimentos na economia pelo risco elevado e prazo de maturação.

Nesse contexto aborda-se a contabilidade após a aderência às normas internacionais *IFRS* como um instrumento para avaliação dos projetos e sua posterior apropriação dos resultados da operação em comparação ao modelo econômico em um estudo de caso específico.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

O mercado da Incorporação e Construção Civil tem um importante papel na sociedade brasileira, sua participação no Produto Interno Bruto – PIB segundo a Câmara Brasileira da Indústria da Construção - CBIC com base no Instituto Brasileiro de Geografia e estatística – IBGE, o segmento hoje representa 6,55% do PIB em

2014, baseado no Valor Agregado Bruto - VAB<sub>pb</sub>. Na Pesquisa Mensal de Emprego – PME do IBGE no mês de outubro de 2015, o segmento representa 7,60% da população ocupada por regiões metropolitanas divulgados pela CBIC. Os empregos gerados absorvem indivíduos com baixa qualificação e qualificados, o que de certa forma pela demanda criam oportunidades de aprimoramento, gerando mobilidade social.

Tendo em vista o longo ciclo de produção com a média de 3,5 exercícios sociais, o custo de oportunidade do capital inclui o risco da operação de longo prazo pelo período do investimento até o seu retorno. Além disso vale salientar que o custo de oportunidade será maior do que em investimentos de ciclos menores, porém o investimento no setor possui um impacto social tanto na produção como no consumo final, justificando uma taxa de juros subsidiada para produção e consumo que será abordada posteriormente alterando a relação da estrutura de capital.

No presente trabalho o objetivo é descrever a conjuntura econômica atual e inserindo o segmento para corroborar ou refutar o método contábil para a avaliação dos projetos em questão. Os métodos de avaliação sofrem variações conforme alterações legais para apuração de resultados e posterior tributação, assim como as publicações de desempenho das Incorporadoras de capital aberto, refletindo a tendência de mercado para mensuração de criação de valor.

Nesse sentido o trabalho através de um estudo de caso, realizará a comparação dos métodos econômico e contábil vigente (*IFRS*). O objetivo será analisar as avaliações efetivadas com ênfase no critério contábil e comparar com o método econômico, demonstrando qual atende as expectativas e exigências dos *Stakeholders*, servindo como base para a tomada de decisão econômica e financeira.

A importância justifica-se pela real transparência da solvência dos projetos no curto e longo prazo de forma econômica e social, conforme descrito acima, as variações das demonstrações contábeis formais devem ser corroboradas para a efetiva avaliação do projeto, verificando se estão demonstrando a realidade econômica e financeira. As demonstrações devem ser capazes de gerar previsibilidade até término do projeto de longo prazo.

No Brasil historicamente as normas de pronunciamentos contábeis e as evoluções do aparato estatal não acompanham a expectativa dos empreendedores nesse segmento, tendo em vista que o papel básico da contabilidade são as escritas



fiscais para atendimento das normas legais, tendo como objetivo final a tributação sobre as operações ou atividades econômicas, e não obrigatoriamente atendendo as necessidades do planejamento econômico financeiro e a perpetuação do ciclo operacional de forma clara pelas características particulares dos ciclos produtivos de cada segmento.

Com a adesão ao *IFRS* fica evidenciada a evolução da contabilidade no Brasil e o estudo será conforme modelo vigente.

## 1.4 OBJETIVOS

A seguir descrição dos objetivos do trabalho.

### 1.4.1 Objetivo Geral

Objetiva-se de um modo geral no presente trabalho, demonstrar se a contabilidade conforme o *IFRS* serve como instrumento de avaliação de projetos na Incorporação e Construção Civil, por se tratarem de empreendimentos de longo prazo de maturação e suas peculiaridades conforme estudo de caso específico.

### 1.4.2 Objetivos Específicos

Com base nos estudos e análise de viabilidades econômicas e financeiras utilizadas em comparação com o método contábil busca-se a avaliação dos seguintes itens:

- a) fazer levantamento bibliográfico dos instrumentos de avaliação disponíveis;
- b) identificar e comparar métodos de avaliação de projetos disponíveis;
- c) analisar uma taxa adequada do custo de oportunidade do capital para mensuração do custo econômico.

## 1.5 METODOLOGIA

No presente trabalho busca-se inserir o leitor no cenário econômico com suas evoluções e tendências, abrangendo o segmento de atuação da empresa que será

utilizada no estudo de caso. Na fase posterior ocorre a inferência do referencial teórico relevante ao tema para a delimitação da pesquisa e apresentação do estudo de caso.

Busca-se o aprofundamento da unidade individual, delimitando o campo de pesquisa a ser estudado com os agentes selecionados e evento escolhido direcionado a situação problemática em questão de forma exploratória, ou seja, além da descrição há a proposta de ação.

Segundo Yin (2001, p. 19) “O estudo de caso é apenas uma das muitas maneiras de se fazer uma pesquisa em ciências sociais”. A escolha pelo estudo de caso pode ser corroborada pela continuação “Em geral, os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo “como” e “porque”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da “vida real”.

O diferencial é que o pesquisador está num cenário de uma situação na qual a empresa encontra-se, e o cenário possibilita testar a resiliência dos fatores com ações contemporâneas.

Conforme Gil (2010) as pesquisas são métodos racionais e sistemáticos que objetivam respostas aos problemas que são apresentados. Nesse sentido o trabalho busca contextualizar e organizar os dois métodos para compará-los de forma clara e objetiva, na questão do estudo de caso Gil (2010) explica que é uma forma de pesquisa ampla utilizada nas ciências Biomédicas e Sociais baseados em um ou em poucos objetivos.

Ocorre a abordagem dos fatores chaves que estão alterando o resultado da atividade, sem o controle, apenas a observação dos mesmos com a apresentação de prováveis mecanismos de relações de causa e efeito e a formulação de hipóteses.

Segundo Galliano conceitua o método como (1979, p. 6): “conjunto de etapas, ordenadamente dispostas, a serem vencidas na investigação da verdade, no estudo de uma ciência ou para alcançar determinado fim”.

A estrutura do trabalho será disposta assim:

- a) descrição do panorama econômico e perspectivas sociais brasileiras devido ao principal vetor do setor;

- b) apresentação da Incorporação e Construção Civil com a descrição dos agentes econômicos e as leis vigentes do setor em questão e a caracterização da atividade;
- c) revisão bibliográfica dos instrumentos para avaliação dos projetos e legislação que regulamenta a publicação do desempenho dos projetos até a conclusão;
- d) avaliação contábil e econômica de um estudo de caso;
- e) conclusão.

## 2 CONJUNTURA ECONÔMICA

O Atual cenário econômico está sofrendo alterações nas políticas econômicas devido a gestão do governo até então empregada, torna-se necessário a abordagem de alguns indicadores para observação de possíveis alterações no cenário à longo prazo na atividade econômica.

Estudiosos identificam uma forte dependência de clareza nas tendências econômicas, especialmente no setor de Incorporação e Construção Civil e nesse período pós-eleitoral nota-se tendências não muito claras de alteração na postura do Governo Federal.

É inegável que a indústria da Construção Civil demonstra enorme dependência ao comportamento da conjuntura econômica, isto é, quando a economia do país vai bem, a atividade construtora floresce. Já quando o desempenho nacional enfraquece, a construção civil é duramente penalizada. [...] Define-se Economia como a ciência que estuda o uso eficiente de recursos escassos, através da melhor combinação dos fatores de produção (natureza, capital e trabalho). Assim, a Economia trata dos fenômenos relativos à produção, distribuição, acumulação e consumo de bens materiais (BALARINE, 1990, p. 15).

O cenário econômico sofreu ao longo dos últimos anos reformulações. O processo iniciou-se com a implantação do Plano Real, as políticas econômicas que trouxeram superávits primários e estabilidade no nível de preços para a economia rendendo ao país uma maior credibilidade, está enfrentando dificuldades que originam-se da crise econômica mundial. Esses fatores que até então não influenciavam nossos fundamentos, começam a gerar instabilidade quanto ao nível de preço, superávit primário e nível de atividade econômica.

### 2.1 NÍVEL DE ATIVIDADE ECONÔMICA

O crescimento econômico brasileiro está comprometido pela mudança do ambiente internacional que ajustou o ciclo das *Commodities* com a redução de seus preços, gerando reflexos para as correções necessárias na política fiscal, monetária e de preços públicos.

Nesse contexto os ajustes com enfoque ortodoxo tornam-se necessários em conjunto com reformas estruturais, objetivando um Brasil com maior competitividade

incentivando o consumo interno e através de um crescimento sólido captando recursos internacionais para o desenvolvimento sustentável.

**Tabela 1 - PIB e Variação Real em US\$ milhões correntes - US\$ milhões**

<b>Ano</b>	<b>PIB Brasil</b>	<b>Variação real ano</b>
<b>2004</b>	669.666	5,66%
<b>2005</b>	892.506	3,15%
<b>2006</b>	1.107.293	4,00%
<b>2007</b>	1.395.652	6,01%
<b>2008</b>	1.691.910	5,02%
<b>2009</b>	1.670.183	-0,23%
<b>2010</b>	2.210.313	7,57%
<b>2011</b>	2.613.516	3,92%
<b>2012</b>	2.411.531	1,76%
<b>2013</b>	2.387.874	2,74%
<b>2014</b>	2.345.379	0,15%

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Nota-se uma política expansionista do governo até o final de 2014, com o aumento de suas despesas e financiando o crescimento econômico através programas de desenvolvimento como: transferência de renda, créditos subsidiados e desoneração de tributos e impostos. Os movimentos de crescimento da economia através das políticas expansionistas geraram um aumento na arrecadação do governo, que possibilitou num primeiro momento a renúncia de determinadas receitas pelo crescimento da atividade econômica. Porém na contrapartida as despesas do governo também cresceram criando um déficit, necessitando de um incremento de receita até então renunciada.

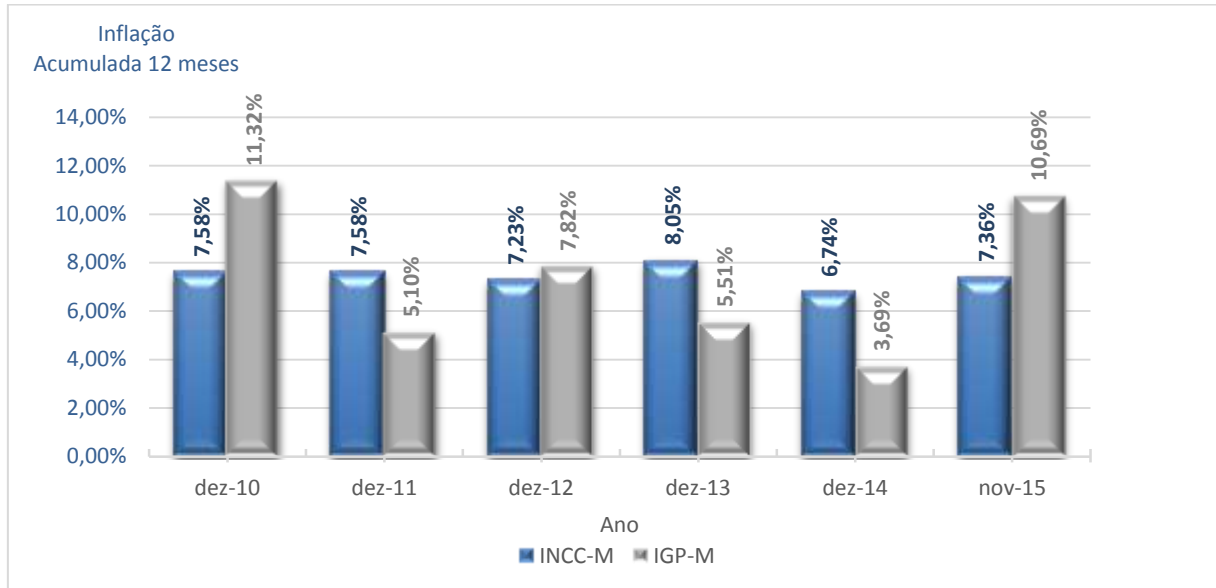
A realidade de 2014 é a retração do crescimento, o cenário atual demonstra uma economia com nível de preço comprometido, não respondendo aos ajustes ortodoxos até o momento empregados.

Em pesquisa Datafolha Instituto de Pesquisa veiculada em 13 de abril de 2015, descreve um cenário pela amostragem onde 78% dos brasileiros acreditavam em uma alta da inflação, 70% no aumento do desemprego, 59% na queda do poder de compra e 58% dos entrevistados acreditavam em piora da economia brasileira.

A confiança dos empresários e consumidores demonstram muita desconfiança em cenários futuros, sendo um fato gerador de dificuldade para

recuperação da economia. Sem o crescimento econômico o governo encontra-se com suas receitas ordinárias sendo insuficientes para suprir as despesas correntes.

**Gráfico 1 - Variação INCC-M e IGP-M**



Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Notamos no gráfico que a inflação do segmento mantém uma relativa estabilidade (Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado – INCC-M) conforme exposição temos uma média 7,42% ao ano, já na série de Índice Geral de Preços do Mercado – IGP-M a média no mesmo período é de 7,36% ao ano com uma variação superior ao INCC-M.

A expectativa de retração da economia para 2015 está em -3,10% (inicialmente projetado como -1,20% no primeiro trimestre para o ano) com reflexo na massa salarial nominal com queda de 10,40% de outubro de 2014 para outubro de 2015.

A meta da inflação para o ano de 2015 pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA estava em 8,26%, passou para 9,99% e em outubro atingimos 9,93% nos últimos doze meses.

Com esse cenário o Governo Federal anunciou a redução do superávit primário de 1,19% do PIB para um déficit de R\$ 51,8 bilhões, demonstrando que o nível de atividade econômica conforme pesquisa do Datafolha baseada na expectativa da população em abril de 2015 vem sendo corroborada.

## 2.2 BALANÇA COMERCIAL E BALANÇA DE PAGAMENTOS

A Balança Comercial observa as relações entre as exportações (X) e importações (M) entre países. Contabiliza as transações comerciais de Bens e Serviços, com uma Balança Comercial favorável (Superavitária) é possível atrair moeda estrangeira gerando emprego e renda nos setores exportadores, entretanto temos as seguintes variáveis para mensuração:

- a) nível de renda da economia;
- b) nível de renda do resto do mundo;
- c) taxa de câmbio;
- d) os termos de troca.

No caso do Brasil as principais exportações são alocadas entre as *Commodities* de minério, derivados de petróleo, agricultura e pecuária, que são e foram propulsores para o crescimento do Brasil na última década.

A supervalorização desse mercado foi uma oportunidade para adquirir competitividade no mercado, nesse contexto o Brasil não aproveitou esse lapso temporal de valorização para minimizar o impacto do chamado custo Brasil, ou seja, diminuir a ineficiência do sistema de produção e distribuição que são problemas sistêmicos na infraestrutura nacional.

O momento favorável em que o Brasil encontrava-se deveria ser o ponto inicial de políticas para o favorecimento do desenvolvimento econômico, objetivando a sustentabilidade competitiva de produção e distribuição de forma consistente.

Aproveitar o momento conjuntural para estabelecer vantagem competitiva otimizando o sistema econômico gerando mobilidade social através da promoção de trabalho digno.

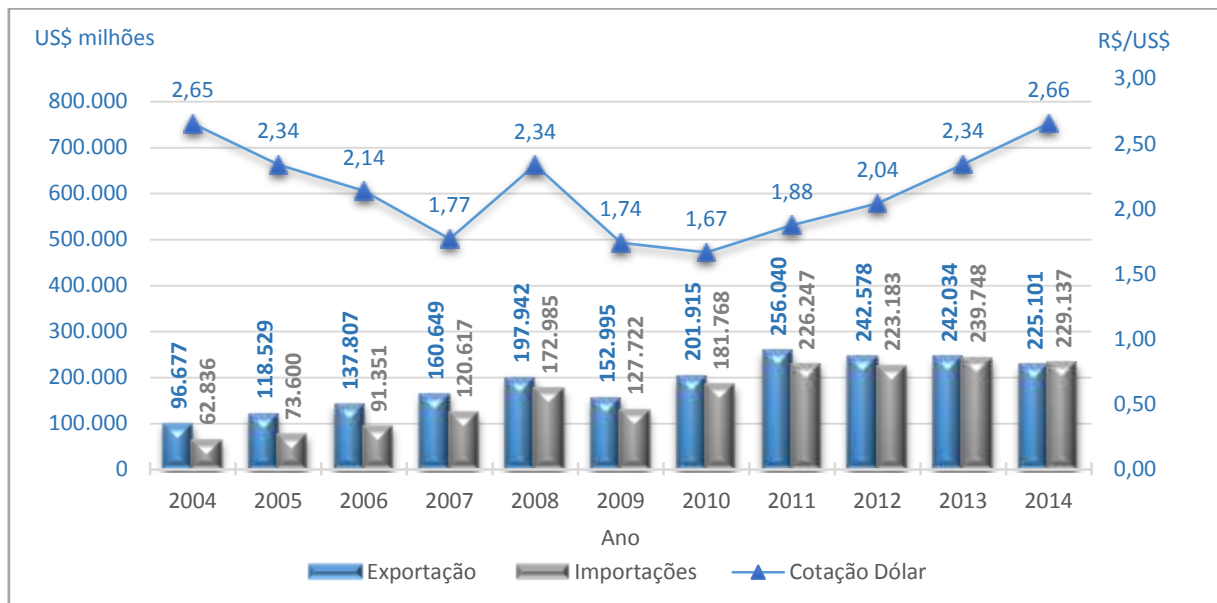
O Governo durante o período favorável teve práticas expansionistas como programas de transferência de renda, estabilização dos preços públicos como energia elétrica e combustíveis, e a valorização do câmbio para combater a inflação. Após as eleições, com novos reajustes nos preços públicos, os mesmos foram os principais vetores de alta da inflação.

As políticas até então adotadas geraram e geram certa desconfiança de investidores nacionais e internacionais.

Os anos que beneficiaram o Brasil deveriam financiar o desenvolvimento econômico, gerando distribuição de renda e oportunidade de trabalho, tendo políticas claras de incentivo à produção para exportação atraindo o capital.

Uma mudança de postura para combater os fundamentos macroeconômicos que estão deteriorando-se, seria uma boa demonstração de rumo para a população e investidores de outros países.

**Gráfico 2 - Balança Comercial e Câmbio em US\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Numa breve análise é possível observar o crescimento das exportações com desvios entre conjunturas internacionais até o ano de 2011.

Os resultados das transações estão demonstrando um viés deficitário a partir de 2012, em alguns casos as variações cambiais alteram os fluxos Internacionais de capitais, que podem explicar a competitividade da indústria nacional para o exterior, assim como a competitividade de produtos internos para o consumo ou incremento do capital a ser investido no setor produtivo brasileiro refletindo no resultado da Balança Comercial.



Tabela 2 - Saldo Balança Comercial US\$ milhões

Ano	Balança comercial	Variação Base ano anterior
2004	33.842	0,00%
2005	44.929	32,76%
2006	46.457	3,40%
2007	40.032	-13,83%
2008	24.958	-37,66%
2009	25.272	1,26%
2010	20.147	-20,28%
2011	29.793	47,88%
2012	19.395	-34,90%
2013	2.286	-88,21%
2014	(4.036)	-276,56%

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Os resultados das transações estão demonstrando um viés deficitário a partir de 2012, em alguns casos as variações cambiais alteram os fluxos Internacionais de capitais, que podem explicar a competitividade da indústria nacional para o exterior, assim como a competitividade de produtos internos para o consumo ou incremento do capital a ser investido no setor produtivo brasileiro refletindo no resultado da Balança Comercial.

No primeiro bimestre de 2015 tivemos um déficit, porém com o fechamento de outubro estamos com um superávit de 12,2 bilhões de dólares, esse acréscimo não é reflexo do aumento da competitividade, mas sim do recuo da economia doméstica pela mensuração de ambas as contas (exportações e importações) que estão em declínio, porém as exportações em menor velocidade com a contribuição da desvalorização do câmbio.

No dia 24 de maio foi publicado o Plano Nacional de Exportações que conta com financiamento subsidiado para a produção. Nesse contexto vale ressaltar que superávit é válido com as quedas da importação, porém seu ponto ótimo é com base no incremento das exportações. O intuito do Plano nacional é a geração de emprego e renda direcionando os produtos nacionais para o aumento da participação no mercado internacional. Com a promessa da presidente de até o final de 2015 apresentar a oferta do Brasil a União Europeia com um acordo espelhado em livre comércio.

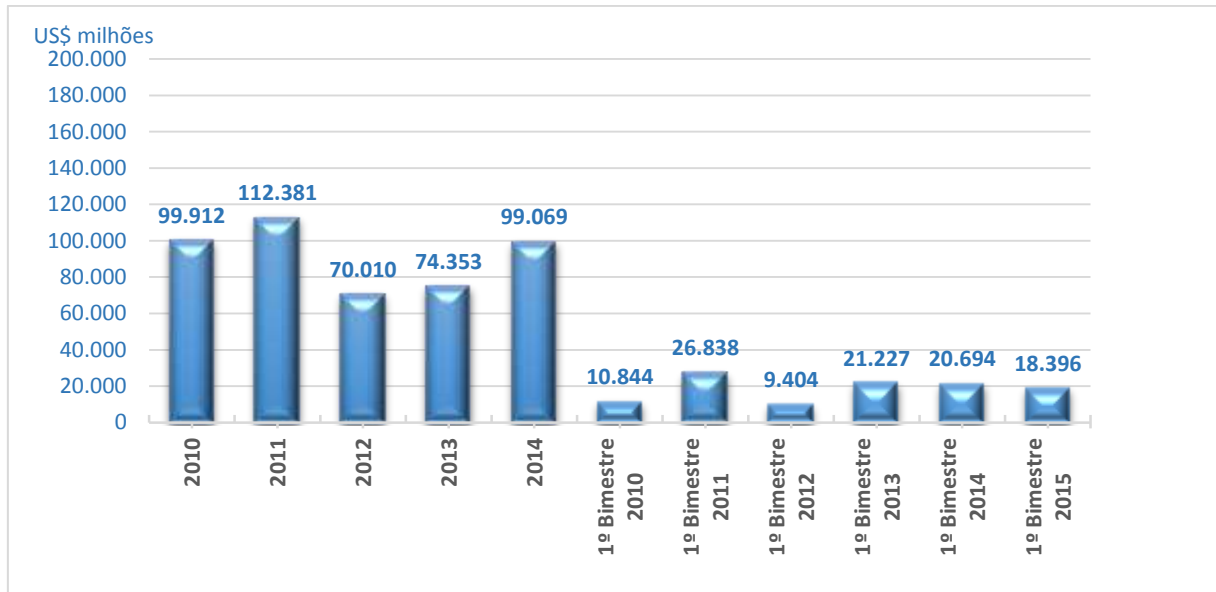
O Plano Nacional de Exportações 2015-2018 descreve a seguir a necessidade do crescimento das exportações:

O Brasil é a sétima maior economia do mundo, mas sua participação no comércio internacional ainda não traduz essa posição. A representatividade do comércio exterior de bens e serviços na economia brasileira – 27,6% do PIB em 2013 – também é relativamente moderada. Nas seis maiores economias do mundo, a média desse indicador alcança 53,4% do PIB. Países emergentes do grupo do BRICS também apresentam maior espaço do comércio exterior em suas economias: África do Sul (64,2%), Índia (53,3%), Rússia (50,9%) e China (50,2%)<sup>1</sup>. Conclui-se, portanto, que o comércio exterior brasileiro possui considerável potencial para crescimento, com benefícios imediatos e relevantes para a economia (2015, p.1).

O posicionamento de uma Política clara de participação no comércio mundial, demonstra a confiança do Governo. A política internacional na atualidade parece estar em segundo plano, é claro que o Brasil deve focar em controlar a economia interna para passar confiança a investidores e própria população, porém ao mesmo tempo deve ter objetivos sólidos e sustentáveis de comércio exterior.

A cartilha de comércio exterior deve ser estratégica e sempre buscar novas possibilidades. Em momentos que as *Commodities* estavam com uma cotação favorável e a China demandavam os produtos brasileiros, novas possibilidades deveriam estar em progresso para exploração para ampliação da produtividade estimulando a inovação, diminuindo o custo Brasil e atraindo investimentos.

Nesse contexto será apresentado o Balanço de Pagamentos que mensura todos os registros de transações fluxo de bens e serviços e de direitos econômicos entre os residentes de um país e o resto do mundo com ênfase na conta capital e financeira.

**Gráfico 3 - Balanço de Pagamentos Conta Capital e Financeira Líquida US\$ milhões**

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

São contabilizadas nessa conta as transferências de Ativos e exigibilidades, nota-se um relativo crescimento nos últimos três anos com tendência favorável, embora em comparação aos bimestres estamos com uma leve baixa comparando os anos de 2013 e 2014. Os ajustes econômicos que o governo deve realizar deve corroborar para resultados positivos nos próximos anos. A conta financeira assume três posições: de participação no capital de empresas, reinvestimento de lucros e empréstimo entre corporações. Os principais atrativos para o posicionamento dessas contas encontram-se na política cambial e taxas de juros reais na contrapartida do Risco Brasil.

Nota-se uma redução no cenário anual a partir de 2012, na Balança de Pagamentos esse efeito ainda tem como causa a crise das hipotecas imobiliárias e insolvência de instituições como o banco Lehman Brothers. Pode-se afirmar que com esse evento de concessão de crédito elevado e *default* de contratos e títulos advindos de transações sem lastro em combinação com intervenções estatais em determinadas economias, causam ciclos econômicos após a crise com programas de austeridade fiscal, suspendendo gastos públicos, investimentos e benefícios sociais, não incentivando a economia. Como resultado deste cenário, surge o desemprego, estagnação e até recessão econômica no resto do mundo.

### 2.2.1 Reservas Internacionais e Juros

Na publicação do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA no Boletim de Economia e Política Internacional número 19, Filho destaca em seu artigo a posição favorável ao Brasil, que desde de 2011 o país está classificado entre os cinco maiores destinos de investimento direto estrangeiro (IDE), destacando o crescimento *per capita*, da participação das empresas estrangeiras na estrutura produtiva do país em 1990 e 2012, de US\$ 248 para US\$ 3.540, no mesmo período a participação desse estoque cresceu de 10,1% para 31,2% e destaca a evolução de investidores externos nos passivos do governo brasileiro direcionado em 2003 em 0,5% para 20% em 2014.

Contudo, após 2011 ocorreu uma progressiva deterioração das expectativas em relação ao desempenho futuro da economia brasileira, derivada tanto da estagnação da produção interna quanto do aumento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos do país. A partir de meados de 2014 essa piora na confiança sobre o país foi agravada pela perspectiva de reversão das políticas expansionistas do Federal Reserve no Estados Unidos, culminando em um movimento de saída de capitais que precipitou a rápida desvalorização do Real (IPEA, 2015, p. 6).

Com a mudança do arcabouço econômico brasileiro advindo do plano real e consequente minimização do risco Brasil o país vinha acumulando reservas internacionais conforme série histórica extraída do Banco Central do Brasil - BACEN. Porém o governo brasileiro está com essas reservas aplicadas em títulos do Governo dos Estados Unidos da América – USA (77,7% posição dezembro 2013) que possuem um baixo risco e rentabilidade. Esse colchão pode ser usado em situações de desvalorização especulativa do Real ou em outras situações de conjuntura econômica deficitária.

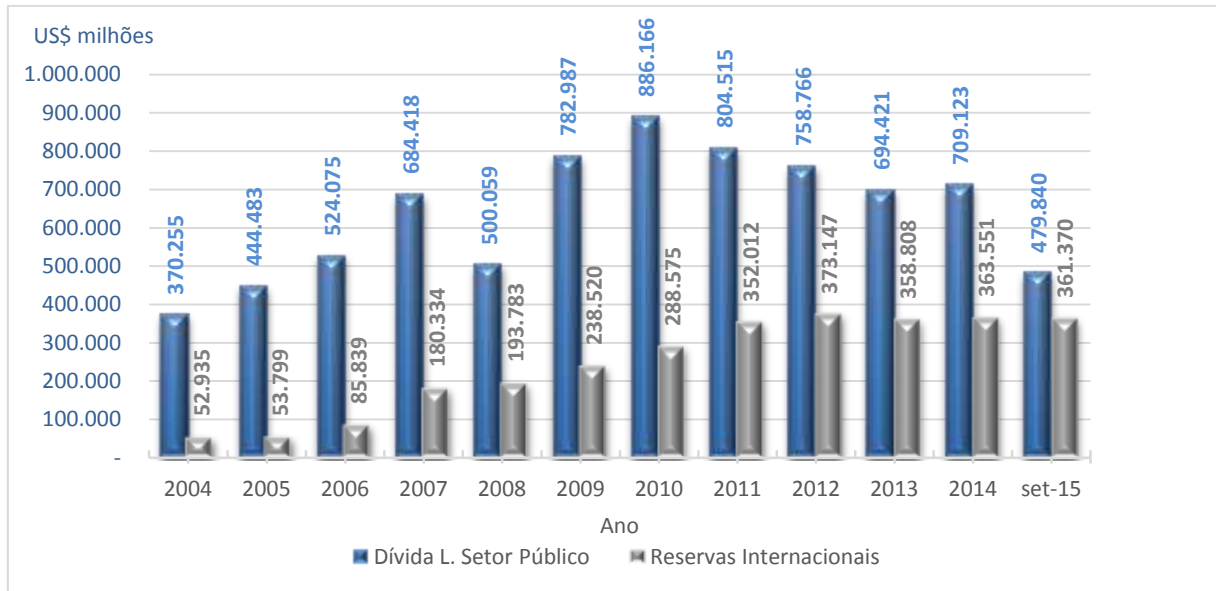
Essas reservas internacionais têm como objetivo demonstrar a liquidez do país, essas reservas são comumente comparadas com a Dívida Líquida do Setor Público.

No Relatório de Gestão das Reservas Internacionais volume 6 de dezembro de 2014 do BACEN na página 14, descreve a Política de Investimento:

A política de investimento é definida pela Diretoria Colegiada em função dos objetivos estratégicos de longo prazo a serem alcançados com as reservas internacionais. Dessa forma, a preocupação em atender aos compromissos externos e em reduzir a exposição do país a oscilações cambiais conduziu a

uma política de cobertura cambial da dívida externa bruta. Uma vez considerada a política de cobertura cambial, o investimento das reservas internacionais é realizado com base em critérios de segurança, liquidez e rentabilidade, priorizados nessa ordem.

**Gráfico 4 - Dívida Líquida Setor Público e Reservas internacionais US\$ milhões**



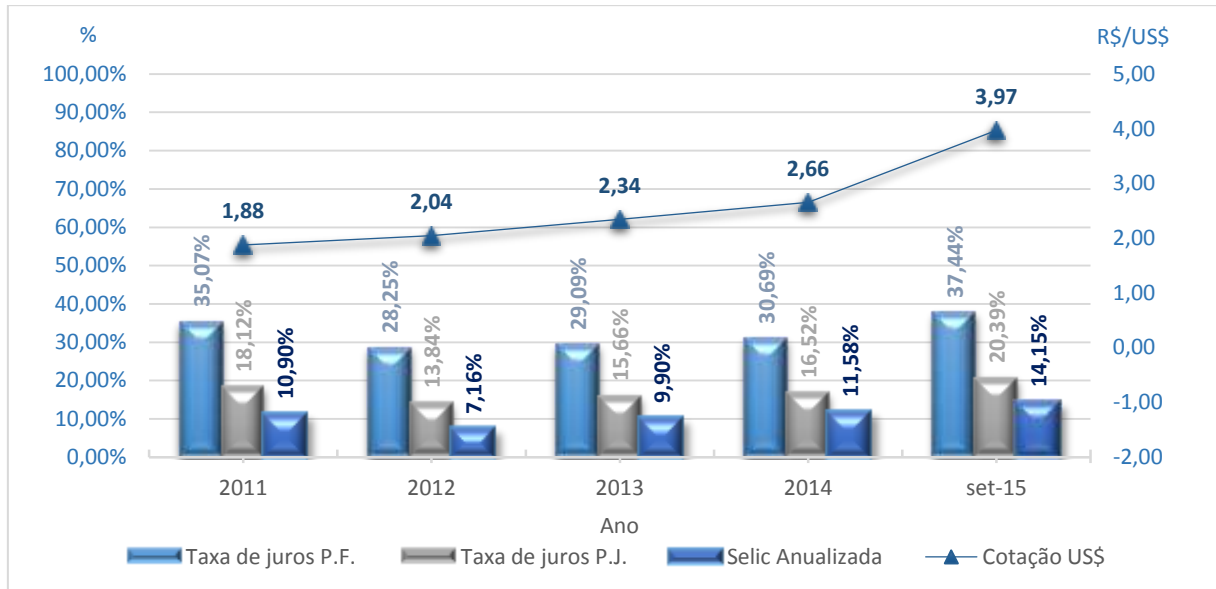
Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Como descrito anteriormente essas reservas estão em uma aplicação de baixo risco e retorno. O relatório destaca que em 31 de dezembro de 2013, o Brasil possuía US\$ 375,79 bilhões e gerou um retorno de 2,62% ao ano. Nesse quesito há um questionamento: com reservas que figuram entre as dez maiores do mundo e uma taxa de juros real doméstica que transita entre as dez maiores taxas, qual será o ponto de equilíbrio entre os custos e receitas provenientes das taxas de juros na aplicação e captação? Nota-se nos recentes acontecimentos a desvalorização do Real e o incremento das reservas.

Com base nos dados expostos onde as rentabilidades das reservas internacionais são mínimas (2,62% a.a.) e os juros na economia doméstica que remuneraram os títulos públicos brasileiros pela Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC com a meta estipulada pelo Comitê de Política Monetária - COPOM, são de 14,25% ao ano e uma taxa média para as pessoas físicas de 37,44% a.a. e pessoas jurídicas de 20,39% a.a., ocorre um *trade-off* pelo modo de escolha do desenvolvimento e crescimento econômico. Serve a descrição do Ótimo de Pareto:

Situação em que os recursos de uma economia são alocados de tal maneira que nenhuma reordenação diferente possa melhorar a situação de qualquer pessoa (ou agente econômico) sem piorar a situação de qualquer outra. O conceito foi introduzido por Vilfredo Pareto (1843-1923), e a Economia do Bem-Estar em grande medida estuda as condições nas quais um Ótimo de Pareto possa ser alcançado (SANDRONI, 1999, p. 437).

**Gráfico 5 - Juros da economia brasileira e cotação do Dólar**



Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Conforme as colocações e indicadores expostos quanto aos recursos disponíveis na economia brasileira, o pesquisador questiona quanto a alocação dos recursos disponíveis e a sua rentabilidade. Estamos entre as dez maiores reservas internacionais e pagamos uns dos maiores juros da economia internacional.

Os juros para pessoas físicas e pessoas jurídicas são uns dos maiores de todas as economias, qual a possibilidade de crescimento econômico sustentável?

Remuneramos nossas reservas internacionais em 2,62% ao ano e remuneramos nossos investidores de títulos públicos em 14,25% ao ano.

### 2.3 FINANÇAS PÚBLICAS

Após períodos com participação do estado em segmentos considerados necessários para o desenvolvimento brasileiro, mesmo anteriores ao início do Estado Novo com Getúlio Vargas, Nilson Araújo de Souza destaca a Economia brasileira de forma simples em dois grandes períodos no prefácio de sua obra:

O primeiro, que vai de 1930 a 1980, coincide com o período em que se deflagrou e se completou a industrialização brasileira – durante esse meio século, o PIB brasileiro cresceu, em média, 7% ao ano; o segundo, que se inicia com a recessão de 1981 e vai até 2007, coincide com o período em que ocorreram uma crise prolongada e um processo de desindustrialização da economia brasileira – durante esses dois decênios e meio, o PIB cresceu, em média, pouco mais de 2% ao ano, apresentando inflexão para cima entre 2004 e 2007, quando a taxa de crescimento superou os 4% anuais (ARAÚJO DE SOUZA, 2008, p. 2).

Araújo de Souza (2008) destaca que após descoberta, o Brasil foi idealizado como um projeto colonial da metrópole portuguesa. No período posterior a independência política, a Inglaterra foi tomando o espaço deixado por Portugal exercendo o domínio econômico durante todo o período da República Velha. O Brasil foi gerido por um modelo baseado na agro exportação com financiamento e relações comerciais em sua grande parte pelos ingleses. Esse modelo após a crise de 1930 ficou esgotado e iniciou-se o processo do Estado Novo com Getúlio Vargas e suas lideranças, buscando os primeiros passos de um projeto industrializante e implementando uma legislação de proteção aos trabalhadores. A indústria tinha a missão de trazer uma classe trabalhadora além da miséria, gerando um “Macrosetor” para o desenvolvimento e distribuição de renda.

Inicia-se nesse ponto políticas assistencialistas e decisões de livre comércio, que com as importações podem travar o desenvolvimento de uma nação sem estrutura e diferenciais competitivos. Nesse contexto começa a se formar um estado pesado com forma protecionista e assistencialista, onde na sua essência era incapaz de gerar recursos suficientes para pagar o ônus da sua atuação no mercado.

Formou-se uma cultura dos administradores públicos gerarem dívidas de longo prazo sem o planejamento do pagamento. Com a insolvência dos contratos da dívida pública brasileira, o diferencial competitivo sofre um viés de baixa com sua credibilidade.

A partir da do ano de 1995 com o *Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado* buscou-se a organização das contas públicas e traz na sua apresentação:

A crise brasileira da última década foi também uma crise do Estado. Em razão do modelo de desenvolvimento que governos anteriores adotaram, o Estado desviou-se de suas funções básicas para ampliar sua presença no setor produtivo, o que acarretou, além da gradual deterioração dos serviços públicos, a que recorre, em particular, a parcela menos favorecida da população, o agravamento da crise fiscal e, por consequência, da inflação.

Nesse sentido, a reforma do estado passou a ser instrumento indispensável para consolidar a estabilização e assegurar o crescimento sustentado da economia. Somente assim será possível promover a correção das desigualdades sociais e regionais (BRASIL, 1995, p. 6).

A ideia central era fazer de forma racional a reconstrução da administração pública, apresentava uma série de questões dentre elas, ressaltava que um aposentado da União recebia 8,1 vezes mais que o benefício do aposentado do Instituto Nacional do Seguro Social - INSS, enquanto esse contribuía 3,4 vezes mais em números médios.

Uma das principais evoluções dentre as observadas foi a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n.º 101, de 04/05/2000) onde foi estabelecido parâmetros para a administração pública com restrições orçamentárias na qual os aumentos das despesas devem possuir o seu par no aumento da arrecadação.

Apesar da Constituição Federal no Artigo n.º 163 dispor sobre lei complementar para as Finanças Públicas passando uma previsão legal quanto a gestão, não havia o comprometimento dos gestores que exerciam.

Com o advento da Lei de Responsabilidade fiscal cria-se o pressuposto de cobrar e orientar os gestores de recursos públicos estabelecendo normas de finanças públicas consolidadas, consagrando os princípios constitucionais, introduzindo conceitos de transparência e responsabilidade no uso dos recursos públicos.

Conforme demonstração do Gráfico abaixo fica evidente a melhora do desempenho após o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal, porém com a análise do Resultado Primário do Governo Central de Receitas e Despesas nota-se que em 2014 e no primeiro semestre de 2015 as Despesas Totais estão superando as Receitas, sinalizando uma piora nas contas públicas, que em conjunto com a crise política atual do governo da Presidente Dilma Rousseff, impacta a cotação do Dólar e os fluxos de capitais no país, com risco de reclassificação do grau de investimento.

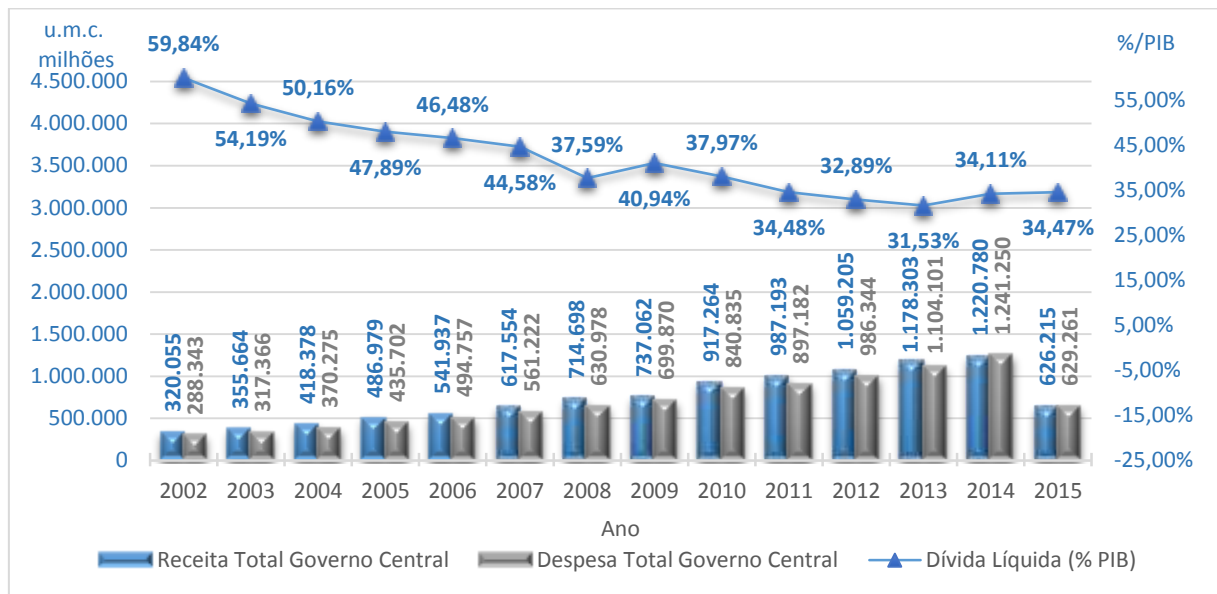
Em combinação com o cenário já deteriorado ainda há as “pedaladas fiscais”, nas quais o Governo Federal utiliza-se de recursos dos bancos federais (Caixa Econômica Federal e Banco Brasil) para fechamento contábil e posterior ressarcimentos após arrecadação dos tributos.



Além dessas informações o Governo Federal não demonstra indícios para as correções necessárias, falta clareza das providências que serão administradas de forma atrasada.

O mercado nacional e internacional está à espera de decisões que minimizem a crise e transmita confiança para novos investimentos e retomada do ciclo econômico.

**Gráfico 6 - Governo Central e Dívida Líquida do setor Público - u.m.c. (milhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Conforme demonstração do Gráfico fica evidente a melhora do desempenho após o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal, porém com a análise do Resultado Primário do Governo Central de Receitas e Despesas nota-se que em 2014 e no primeiro semestre de 2015 as Despesas Totais estão superando as Receitas, sinalizando uma piora nas contas públicas.

Com o redimensionamento das metas de superávit que para o ano de 2015 era de 1,10% passando para 0,15% e para 2016 2,00% passou para 0,70%.

## 2.4 EMPREGO E RENDA

Os níveis de emprego e renda, assim como os demais indicadores da economia estão sofrendo uma deterioração pela crise econômica e nível de confiança do eleitor mediano brasileiro, conforme pesquisa do Instituto Datafolha

referido anteriormente e tinha como base o mês de abril de 2015 foram identificados o que na ocasião tratava-se apenas de expectativa.

O fato é que o nível econômico brasileiro está em um processo de arrefecimento pelos ajustes insignificantes que estão sendo feitos nas relações de mercado, tendo como causa a política expansionista empregada a partir de 2009.

O arcabouço econômico está sofrendo alterações na política fiscal com uma pequena diminuição da demanda do governo que está em posição deficitária, os ajustes necessários ainda não executados terão reflexos sobre o emprego e renda da massa salarial.

O comércio varejista está com uma redução próxima a 0,9% no primeiro trimestre, já o comércio ampliado que incorpora a comercialização do comércio de veículos e de material de construção civil está com uma retração nas vendas na casa 2,50%, segundo o Boletim Regional do Banco Central do Brasil de abril de 2015.

O índice formal de emprego formal apresenta um retrocesso a patamares apresentados no início do ano de 2013, na Construção Civil o impacto reflete um índice referente a meados de 2010, vale salientar que este segmento da economia emprega vários níveis de conhecimento técnico e representou durante o processo de crescimento a possibilidade de crescimento de renda.

O período positivo que o Brasil encontrava-se de crescimento até o final de 2013, deveria ter sido um período de investimento para um crescimento econômico sustentável. O crescimento da arrecadação do Governo deveria fomentar políticas de desenvolvimento e crescimento econômico, sendo que nesse período o governo criou políticas assistencialistas de transferência de renda e crescimento de suas despesas com o funcionalismo.

O nível de desemprego encontra-se em patamares semelhantes aos níveis de 2010, com a demanda de consumo abaixo, as tendências são de patamares semelhantes a 2008, no presente momento nota-se uma redução aos créditos subsidiados destinados ao investimento de produção gerando um desemprego e como consequência a redução da renda real. Com essa diminuição no campo macroeconômico, o reflexo natural é a redução do consumo dos bens e serviços retroalimentando a tendência de desemprego e queda da renda.

As sinalizações e atitudes do Governo não demonstram um caminho claro para a saída da crise, os escândalos de corrupção nublam ainda mais o horizonte, a

única esperança é que com as punições das pessoas envolvidas com a operação da Lava Jato surja um caminho, no qual inicia-se uma cultura para controle das atitudes a serem tomadas por empresas e pessoas envolvidas com o aparelho estatal, criando um cenário promissor no próximo ciclo econômico.

**Tabela 3 - Índices de Emprego, desemprego e Renda Real Efetiva**

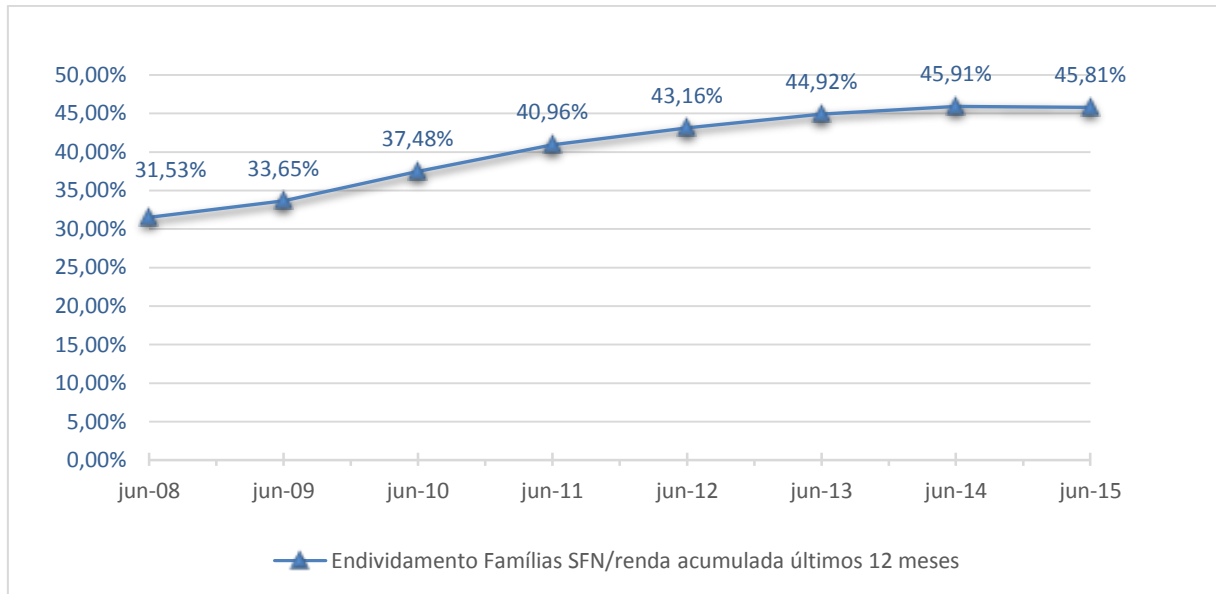
Data Base	Emprego Formal Índice	Emprego Formal Constr. Civil Índice	Desemprego Regiões Metropolitanas	Rendimento médio Real Efetivo			
				Total	Com Carteira	Sem Carteira	Conta Própria
01/2008	92,81	83,25	8,00%	1.876,28	1.819,61	1.250,48	1.473,16
07/2008	97,33	93,39	8,10%	1.910,73	1.860,55	1.261,11	1.601,05
01/2009	96,67	92,23	8,20%	1.963,67	1.918,58	1.236,63	1.573,08
07/2009	98,30	96,94	8,00%	1.942,48	1.841,38	1.296,51	1.612,05
01/2010	100,55	102,40	7,20%	1.992,77	1.918,91	1.400,63	1.601,86
07/2010	105,02	111,87	6,90%	2.054,80	1.927,99	1.400,99	1.677,33
01/2011	106,93	112,69	6,10%	2.073,10	1.925,89	1.430,68	1.776,11
07/2011	110,64	119,20	6,00%	2.121,88	1.931,17	1.546,71	1.770,20
01/2012	111,46	119,45	5,50%	2.157,41	2.012,25	1.507,52	1.832,21
07/2012	114,04	125,52	5,40%	2.183,70	2.027,44	1.599,96	1.830,10
01/2013	113,74	121,92	5,40%	2.214,34	2.037,24	1.585,20	1.854,11
07/2013	115,65	124,76	5,60%	2.211,56	2.054,82	1.615,79	1.856,74
01/2014	115,82	123,46	4,80%	2.318,36	2.100,24	1.712,15	2.046,26
07/2014	117,17	124,24	4,90%	2.280,49	2.083,42	1.659,91	1.959,55
01/2015	115,95	115,91	5,30%	2.308,85	2.108,45	1.641,88	1.955,06
07/2015	114,63	110,47	7,50%	2.200,38	2.014,12	1.446,48	1.923,30
08/2015	114,39	109,52	7,60%	2.186,69	2.006,79	1.483,76	1.893,12

Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego - MTE e Instituto Brasileiro de Geografia – IBGE (2015)

Com o contexto do aumento do desemprego e diminuição da renda real é necessário mencionar o nível de endividamento das famílias em relação a sua renda.

Fica evidente que para honrar as dívidas já adquiridas a única possibilidade é diminuição do consumo que resfriará ainda mais a economia.

Estamos em uma desaceleração econômica e nesse momento o governo está sem atitude, refletindo diretamente na retroalimentação do processo de recessão, o setor a ser estudado está sendo impactado de forma direta pelo aumento das taxas de juros, diminuição da renda real em um cenário de famílias com o maior endividamento histórico.

**Gráfico 7 - Endividamento Famílias sobre a renda acumulada nos últimos doze meses**

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Com a piora nos indicadores a confiança da população faz com que as expectativas sejam negativas, as incertezas no cenário político trazem a desconfiança para os investidores internacionais, estamos sem o controle da inflação com um governo gerando déficit primário sem providências ao longo de 2015, além disso não há expectativa de uma tomada de decisão pelo governo em diminuir seus gastos de forma firme para transmitir a informação clara de combate aos fundamentos dos problemas macroeconômicos.

## 2.5 CENÁRIO POLÍTICO E GRAU DE INVESTIMENTO

No atual contexto econômico, observamos famílias e empresas com restrições aos futuros cenários econômicos. As restrições encontram-se na produção e consumo de bens e serviços. Setores específicos estão encontrando nichos para exportação devido a deterioração do Real no mercado internacional.

As famílias estão com renda real menores com patamares de retrocesso ao ano de 2012, o nível de endividamento apresenta um crescente desde 2008, gerando um potencial aumento nos níveis de inadimplência na economia.

O Governo Federal administrou a última década um crescimento econômico sem elevar a carga tributária para cobrir o aumento das despesas públicas. O que

chegou a ser considerada uma nova matriz econômica, hoje já é vista como uma oportunidade passada para investimento e redução do custo Brasil.

A capacidade instalada segundo a Fundação Getúlio Vargas – FGV assemelha-se aos números de 2009 de modo geral, em bens de capital estamos com uma posição inferior a 2009 e na construção civil estamos com a capacidade instalada inferior a 2009 em 7,60%.

**Tabela 4 - Capacidade Instalada**

	<b>Utilização da capacidade instalada</b>		
	<b>Geral</b>	<b>Bens de capital</b>	<b>Material de construção</b>
<b>3° Trim.2009</b>	79,80%	73,60%	86,20%
<b>3° Trim.2010</b>	85,00%	82,60%	90,50%
<b>3° Trim.2011</b>	84,00%	85,20%	88,40%
<b>3° Trim.2012</b>	83,60%	81,00%	86,40%
<b>3° Trim.2013</b>	84,30%	82,20%	89,00%
<b>3° Trim.2014</b>	83,10%	80,30%	88,30%
<b>3° Trim.2015</b>	78,00%	68,90%	78,60%

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)




O primeiro mandado da Presidente Dilma Rousseff através de uma política expansionista acelerou a deterioração das contas públicas.

As medidas de ajuste fiscal definidas pelo Ministro da Fazenda Joaquim Levy foram refutadas no congresso e as despesas ganharam incrementos, gerando desgastes que culminaram com saída do ministro.

A realidade das contas do governo são o centro das causas do problema econômico, a ideia central ortodoxa de aumentar a tributação é uma iniciativa arriscada em um cenário com agentes econômicos com crise de confiança, podendo gerar um efeito multiplicador da recessão econômica como até então está apresentando.

Um efeito minimizador foram as ações para otimizar o caixa referente ao seguro desemprego, abono salarial e auxílio doença, que ampliaram os meses de contribuição para solicitação do benefício. Como exemplo, o auxílio doença que tinha o teto de 91% do salário vigente até o teto do INSS e passará para a média das doze últimas contribuições, tendo como teto o limite. Todas as definições são válidas para o ano de 2016 gerando restrição ao acesso.

Figura 1 - Classificações das agências risco

Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's	Significado na escala
AAA	Aaa	AAA	Grau de investimento com qualidade alta e baixo risco
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Grau de investimento, qualidade média
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	<b>Baa3</b> 	BBB-	
<b>BB+</b> 	Ba1	<b>BB+</b> 	Categoria de especulação, baixa classificação
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC	Caa1	CCC+	Risco alto de inadimplência e baixo interesse
CC	Caa2	CCC	
C	Caa3	CCC-	
RD	Ca	CC	
D	C	C	
		D	

Fonte: Fitch... (2015).

As políticas adotadas até o presente momento, demonstram falta de coesão da classe política e combinado com os escândalos de corrupção, estão colocando em pauta o Grau de investimento do Brasil que no decorrer do ano de 2015 já sofreu reclassificações.

Esse retrocesso no status ocorreu como fato histórico, que refletirá nos custos de captação. Em 2008 o Brasil ao receber o selo da *Standard & Poor's* (S&P) foi declarada a capacidade de honrar as dívidas, baseado no amadurecimento institucional, econômico e jurídico passando a impressão de um país com fundamentos macroeconômicos suficientes para assegurar qualquer capital investido.

O emprego de uma política fiscal expansionista em períodos de crescimento na última década, não está em consonância com um cenário recessivo que hoje está sofrendo pequenos ajustes fiscais pós-eleitorais e já tem como consequência uma aceleração em direção a recessão com inflação.

A crise política demonstra que o governo e oposição estão em desacordo quanto ao modelo de ajuste e intensidade sinalizando fatores negativos para os analistas de riscos e os próprios investidores.

O *investment grade* foi um processo que teve seu início há no mínimo trinta anos e a piora do cenário econômico nos últimos cinco anos representou o risco que foi efetivado como marco histórico do Brasil.

As sucessivas quedas nos níveis de investimentos trazem dificuldade às instituições financeiras para captação de recursos no exterior elevando o custo da dívida.

As informações elencadas na conjuntura econômica serão utilizadas para concepção da taxa de juros a ser utilizada no modelo econômico, quanto maior a incerteza econômica certamente haverá reflexo na taxa de retorno esperada pelos proprietários de capital. Cabe salientar que a correta avaliação de projetos econômicos em um cenário restritivo não terá a mesma assertividade caso não capte fatores endógenos e exógenos ligados a regra do negócio.

### 3 INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL

A Construção Civil nasceu da necessidade básica do ser humano de abrigo, essa atividade ao longo dos tempos sofre processos de otimização dos recursos técnicos, operacionais e da gestão administrativa utilizadas na execução dos empreendimentos. O caminho é para uma maior eficiência e eficácia dos processos produtivos.

Pode-se definir a Construção Civil como a atividade de confecção de obras como casas, edifícios e obras de infraestrutura (pontes, rodovias, ferrovias e etc.). O significado de Construção Civil e Engenharia Civil teve sua origem em uma classificação de dois segmentos: o civil para as pessoas comuns e militar para os militares, origem da engenharia no Brasil, com o passar do tempo surgiram especialidades e a engenharia gerou outras divisões como a elétrica, mecânica, química, naval entre outras.

Já a Incorporação segundo definição estabelecida por lei Federal é a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial (antes da conclusão das obras), de edificações compostas de unidades autônomas, sob o regime de condomínio. O incorporador vende frações ideais do terreno, vinculado às unidades autônomas (apartamentos, salas, conjuntos e etc.) em construção ou a serem construídas, obtendo assim, os recursos necessários para a edificação e efetiva comercialização dos bens produzidos. O Incorporador é a pessoa física ou jurídica que embora não efetuando a construção, se comprometa ou efetive a venda de tais frações a unidades autônomas, em edificações a serem construídas ou em construção sob o regime condominial, ou que meramente aceita propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a termo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega, em certo prazo, a preço e em determinadas condições, das obras concluídas.

Balarine (1990) traça a visível diferenciação do setor dentre os demais setores da economia, salientando dois aspectos fundamentais: o prazo de maturação e os aportes substanciais a serem investidos no projeto durante sua execução.



Nesse segmento as empresas com pouca credibilidade, ou sem a confiança de novos investidores e consumidores não conseguem gerar fluxos positivos de caixa durante a execução.

**Quadro 1 - Comparativo produção de café e da construção (edificação)**

Característica	Torrefadora de Café	
Ciclo de produção	3 atividades básicas -Torrefação -Moagem -Empacotamento	20 atividades básicas -Serviços iniciais -Inst. canteiro - Serviços em terra - Transportes -Infra-estrutura -Supra-estrutura -Alvenarias e elem. divisórios -Esquadrias -Cobertura -Imperbealização -Revestimentos -Pisos e pavimentações -Vidros -Pinturas -Inst. de aparelhos -Inst. elétricas -Inst. hidráulicas -Complementação da obra paisagismo -Rede de esgoto pluvial -Redes de águas adutoras
Mão de obra ocupada para cada 500 CUBS de receitas geradas	5 homens	13 homens <sup>2</sup>
Tempo do ciclo de produção	2 horas	Em média, 1 ano
Insumos básicos	-Grão verde de café -Embalagem -Mão de obra	-1.000 composições de custos <sup>1</sup> , com no mínimo dois insumos cada.
Localização	-Centralizadas em pavilhão industrial fechado	-Diversas frentes de serviços, geograficamente espalhadas, com parte dos trabalhos a céu aberto

Fonte: Bailarine (1990, p. 113).

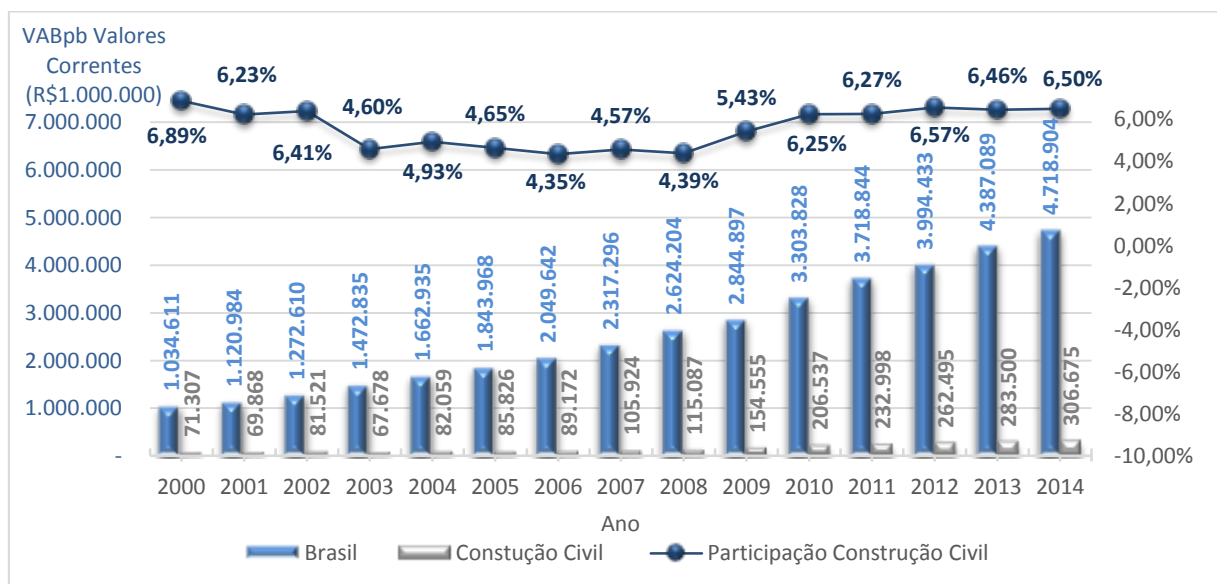
O mercado tem como característica um incorporador local, pelo fato de minimizar a assimetria da informação. Inicia-se a partir desse ponto a necessidade de parcerias entre as empresas que procuram a expansão no mercado nacional com outras que possuem credibilidade no mercado regional em que atuam, objetivando otimizar a entrada de recursos apenas com o compromisso de entrega do imóvel no futuro, em novos mercados com um selo de credibilidade regional.

O objetivo do quadro é salientar a diferenciação da produção de um bem por natureza durável e um bem de consumo, com a atual eficiência da Construção Civil e Incorporação, o prazo para entrega dos empreendimentos superam um exercício social. Nesse sentido fica em evidência a dependência do cenário econômico referente a médio e longo prazo para minimizar o risco da concepção do projeto até a entrega do bem final.

### 3.1 INFLUÊNCIA DA ECONOMIA NO SETOR DE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO CIVIL

O setor sofre forte influência do desempenho econômico do país, o fator principal é a previsibilidade econômica a longo prazo, por ser um fator básico para mensuração do risco para o produtor e consumidor. Nota-se que em cenários positivos a participação da Construção Civil cresce.

**Gráfico 8 - Valor Adicionado Bruto Brasil e Participação do segmento (%)**



Fonte: Banco de Dados CBIC (2015)

Na aquisição de bens imobiliários, segundo a cultura brasileira, o projeto de consumo é um planejamento de longo prazo, neste período parte da renda fica comprometida, portanto a produção desses bens tem um cunho social, pois o consumo do mesmo na maioria dos casos é um projeto de vida almejado pela maioria dos brasileiros.

Os empreendimentos em questão possuem um longo ciclo de desembolso e um retorno do investimento ao final do processo, com uma média de 3,5 exercícios sociais (42 meses). Todos os indicadores de análise de viabilidade levam em consideração o tempo e o custo de oportunidade na exposição ao longo do fluxo de caixa.

As regras do negócio incluem fluxo de produção com desenhos intensivos e recebimentos de clientes na média de 20,00% do valor do imóvel durante a produção e 80,00% na entrega do bem através de financiamento e parcela de chaves, para esse fluxo de exposição há a possibilidade de financiamento à produção que cobrem geralmente até 80,00% do custo de obra. A instituição financiadora fica com a Garantia Hipotecária do terreno e todas acessões do empreendimento.

### **3.1.1 Caso Encol**

O arcabouço jurídico que antecedeu a atual conjuntura possibilitava situações como o da Incorporadora Encol. Nesse caso foram lesadas aproximadamente 42.000 famílias, na falência da incorporadora líder no mercado do Brasil.

Uma administração que possibilitou o desvio de 2,5 bilhões de reais que resultou na maior falência de uma empresa não bancária na América do Sul. Teve como um dos motivos iniciais a alavancagem necessária para o salto de 93 empreendimentos em 1992 para 210 empreendimentos no ano seguinte em um cenário de incertezas econômicas com a combinação de uma administração fraudulenta, levando a Incorporadora a falência e perdas financeiras para as famílias.

O fato de um ciclo de produção longo e regramento do setor com pouca transparência beneficiaram a fraude, além de avaliações e tomadas de decisões que podem não ter levado em consideração o custo econômico do capital na *performance* dos seus ativos.

A insegurança da aquisição de imóveis na planta após esse evento, fez com que os incorporadores buscassem uma maior credibilidade e elaborassem juntamente com as autoridades no assunto saídas para estruturar operações através

das Sociedade em Conta de Participação – SCP e Sociedade de Propósito Específico – SPE.

### **3.1.2 Sociedade em Conta de Participação – SCP**

Na SCP de acordo com a Lei n.º 10.406/2002, ocorre o encontro de pessoas físicas ou jurídicas para a produção de um bem ou serviço a serem comercializados, nesse caso o objeto social é exercido pelo sócio ostensivo, que nesse caso pode ser um incorporador ou construtor com *expertise* no negócio que se reúnem com poupadores interessados em participar do empreendimento. Sem as obrigações de exercer a atividade operacional ou ficarem solidários, os sócios (financiadores/investidores) participam apenas nos resultados e ocorrendo a interferência em qualquer relação com terceiros, por ferir a atribuição privativa do sócio ostensivo, poderá ocorrer a resposta solidária sobre os atos. A mesma sociedade deve ter sua contabilidade, apuração e registro através da inscrição de CNPJ na Receita Federal do Brasil, sem personificação e apartado do sócio ostensivo, de forma resumida essa é um modo de atrair investidores e financiar os projetos de empreendimentos com apuração do resultado, separado do sócio ostensivo.

### **3.1.3 Sociedade de Propósito Específico – SPE**

Na SPE de acordo com a Lei n.º 11.079/2004, teve como objetivo realizar a parceria entre os setores público e privado para contratos relativamente longos concedidos após licitações, sendo vedada a titularidade do setor público, com a exceção nos casos da aquisição por instituição financeira controlada pelo poder público. Já no mercado de Incorporação tem sido uma prática comum e a interveniente construtora realiza a parte que tange a operação da obra. Nesse caso a sociedade é personificada, o objetivo é uma contabilidade apartada com as movimentações financeiras separadas das demais empresas do grupo, passando maior transparência nas operações.

### 3.1.4 Patrimônio de Afetação - PA

O Patrimônio de Afetação segundo a lei n.º 10.931/2004, beneficia os empreendimentos que se enquadram no Regime Especial de Tributação - RET com alíquotas sobre o recebimento de 4% para Incorporações de modo geral com teto do faturamento sobre o Lucro Presumido e 1% para os empreendimentos com interesse social, com público alvo de até três salários mínimos.

Basicamente a contabilidade dos empreendimentos nesse regime jurídico fica apartada das demais operações do grupo empresarial, a teoria é que os recursos que forem arrecadados sejam apenas aplicados para a efetiva construção do empreendimento e em caso de falência não entra como ativo para pagamento de dívidas. A lei também descreve algumas obrigações:

Art. 31-B. Considera-se constituído o patrimônio de afetação mediante averbação, a qualquer tempo, no Registro de Imóveis, de termo firmado pelo incorporador e, quando for o caso, também pelos titulares de direitos reais de aquisição sobre o terreno.

Parágrafo único. A averbação não será obstada pela existência de ônus reais que tenham sido constituídos sobre o imóvel objeto da incorporação para garantia do pagamento do preço de sua aquisição ou do cumprimento de obrigação de construir o empreendimento.

Art. 31-C. A Comissão de Representantes e a instituição financiadora da construção poderão nomear, às suas expensas, pessoa física ou jurídica para fiscalizar e acompanhar o patrimônio de afetação.

§ 1º A nomeação a que se refere o caput não transfere para o nomeante qualquer responsabilidade pela qualidade da obra, pelo prazo de entrega do imóvel ou por qualquer outra obrigação decorrente da responsabilidade do incorporador ou do construtor, seja legal ou a oriunda dos contratos de alienação das unidades imobiliárias, de construção e de outros contratos eventualmente vinculados à incorporação.

§ 2º A pessoa que, em decorrência do exercício da fiscalização de que trata o caput deste artigo, obtiver acesso às informações comerciais, tributárias e de qualquer outra natureza referentes ao patrimônio afetado responderá pela falta de zelo, dedicação e sigilo destas informações.

§ 3º A pessoa nomeada pela instituição financiadora deverá fornecer cópia de seu relatório ou parecer à Comissão de Representantes, a requerimento desta, não constituindo esse fornecimento quebra de sigilo de que trata o § 2º deste artigo.

Art. 31-D. Incumbe ao incorporador:

I - promover todos os atos necessários à boa administração e à preservação do patrimônio de afetação, inclusive mediante adoção de medidas judiciais;

II - manter apartados os bens e direitos objeto de cada incorporação;

III - diligenciar a captação dos recursos necessários à incorporação e aplicá-los na forma prevista nesta Lei, cuidando de preservar os recursos necessários à conclusão da obra;

IV - entregar à Comissão de Representantes, no mínimo a cada três meses, demonstrativo do estado da obra e de sua correspondência com o prazo pactuado ou com os recursos financeiros que integrem o patrimônio de afetação recebidos no período, firmados por profissionais habilitados, ressalvadas eventuais modificações sugeridas pelo incorporador e aprovadas pela Comissão de Representantes;

- V - manter e movimentar os recursos financeiros do patrimônio de afetação em conta de depósito aberta especificamente para tal fim;
- VI - entregar à Comissão de Representantes balancetes coincidentes com o trimestre civil, relativos a cada patrimônio de afetação;
- VII - assegurar à pessoa nomeada nos termos do art. 31-C o livre acesso à obra, bem como aos livros, contratos, movimentação da conta de depósito exclusiva referida no inciso V deste artigo e quaisquer outros documentos relativos ao patrimônio de afetação; e
- VIII - manter escrituração contábil completa, ainda que esteja desobrigado pela legislação tributária.

A questão principal é que as leis exigem uma série de escriturações contábeis para atendimento fiscais e os recursos do empreendimento não irão compor o fundo de falência da incorporadora.

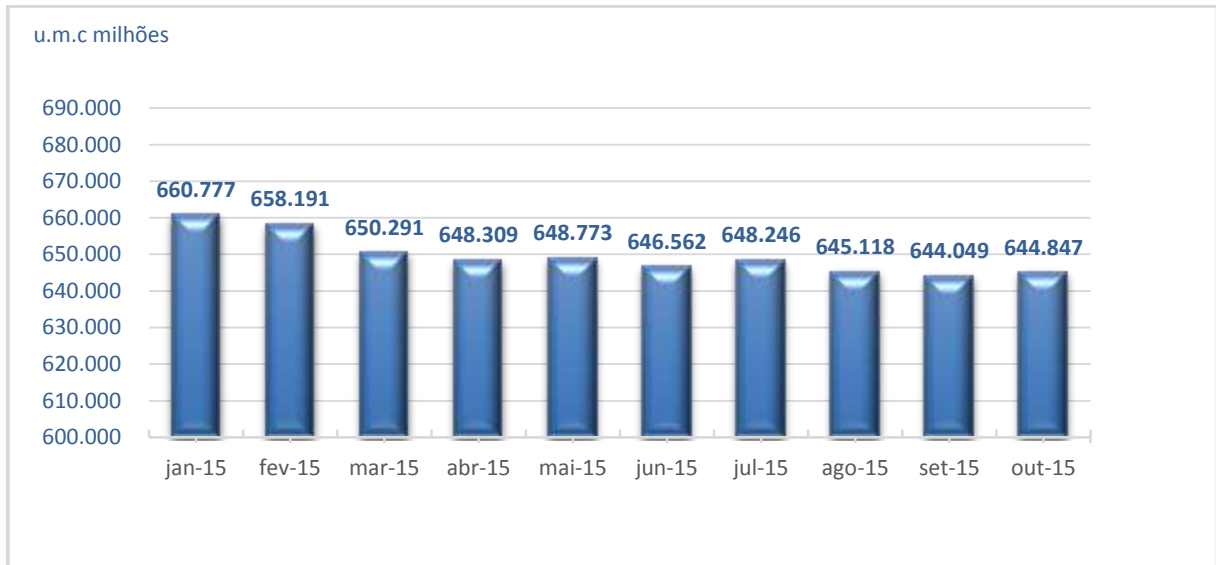
### **3.1.5 Principais Fontes de Financiamento do segmento**

Na década de 60 o Governo instituiu a Lei n.º 4.381/1964 criando o Banco Nacional da Habitação - BNH para facilitar a aquisição da casa própria, objetivando o mutuário como consumidor final, se não for esse o caso ou houver inadimplência, o contrato será rescindido.

Em 1967 foi criado o Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS objetivando o pagamento de resíduos de mutuários que tinha reajustes contratuais anuais das prestações e trimestrais de saldo devedor. Com os descasamentos de saldo devedor dos contratos foi criado em 1969, o Coeficiente de Equiparação Salarial que não foi suficiente para cobrir a alta da inflação nas décadas dos períodos subsequentes nos contratos. De forma resumida os contratos geravam atualizações inferiores a inflação e o governo gerava subsídios para os mutuários gerando uma dívida estimada de R\$ 60 bilhões.

A linha de crédito possuía “*Funding*” através da caderneta de poupança e Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS, e em 1988 a Caixa Econômica Federal incorporou a função extinguindo o BNH. Atualmente há a possibilidade de outras operações estruturadas como: Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI’s e Letras de Crédito Imobiliário – LCI’s.

No atual momento com a elevação da taxa de juros (SELIC) os saques na caderneta de poupança estão muito acima das séries históricas.

**Gráfico 9 - Caderneta de poupança (total) - Saldos - u.m.c. (milhões)**

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

O nível de poupança para o setor de Incorporação e Construção Civil é essencial para o financiamento da produção e posterior consumo.

Com uma política de combate à inflação através de instrumentos monetários como elevação da taxa SELIC, ocorre uma movimentação natural dos recursos direcionados da poupança para outras aplicações com rentabilidade superior, por exemplo títulos da dívida pública.

**Tabela 5 - Captação Líquida Poupança Mês de Agosto**

Mês de Agosto	Poupança SBPE Captação líquida u.m.c. (mil)
Semana 1	1.989.920
Semana 2	(4.708.898)
Semana 3	(4.056.427)
Semana 4	(1.289.253)
Semana 5	832.899
<b>Total</b>	<b>(7.231.759)</b>

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN (2015)

Atualmente 65,00% dos recursos aplicados na Caderneta de poupança devem ser aplicados em recursos para financiamento à habitação, com limitação da taxa de juros de 12,00% ao ano atualizados pela Taxa Referencial – TR devido a

diminuição do saldo, estuda-se a liberação dos depósitos compulsórios para atender a atual demanda.

No dia 18 de agosto foi votada a aprovação da correção do FGTS, para índice semelhante ao rendimento da caderneta de poupança de forma gradual durante quatro anos. No primeiro ano 4,00%, segundo ano 4,75% e terceiro ano 5,50% para os depósitos a partir de 2016 com destinação de 60,00% do lucro destinados Programa Minha Casa, Minha Vida – MCMV.

Nota-se um cenário restritivo de crédito elevando o custo de capital das empresas no segmento, que refletirá certamente no preço final de consumo e na diminuição do nível de produção. Há a necessidade do aumento da captação de outros instrumentos já empregados e a necessidade de criação de novas operações a serem estruturadas.

Numa comparação dos níveis de crédito, embora tenha ocorrido o crescimento no Brasil continuamos distantes em comparação aos países desenvolvidos como os Estados Unidos da América, Inglaterra e Alemanha que possuem uma relação de crédito superior a 100,00% do seu PIB com participação média de Crédito Imobiliário de 62,33%. No Brasil em 2014 o crédito estava em 58,00% do PIB e com o crédito imobiliário não atingindo duas casas percentuais.

### **3.1.6 Plano empresarial**

O segmento possui uma particularidade para financiar novos empreendimentos, as Instituições Financeiras com a carteira de poupança devem direcionar partes dos recursos para financiamento à habitação através do Sistema Financeiro de Habitação – SFH. São direcionados recursos para financiar a produção com cobertura de até 80,00% do custo de obra após o seguinte processo:

- a) cadastro do empreendimento;
- b) análise de crédito, jurídica e posterior aprovação;
- c) estudo do empreendimento e operação;
- d) análise de viabilidade do empreendimento;
- e) elaboração do contrato para registo geral de imóveis com alienação das unidades a serem construídas, incluído o terreno e benfeitorias;



- f) liberação de recursos após cláusulas restritivas de execuções mínima de obra e comercialização atendidas conforme proporção executada de serviços.

A carteira de Plano Empresário torna-se interessante para as instituições financeiras, pois serão a primeira oferta de crédito imobiliário aos clientes do empreendimento financiado.

Basicamente as vantagens são os financiamentos na fração do terreno, numa fase anterior ao habite-se e seu registro na incorporação, podendo o cliente tomar o financiamento antes mesmo da conclusão da obra.

No Plano Empresário as instituições financeiras exigem o Seguro de Risco de Engenharia para resguardo na execução dos empreendimentos, para cobrir eventos como erro de execução nos projetos, roubos, furtos e eventos de força maior.

Outro seguro exigido é o seguro de término de obra, que visa garantir a entrega das unidades aos adquirentes conforme o prazo pactuado na promessa de compra e venda.

No contexto do Plano Empresário as instituições financeiras são corresponsáveis na execução e entrega das unidades do empreendimento. Dentre as garantias exigidas estão:

- a) hipoteca do terreno e benfeitorias adjacentes;
- b) fianças dos sócios e respectivos cônjuges;
- c) cessão fiduciária dos recebíveis;
- d) seguros de construção e término de obra.

Demais exigências podem surgir conforme comitê de crédito para aprovação do financiamento.

O Plano empresário é uma linha de crédito estratégica para a captação de novos clientes e sua fidelização, afinal no Brasil há o sonho da casa própria enraizado nas famílias, esse é o bem mais valioso e a relação com a instituição que financiar essa realização terá a possibilidade de negociar sua cesta de produtos e serviços.

Nesse produto o retorno para a instituição financeira não está em financiar o Incorporador, construtor ou até mesmo a aquisição do imóvel, mas sim iniciar uma relação com o consumidor final.

## 4 UM BREVE HISTÓRICO DA CONTABILIDADE

A origem da contabilidade segundo Santos e Schmidt (2006) inicia-se baseada na arqueologia do período mesolítico na pré-história antes mesmo do advento da escrita. A mensuração dos instrumentos de caça e rebanhos era feita em fichas de barro, “colocando-a como a propulsora da criação da escrita e da contagem abstrata” (SANTOS; SCHMIDT, 2006, p. 11). Com o desenvolvimento da humanidade principalmente nas áreas mais férteis (Mesopotâmia e Pérsia) as transferências de bens e direitos, mesmo por via de escambo, surge a necessidade das escriturações da localização das mercadorias, seus proprietários e as dívidas surgidas pelas transações a novos detentores das mercadorias.

Os autores salientam que as situações deveriam ser identificadas e registradas pelos homens pré-históricos originando a contabilidade. A arqueologia “mesmo não tendo a intenção original de buscarem essa resposta, acabaram tropeçando na origem da contabilidade” (2006, p. 12). As descobertas das escavações de Uruk (cidade da Mesopotâmia) centro da civilização sumeriana evidenciou que a escrita surgiu pela necessidade de controles nas fichas de barro em 8.000 a.C.

A obra descreve o sistema de tábuas criadas após as fichas de barro:

As tábuas de Uruk eram utilizadas para a contabilização de pão e cerveja. Esses registros demonstraram fortes evidências no controle físico dos bens, visto que ainda não existia o conceito de valor e moeda. Outra manifestação de uso dos primeiros sistemas contábeis foram as tábuas da cidade de Ur, em escrita cuneiforme, onde eram realizados inventários de materiais e registros do trabalho escravo (SANTOS; SCHMIDT, 2006, p. 19).

Fica evidenciado que com a evolução do desenvolvimento humano e o surgimento da escrita pelos fenícios (1.100 a.C) e posterior criação da moeda para mensuração do valor “o sistema de contas ficou completo, sendo possível determinar as contas contábeis representantes do patrimônio e seus respectivos valores” (SANTOS; SCHMIDT, 2006, p. 20) marcando o início da contabilidade moderna segundo os autores *apud* Melis.

Os autores na obra História da contabilidade salientam que a origem das partidas dobradas na escrituração contábil, data-se entre os séculos XII e XIII no

norte da Itália e descrevem que uma das primeiras evidências por volta de 1340 na cidade de Gênova.

Esse primeiro sistema de partidas dobradas foi desenvolvido por um funcionário por um funcionário público responsável por um ano pela tesouraria da cidade de Gênova. No final deste período, ele possuía todo controle do caixa e de outros itens para prestar contas à comunidade. Esse ciclo contábil de um ano, com a elaboração do balanço das contas apresentadas por esse funcionário público, criou uma necessidade fundamental de responsabilidade e controle sobre os negócios públicos. Os procedimentos de controle contábil das contas da tesouraria e a determinação de um ciclo contábil determinados por esse funcionário ajudaram a expandir os métodos contábeis nessa cidade (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 15).

Fica evidenciado desde o início a função da contabilidade “com o processo de escrituração e com as técnicas de registro através dos sistemas de contas” (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 18).

Com a publicação da obra de Pacioli (*La Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalità*) em 1494 segundo Santos e Schmidt (2008) ocorre a disseminação da consolidação do sistema contábil de partidas dobradas em todo o mundo, fornecendo resumos capazes de ordenar a posição corrente das empresas. O método anterior era apenas capaz de apresentar de forma fragmentada e desvinculada de uma visão sistêmica registrando valores.

Segundo Santos e Schmidt na página 11 (2008):

[...] o pensamento contábil é aquele que reflete as ideias, as opiniões, as reflexões dos contabilistas em determinada época em relação a um conjunto de fenômenos históricos vividos pela Contabilidade em relação ao seu objetivo. O objetivo principal da Contabilidade é o de fornecer informações úteis para os seus usuários. [...] Finalmente, cabe salientar que as escolas de pensamento contábil são formadas a partir de um conjunto de pensamentos simultâneos nas mentes dos contabilistas.

Há na contabilidade a escola patrimonialista, que possui como centro de seus estudos o patrimônio e suas variações “a contabilidade não é somente uma disciplina que tem por objetivo a revelação patrimonial, mas uma ciência com leis e princípios próprios, que estuda e interpreta os fenômenos patrimoniais” (SANTOS; SCHMIDT, 2006, p. 145) dividindo a ênfase de seus estudos nas contas de ativo, passivo e diferenciais.

#### 4.1 UM BREVE HISTÓRICO DA CONTABILIDADE NO BRASIL

José Luiz Santos e Paulo Schmidt descrevem: “Embora não exista uma escola de pensamento contábil genuinamente brasileira, é possível destacar várias colaborações” (2008, p. 139).

A obra destaca dois períodos de desenvolvimento, um anterior a 1964 e outro posterior. No primeiro momento da era colonial com uma economia baseada na extração havia a tributação do quinto sobre o ouro. Segundo os autores umas das primeiras manifestações contábeis ocorreu em 1808 na instalação do governo provisório sobre o reinado de D. João VI, obrigando os contadores gerais da Real Fazenda a aplicarem o método das partidas dobradas na escrituração mercantil.

Fica evidenciado a interferência da legislação que acompanha a contabilidade até os dias atuais. Talvez pela inexistência de uma escola de pensamento, o Governo tenha iniciado o ciclo.

Um das primeiras grandes manifestações da legislação, como elemento influxionador do desenvolvimento contábil brasileiro, foi o código comercial de 1850. Esse código instituiu a obrigatoriedade da escrituração contábil e da elaboração anual da demonstração do balanço geral composto dos bens, direitos e Obrigações das empresas comerciais. O Código Comercial brasileiro não normatizou os procedimentos contábeis, apenas determinou que as empresas deveriam seguir uma ordem uniforme de Contabilidade e escrituração e ter os livros necessários para esse fim (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 140).

No mesmo período segundo os autores em 1839 foi instituída a primeira cátedra de Contabilidade na Itália, na cidade de Pavia. “Em 1840, Vila havia publicado uma obra demarcatória para evolução da contabilidade” (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 140). Posteriormente Cerboni impulsionou a instituição do personalismo. Não houve normativa no Brasil, os profissionais do segmento puderam experimentar as mais diversas correntes de pensamento.

Em 1856 com a criação do Instituto Comercial do Rio de Janeiro criou-se um embrião para formação de profissionais e a partir de 1863 passou a oferecer a disciplina de Escrituração Mercantil, no contexto meramente escritural Veridiano de Carvalho publicou a obra Manual Mercantil (1880), assim foi impulsionada a evolução da contabilidade no Brasil.

Após a proclamação da república, o Grêmio dos Guarda Livros de São Paulo criou um curso regular para oficializar a profissão e fomentar o mercado que estava

em desenvolvimento, abrindo novos mercados através da concepção desse movimento surgiu a Escola Prática de Comércio (1902). Em 1905 o Decreto Federal n.º 1.339 reconhecendo os diplomados e os cursos de Guarda Livros e Perito Contador. Em 1907 a instituição passou a denominar-se Escola de Comércio Álvares Penteado, um de seus fundadores.

Outros eventos foram importantes, em 1931 o decreto n.º 20.158 que regulamenta a profissão de Contador e em 1945 foram criadas as faculdades de Ciências Contábeis.

Nesse contexto entre 1900 e 1920 foi implantado o Imposto de Renda no Brasil. “A base de cálculo inicial era o chamado lucro real apurado pela Contabilidade das empresas, que coincidia com o lucro contábil” (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 142).

Com a publicação do Decreto Lei n.º 2.627 em 1940 estabelece procedimentos para avaliações de ativos, passivos e apurações de lucro determinando os padrões de publicações do balanço e dos lucros e perdas. Nesse mesmo ano o Decreto Lei n.º 2.416 estabelece os mesmos parâmetros para Estados, Municípios e Entidades públicas. O ano de 1946 representam dois eventos importantes: Fundação da Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas da – FEA da Universidade de São Paulo – USP com a instituição do curso de Ciências Contábeis e Autorais; criação dos Conselhos Federal e Regionais de contabilidade através do decreto Lei n.º 9.295.

Nesse primeiro momento notamos a intervenção da legislação e a influência italiana. A contabilidade brasileira é reconhecida pelo tratamento contábil em períodos de alta inflação, o tratamento dava-se através do decreto Lei n.º 24.239/1947 por um conjunto de coeficientes fornecidos pelo Governo Federal com uma contrapartida no Patrimônio Líquido em uma reserva especial. Já a correção monetária de ativos “fixos” foi introduzida através da Lei n.º 3.470/1958 utilizando um índice bianual.

Na época a natureza das empresas era familiar, gerando um perfil de empresas com a estrutura de capital com a alavancagem mínima pela origem dos recursos serem familiares, ou seja, capital próprio. No contexto da economia os investimentos dos agentes econômicos destinavam-se a bens imóveis. O cenário de 1964 com o Governo do Marechal Castello Branco após o golpe militar através da criação da Lei n.º 4.537/1960 instituiu a correção monetária através das Obrigações

Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN, gerando um título público para captação de recursos criando a possibilidade de investimento em ativos (Títulos Públicos Federais) de forma tangível, assegurado pelo Governo Federal. A Lei 4.595/1964 reformulou o sistema financeiro nacional criando o Conselho Monetário Nacional – CMN e BACEN.

Em 1965 através da Lei n.º 4.728 cria-se a primeira legislação do Mercado de Capitais criando a figura do Auditor Independente, tendo sua regulamentação em 1972 através da Resolução do Banco Central - BACEN n.º 220, onde em mais uma oportunidade o governo participou do desenvolvimento das práticas contábeis. No novo arcabouço estruturado a partir do modelo norte-americano, os agentes geradores de poupança poderiam investir onde sua preferência por risco permitia, houve a profissionalização de diversos segmentos e criação de bancos de investimentos para o fomento do setor produtivo.

No ano de 1967 foi criado o fundo de investimento 157 baseado no incentivo fiscal onde os agentes econômicos, com dedução de imposto de renda de 2% a 4% em ações de companhias de capital aberto. O ciclo encerrou-se em 1982 e há a estimativa que 3,5 milhões de pessoas ainda não resgataram seus investimentos.

Baseado no benefício fiscal houve uma demanda superior a estimativa inicial, o movimento foi chamado de “Boom de 1971”, a consequência para atender a demanda foi a oferta de ações de companhias sem a estrutura mínima da chamada atualmente de “Governança Corporativa” gerando a criação da Lei n.º 6.404/1976.

José Luiz dos Santos e Paulo Schmidt (2008) destacam na segunda etapa com início em 1964 a influência do professor José da Costa Boucinhas, pela introdução de um novo método de ensino que foi alterando as influências até então italianas pela contabilidade norte americana, no núcleo de estudo da USP, onde foi publicado a *Contabilidade Introdutória* em 1971 e posteriormente sua adoção nos cursos influenciando a formação dos profissionais.

Entre 1964 e 1976 no Brasil desenvolveu-se a escola de correção monetária, que desenvolveu um complexo sistema de indexação objetivando minimizar as distorções causadas pela inflação. A Lei n.º 4.357/1964 expedida pelo Governo Federal torna obrigatória a correção dos ativos e capital das pessoas jurídicas, neste ponto há a convergência da contabilidade com a arrecadação da fazenda federal.

O ano de 1966 também ficou marcado por uma das maiores contribuições nacionais à chamada escola de correção monetária. Foi nesse ano que o Prof. Sérgio de Ludícius defendeu a sua tese de doutoramento no Departamento de contabilidade e Atuária da FEA - USP, intitulada Contribuição à teoria dos ajustamentos contábeis. Esse trabalho foi uma das primeiras grandes contribuições da Contabilidade nacional à comunidade contábil mundial (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 142).

Nessa obra o objetivo era ajustar os registros operacionais com os fatores exógenos (cenário econômico inflacionário) à empresa, fornecendo informações flexíveis e objetivas para a tomada de decisões de todos os interessados no processo arreigando a cultura norte americana.

Já em 1968 o Decreto Lei n.º 401 autorizava a reavaliação de terrenos e construções, desde que o crédito fosse transferido para o capital da empresa dentre outras determinações (BRASIL, 1968).

No ano de 1972 a circular n.º 179 tratou dos princípios e normas da contabilidade “normalmente aceitos”, que passou a normatizar a contabilidade das empresas de capital aberto e atividade do auditor independente. Nessa ocasião o Conselho Federal de Contabilidade - CFC publicou o CFC n.º 321/72 modificando as normas e procedimentos de auditoria criadas pelo Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IAIB com a atual denominação de Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON.

Em 15 de dezembro de 1976 é sancionada a lei n.º 6.404, descrita como a nova lei das sociedades por ações que buscavam minimizar o risco dos poupadores para a aplicação nas empresas, flexibilizando as tomadas de decisões, porém com transparência. Conforme Ludícius (*Apud* SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 151) no seu entendimento os benefícios foram:

- Clara separação entre Contabilidade comercial (Contabilidade “contábil”) e Contabilidade para fins fiscais;
- Aperfeiçoamento da classificação das contas no balanço;
- Introdução da reavaliação a valor de mercado;
- Introdução do método de equivalência patrimonial na avaliação de investimentos;
- Criação da reserva de lucros a realizar; e
- Aperfeiçoamento do mecanismo de correção monetária.

Na tendência observada pelo exemplo norte americano, o Governo Federal em dezembro de 1976 sancionou a Lei n.º 6.385 que criava a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para disciplinar e fiscalizar o mercado. No mesmo ano o Prof.



Stephen Charles Kanitz apresenta a tese na FEA - USP *Indicadores Contábeis e Financeiros de previsão de insolvência: a experiência da pequena e média empresa brasileira*. Essa publicação prega que com alguns índices é possível prever a falência das empresas.

Em 1979 o professor Eliseu Martins apresentou a sua tese na FEA - USP *Aspectos do lucro e da alavancagem financeira no Brasil*, destacando que em contextos inflacionários é preciso analisar o impacto da inflação sobre as demonstrações contábeis.

Em 1981 o Conselho Federal de Contabilidade emitiu a resolução n.º 529 disciplinando as Normas de Contabilidade Brasileira (NBC) substituída Resolução CFC n.º 751/1993. Destaca-se entre as NBC NBC-T-1, substituída pela CFC n.º 530/1981 e posteriormente Resolução CFC n.º 750/1993 definindo os princípios da contabilidade fixando os padrões de comparação e credibilidade.

Santos e Schmidt (2008) descrevem que com a resolução do Conselho Federal de Contabilidade n.º 529/1981 os princípios classificaram-se como “fundamentais”, revogando a classificação anterior de “geralmente aceitos” e a não observância passou a ser caracterizada como infração ao decreto Lei n.º 9.295/1946 e ao código de ética profissional.

Aos Princípios Fundamentais de Contabilidade determinados pela CFC foram os seguintes: da entidade, da qualificação e quantificação dos bens patrimoniais, da expressão monetária, da competência, da oportunidade, da formação dos documentos contábeis, da terminologia contábil, da equidade, da continuidade, da periodicidade, da prudência, da uniformidade, da infração, dos atos e fatos aleatórios, da correção monetária e da integração (SANTOS; SCHMIDT, 2008, p. 153).

Os autores destacam que os princípios evidenciam a evolução da contabilidade brasileira com os legisladores, atualmente a resolução vigente é a CFC n.º 750/1993 alterada pela resolução CFC n.º 1.282/2010 extinguindo o princípio da atualização monetária, os princípios são:

- a) entidade;
- b) continuidade;
- c) oportunidade;
- d) prudência;
- e) registro pelo valor original;
- f) Competência.

A correção monetária tinha objetivo de minimizar as distorções inflacionárias dos demonstrativos financeiros. Devido as elevadas taxas de inflação umas das soluções foi a obrigatoriedade das publicações em moeda constante (moeda forte) para as companhias abertas, através da instrução da CVM n.º 64/1987 estabelecendo os critérios para conversão.

A década de 80 propiciou o surgimento do Professor José Carlos Marion que através da FEA - USP desenvolveu estudos de contribuição para a sociedade contábil brasileira, considerado uma liderança importante para o cenário nacional da contabilidade na atualidade.

Conforme descrito anteriormente, a Lei n.º 9.249/1995 vedou a atualização monetária tendo como causa o controle da inflação, adquirido através do plano Real. A partir desse ponto a escola brasileira que tinha uma representatividade em termos de contribuição, teve a sua causa principal (inflação) suprimida pelo plano econômico vigente no Brasil. Porém os profissionais de determinados segmentos continuam a utilizar o conhecimento e critérios do pensamento contábil brasileiro.

#### **4.1.1 O cenário atual da Contabilidade no Brasil**

O capital no cenário econômico mundial não possui mais pátria. Os administradores de capital desde a chamada globalização do mercado, na qual inicialmente seriam extintas as fronteiras com a integração dos processos produtivos entre as empresas, onde um fornecedor de insumo pode encontrar-se em outro país ou continente, apropriado da vantagem comparativa. Hoje os investidores diversificam o portfólio de seus investimentos, ou capital, em diferentes países e instituições para minimizando seu risco.

O destino do capital que proporcionará emprego, renda e desenvolvimento, busca a origem dos projetos em países com fundamentos macroeconômicos sustentáveis e empresas que possuam credibilidade, que numa primeira análise inicia-se com as Demonstrações Contábeis.

No ano de 2005 a CVM emitiu a deliberação n.º 488 descreve:

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 28 de setembro de 2005, com fundamento no § 3º do art. 177 da Lei No 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinado com os incisos II e IV do § 1º do art. 22 da Lei No 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e considerando a importância e a necessidade de que as práticas contábeis brasileiras sejam convergentes com as práticas contábeis internacionais, seja em função do aumento da transparência e da segurança nas nossas informações contábeis, seja por possibilitar, a um custo mais baixo, o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas (p. 1).

A norma visava estruturar e passar um conceito de uniformidade das Demonstrações Contábeis, possibilitando as comparações entre as companhias alterando as estruturas de balanços e incorporando a demonstração de fluxo de caixa conforme IBRACON NPC n.º 27.

Posteriormente em 2007 a CVM emitiu a instrução n.º 457 tratando sobre a aderência das Demonstrações Financeiras consolidadas conforme o *International Accounting Standards Board – IASB*. A convergência destina-se a transparência que tem como objetivo possibilitar o capital a um custo menor, otimizando o processo produtivo através da captação de recursos. O atendimento tinha como obrigatório o prazo do ano 2010.

Após a publicação da Lei das Sociedades por Ações, que foi aprimorada através da Lei 11.638/2007 trazendo alterações como: criação do subgrupo intangível, eliminação da conta lucro/prejuízo acumulado, criação da conta prejuízo acumulado, criação da conta ajuste de avaliação patrimonial, fim da reserva de reavaliação e Demonstrativo de Fluxo de Caixa – DCF.

A Lei n.º 11.638/2007 remodelou o ordenamento contábil, que até então era um instrumento dos legisladores para atendimento fiscal, a partir desse momento o objetivo é a transparência dos negócios.

O ponto de partida das alterações, no âmbito contábil em geral, ocorreu por meio do advento da Lei n.º 11.638, de 28 de Dezembro de 2007, que teve, dentre outras abordagens, o que se pode denominar como a introdução dos conceitos do *Internacional Financial Reporting standart (IFRS)* no contexto da contabilidade brasileira. Em face da adoção dos padrões internacionais por parte do Brasil, os órgãos normativos da contabilidade brasileira têm emitido pareceres, resoluções e outras comunicações oficiais, figurando dentre tais, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, que tem a seu encargo orientar e regulamentar os procedimentos apropriados à cada atividade contábil aplicável aos diversos segmentos econômicos (SCHERRER, 2012, p. 96).

A questão central é a constante evolução das relações de mercado e um congresso que não atende a velocidade para mobilização e aprovação das alterações das leis que deveriam reger as escriturações contábeis. Com o novo formato as instituições infra legais como CFC, IBRACON e Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, podem propor alterações das normas contábeis e as autoridades instituídas com Banco Central do Brasil – BACEN, Secretaria da Receita Federal – SRF, Superintendência de Seguros Privados – SUSEPE e CVM, podem endossar as alterações criando a flexibilização para acompanhar as regras de negócios vigentes, com uma resposta mais eficaz aos instrumentos contábeis.

Na edição de 2013 *Análises sobre o IFRS no Brasil*, Sergio Ricardo Romani descreve na página dois sob o título de Claros avanços:

A adoção das normas *IFRS (International Financial Reporting Standards)* no Brasil fez com que as empresas passassem a ter uma nova visão contábil. [...] Com o estudo[...] pudemos observar que houve uma melhora gradual na qualidade das informações divulgadas no último ano [...] Observamos também que os participantes do mercado estão buscando consenso em relação ao modo de aplicar algumas normas, mostrando que existe um longo caminho a ser percorrido até que se tenha total comparabilidade das informações contábeis (p. 2).

Fica evidenciado a evolução das demonstrações contábeis em matéria de padronização, no entanto a comparabilidade terá um longo percurso para análise, sem as devidas correções e considerações dos analistas.

## 4.2 CONTABILIDADE IMOBILIÁRIA

Dentre os segmentos da economia brasileira, a contabilidade imobiliária sofreu um forte impacto para aderências as normas da *IFRS 14*.

A contabilidade sempre foi muito influenciada pelos limites e critérios fiscais, particularmente os da legislação de Imposto de Renda. Esse fato, ao mesmo tempo trouxe à contabilidade algumas contribuições importantes e de bons efeitos, limitou a evolução dos Princípios Fundamentais de Contabilidade ou, ao menos, dificultou a adoção prática de princípios contábeis adequados, já que a contabilidade era feita pela maioria das empresas com base nos preceitos e formas de legislação fiscal, os quais nem sempre se baseavam em critérios contábeis corretos (MARTINS *et al*, 2010, p. 1).

Com o atendimento das normas internacionais houve significativas alterações, conforme descrito por Eliseu Martins *et al*, em particular a contabilidade da Incorporação e Construção Civil não demonstravam historicamente a real situação em suas demonstrações contábeis.

Como descrito anteriormente os bens produzidos pela Incorporação e Construção Civil possuem ciclo de produção e consumo final superiores a um exercício social, com descasamentos de receitas, custos e despesas.

A mensuração de resultado era complexa, pois as vendas dos bens em produção são através das promessas de compra e venda de bens futuros. A prática anterior ao *IFRS*, atribuía o lucro apenas com relação as receitas efetivamente recebidas, tinha o preceito de normalmente reconhecer a receita com custo correspondente, mesmo que como expectativa. A contabilidade por essência deveria permitir uma avaliação econômica e financeira sólida, e com inferências futuras através das Demonstrações Contábeis.

No Brasil os princípios da Contabilidade de acordo com o artigo 3º da resolução n.º 750/1993, elencam-se os princípios fundamentais: o da entidade; o da continuidade; o da oportunidade; o do registro pelo valor original; o da competência; e o da prudência, destacado na obra de Gomes *et al* (2004).

A contabilidade é uma ciência social factual que tem por objeto o estudo das variações, qualitativas e quantitativas, ocorridas no patrimônio das entidades. Assim a função da contabilidade é captar, registrar, acumular e interpretar (analisar) os fenômenos contábeis originados da gestão patrimonial de pessoas físicas ou jurídicas (GOMES *et al*, 2004, p. 27).

As demonstrações contábeis devem espelhar a situação econômica e financeira da instituição, um ponto crítico segundo Ferreira e Theóphilo (2007) seria o momento adequado de reconhecer o lucro, que segundo a Teoria da Contabilidade, Princípios Contábeis e Legislação Societária, ocorrem à medida que o ativo é gerado, e na Legislação Tributária é no momento em que a receita é recebida. Tendo como base o Patrimônio de Afetação enquadrado no Regime Especial de Tributação - RET, na qual incide sobre o recebimento dos clientes pelo Lucro Presumido.

**Quadro 2 - Reconhecimento do Lucro**

Ponto de Divergência	Teoria da Contabilidade	Princípios Contábeis	Legislação Societária	Legislação Tributária (IN-SRF 84/79)
<b>Reconhecimento do Lucro</b>	À medida que o ativo é gerado	À medida que o ativo é gerado	À medida que o ativo é gerado	No momento em que a receita é recebida (reconhecimento dos custos proporcionais)

Fonte: Ferreira e Theóphilo (2007).

A verdade é que o segmento em questão sempre conflitou com as normas fiscais brasileiras, devido sua complexidade do ciclo produtivo. A Instrução Normativa SRF 84/1979 que até então regia o reconhecimento do resultado pelo regime de caixa ou competência, reconheciam pelo recebimento efetivo, com a contrapartida proporcional executada efetivamente dos seus custos unitários. A grande distorção viria pela apropriação do custo efetivamente realizado da unidade vendida à vista. Nesse caso se um empreendimento fosse totalmente vendido à vista e a execução de obra fosse pequena, o valor do recebimento seria praticamente o lucro.

Por força da natureza da atividade subjacente aos contratos de construção, as datas de início e término do contrato caem, geralmente, em períodos contábeis diferentes. Por isso, o assunto primordial referente à contabilização dos contratos de construção é o reconhecimento da receita e da despesa correspondente, ao longo dos períodos de execução da obra (CPC n.º 17, 2012, p. 27).

Com a Resolução n.º 963/2003 o Conselho Federal de Contabilidade estabeleceu os parâmetros para a escrituração contábil da atividade imobiliária de acordo com a proporção dos custos incorridos até a execução final do produto, aprovando a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica – NBC-T 10.5 - Entidades Imobiliárias, sendo substituída através da Resolução n.º 1.266/2009.

A Resolução n.º 1.266/2009 que aprovou a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica - NBC T 19.21 estava em consonância com a aprovação do CPC n.º 17 que teve a sua introdução através da Resolução 963/2003 que introduziu o método da porcentagem concluída.

Edmilson Patrocínio de Sousa (2015) evidencia que as empresas de construção são entidades específicas no fornecimento de prestação de serviços com foco nos contratos de construção que conforme o CPC n.º 17 está descrito:

Contrato de construção é um contrato especificamente negociado para a construção de um ativo ou de uma combinação de ativos que estejam diretamente interrelacionados ou interdependentes em função da sua concepção, tecnologia e função ou do seu propósito ou uso final (2012, p. 2).

Esse entendimento está correlacionado às Normas Internacionais de Contabilidade - IAS 11 (IASB – BV 2012), o contrato de construção contém todos os parâmetros necessários para operacionalidade do empreendimento a qual está diretamente relacionado. Os contratos nas práticas de mercado são: preço fixo (*fixed price*), custos mais margem (*cost plus*) ou a mescla de ambos.

O mesmo Pronunciamento no item 22 descreve:

Reconhecimento das receitas e das despesas do contrato  
22. Quando a conclusão de um contrato de construção puder ser estimada com confiabilidade, as receitas e os custos associados ao contrato de construção devem ser reconhecidos como receitas e despesas, respectivamente, tomando como referência o estágio de execução (*stage of completion*) da atividade contratual ao término do período de reporte. A perda esperada com o contrato de construção deve ser reconhecida imediatamente como despesa, de acordo com o item 36 (2012, p. 6).

Sousa (2005) destaca os dois métodos contábeis: regime de caixa (*cash basis*) e regime de competência (*accrual basis*).

As preferências das empresas de pequeno porte são pelo regime de caixa (*cash basis*), pela simplicidade da escrituração e pela autorização da legislação tributária que calcula a tributação através do lucro presumido, ainda salienta que tal cálculo é deficiente, pois como descrito anteriormente não há confrontação de receitas e despesas. Segundo o autor, o regime de caixa distorce as informações contábeis não demonstrando o “resultado econômico ao longo de diferentes exercícios sociais” distorcendo o resultado apurado e suas contas de destino (Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido).

O autor evidencia que no regime de competência (*accrual basis*), as receitas são reconhecidas quando ganhas (podendo ser sem o efetivo recebimento) e as despesas são reconhecidas perante o consumo do insumo (podendo ser sem o efetivo pagamento). O resultado (SOUSA, 2005) são as demonstrações contábeis com maior precisão quanto ao “resultado econômico ao longo de diferentes exercícios sociais”.

Conforme Resolução do Conselho Federal de Contabilidade n.º 1.282/2010:

Art. 9º O Princípio da Competência determina que os efeitos das transações e outros eventos sejam reconhecidos nos períodos a que se referem, independentemente do recebimento ou pagamento.

Parágrafo único. O Princípio da Competência pressupõe a simultaneidade da confrontação de receitas e de despesas correlatas.

Com a Lei n.º 11.638/2007 as empresas do setor passaram a reconhecer suas receitas, custos e despesas de acordo com o Método da Porcentagem Completada – POC (*Percentage of completion method*), somente são consideradas proporcionalmente de acordo com a evolução do orçamento destinado ao contrato da obra, o que de certa forma exige um controle refinado dos processos.

A questão principal do ajuste foi que em uma situação extrema onde uma incorporação fosse completamente vendida à vista na planta, o lucro seria reconhecido neste ato sem o reconhecimento do custo, pois o ciclo de obra não foi iniciado. Com a alteração da Lei, o resultado será reconhecido conforme execução do orçamento da obra.

Há vertentes que consideram a não consonância do fisco e legislação com a evolução da gestão empresarial como fatores que geravam distorções sobre os resultados dos empreendimentos imobiliários.

#### **4.2.1 O impacto das normas nas Empresas de Capital aberto**

No 12º Congresso da USP de Controladoria realizado em 26 e 27 julho de 2012, foi apresentado o estudo “ O Impacto da Lei 11.638/2007 no Resultado das empresas do Setor de Construção Civil Listadas na Bovespa”.

A contabilidade aplicada ao setor da construção civil no Brasil sempre teve problemas relacionados aos critérios utilizados para a contabilização das receitas e despesas, por muitas vezes não conseguirem expressar de forma fidedigna a situação financeira das empresas em suas demonstrações. Neste contexto, o presente trabalho verificou o impacto da Lei 11.638/2007 no resultado das empresas de construção civil listadas na Bovespa, uma vez que o procedimento de reconhecimento de receitas e despesas, antes efetuado pelo regime de caixa, passou a ser efetuado por meio do Percentual de Obra Completada – POC (CALAZANS; SOUZA, 2012, p. 1).

Os autores destacaram as principais alterações nas demonstrações contábeis, baseados no artigo “Impactos do Início da Harmonização Contábil



Internacional (Lei 11.638) Nos Resultados das Empresas Abertas” de autoria de Edilene Santana Santos e Laura Calixto (2010):

- a) Classificação do Ativo e do Passivo em Circulante e Não circulante;
- b) Extinção do grupo Ativo Permanente;
- c) Extinção do grupo de Ativo Diferido, ao longo de 2008;
- d) Fica proibida a reavaliação de ativos;
- e) Aplicação ao final do exercício do teste de recuperabilidade dos ativos;
- f) Registro no Passivo dos contratos de arrendamento mercantil em contrapartida no Ativo Imobilizado;
- g) Extinção do Resultado de Exercícios Futuros;
- h) Destinação dos Lucros Acumulados;
- i) Altera-se a sistemática de contabilização das doações e subvenções fiscais e os prêmios nas emissões de debêntures;
- j) Extinção das Receitas e Despesas Não Operacionais;
- k) A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) foi substituída pelo Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC);
- l) Elaboração da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), pelas Companhias Abertas;
- m) Criação do Regime Tributário de Transição (RTT);
- n) Apuração do Ajuste de Valor Presente do Ativo e Passivo.

Santos e Calixto salientaram que com as “amostras gradativamente reduzidas conforme a transparência e *compliance* com a nova norma. Foram verificados resultados pela nova norma em médias superiores aos apurados pela norma anterior, confirmando o conservadorismo contábil brasileiro” (2010, p. 1).

O estudo evidencia que houve na média um acréscimo sobre os resultados das empresas listadas no estudo, uma possível causa é que conforme mencionado anteriormente a contabilidade no Brasil tinha o claro objetivo de atender as demandas do Fisco e com a aderência a norma internacional de contabilidade, tem o objetivo de transparência da informação buscando demonstrar de forma clara a posição financeira e econômica das empresas.

O foco passa dos legisladores para um corpo técnico, para estudos e posteriores avaliações e aprovações das medidas que irão mensurar os desempenhos e resultados das empresas.

No congresso Calazans e Souza apresentaram o impacto sobre o segmento de construção civil, o estudo faz o comparativo entre os resultados que eram utilizados com base no regime de caixa e com posteriores ajustes conforme as normas internacionais com variações entre 5,83% e 448,37%, conforme tabela abaixo:

**Tabela 6 - Variação Lucro Líquido do Exercício 2007 com ajustes**

<b>EMPRESA</b>	<b>Lucro líquido do Exercício 2007 sem ajustes</b>	<b>Lucro líquido do Exercício 2007 com ajustes</b>	<b>Variação</b>
BROOKFIELD COMPANY	154.261,00	145.261,00	(5,83%)
CC DES IMOB	55.253,00	44.333,00	(19,75%)
CIMOB PART	6.109,00	(21.282,00)	(448,37%)
CONST A LIND	(14.775,00)	(14.775,00)	-
CR2	(12.263,00)	(12.263,00)	-
CYRELA REALT	(5.221,00)	(5.221,00)	-
DIRECIONAL	422.149,00	386.761,00	(8,38%)
EVEN	24.851,00	21.534,00	(13,35%)
EZTEC	30.073,00	2.624,00	(91,27%)
GAFISA	45.922,00	45.922,00	-
HELBOR	113.603,00	91.640,00	(19,33%)
JHSF PART	6.510,00	3.412,00	(47,59%)
JOAO FORTES	53.284,00	53.284,00	-
MRV	(1.228,00)	(1.228,00)	-
PDG REALT	42.803,00	22.272,00	(47,97%)
RODOBENS IMOB	71.157,00	71.157,00	-
ROSSI RESID	40.287,00	31.387,00	(22,09%)
SERGEN	131.315,00	73.499,00	(44,03%)
TECNISA	532.141,00	532.141,00	-
TRISUL	32.509,00	32.509,00	-
VIVER	22.011,00	22.011,00	-
	(61.467,00)	(61.467,00)	-

Fonte: Calazans e Souza (2012, p. 8)

O estudo buscou analisar as demonstrações contábeis de 2005 a 2010 estabelecendo um passo temporal de três anos anteriores e três anos posteriores.

A análise dos dados mostrou ter havido crescimento nos resultados das empresas medido pela evolução da Receita Bruta e do Lucro Líquido, pelo que parece não ter sido afetado pelas novas formas de reconhecimento. Cabe ressaltar ainda que o CMV também se manteve com índice semelhante ao crescimento das receitas, o que não impactou o lucro, bem como não impediu o crescimento. Assim, mesmo que o método utilizado anteriormente trouxesse maiores resultados líquidos à empresa, conforme se verificou na análise de dados, a nova forma de reconhecimento se sobressai, ao oportunizar uma constância maior no reconhecimento dos resultados de um período a outro. O que antes, pelo regime de caixa, não era verificado nas empresas, pois publicavam demonstrações financeiras com inexistência de lucro, em períodos em que efetuavam grandes esforços para a conclusão parcial de um contrato que oportunizaria um lucro elevado com alto grau de certeza, mas que não podiam reconhecê-lo devido ao método adotado. Este tipo de abordagem mantém o reconhecimento restrito aos recebimentos (CALAZANS; SOUZA, 2012, p. 15)

Nesse contexto o ganho informacional com resultados constantes, onde a mensuração do lucro ou resultado é apropriado de acordo com a evolução empreendimentos em questão, através da execução de seu orçamento previamente estipulado. Nesse método corrige-se as distorções do regime de caixa tendo em vista que a Incorporação e Construção Civil têm o seu retorno do investimento em exercícios posteriores ao lançamento de seu produto.

#### **4.2.2 Reconhecimento de Receitas e Despesas de Incorporação Imobiliária**

Conforme CPC n.º 30 correlato às Normas Internacionais de Contabilidade - IAS 18 (IASB – BV 2012) descreve em seu objetivo:

A receita é definida no Pronunciamento Conceitual Básico Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro como aumento nos benefícios econômicos durante o período contábil sob a forma de entrada de recursos ou aumento de ativos ou diminuição de passivos que resultam em aumentos do patrimônio líquido da entidade e que não sejam provenientes de aporte de recursos dos proprietários da entidade. As receitas englobam tanto as receitas propriamente ditas como os ganhos. A receita surge no curso das atividades ordinárias da entidade e é designada por uma variedade de nomes, tais como vendas, honorários, juros, dividendos e royalties. O objetivo deste Pronunciamento é estabelecer o tratamento contábil de receitas provenientes de certos tipos de transações e eventos (CPC, 2012, p. 1).

As Incorporadoras encontravam dificuldades para o reconhecimento e escrituração contábil de suas receitas pelo ciclo operacional, por exceder um exercício social.

Receita é o ingresso bruto de benefícios econômicos durante o período observado no curso das atividades ordinárias da entidade que resultam no aumento do seu patrimônio líquido, exceto os aumentos de patrimônio líquido relacionados às contribuições dos proprietários (2012, p. 3).

Ainda surgem dúvidas pelo enquadramento das apropriações de receitas e despesas quanto aos CPC n.º 17 ou CPC n.º 30.

Com relação a dúvida foi emitida a Instrução do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - ICPC n.º 02 Contrato de Construção do setor imobiliário tratando as seguintes questões na página 3 (2009):

- (a) O contrato enquadra-se no alcance do Pronunciamento Técnico CPC 17 – Contratos de Construção ou do Pronunciamento Técnico CPC 30 – Receitas?
- (b) Quando deve ser reconhecida a receita com a incorporação e/ou construção de imóveis?

A questão central é que as receitas podem ser reconhecidas conforme a evolução das obras ou somente após o término de obra. Conforme descrito anteriormente, os contratos de vendas de imóveis na planta são denominados como “Promessa de Compra e Venda”, porém em conteúdo prático possui força de contrato de compra e venda (SOUSA, 2015).

Para aplicação do CPC 17, a Orientação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - OCPC 04 apresenta evidências que os benefícios das transações de imóveis na planta são de transferência contínua, ou seja, a medida que a unidade é produzida o comprador está obtendo os benefícios.

O OCPC 04 descreve as evidências no item 22 na página 7 (2010):

22. Alguns exemplos de transferências de riscos e benefícios sobre o imóvel em construção são:
- (a) o contrato firmado tem força de escritura pública assegurando ao comprador todos os direitos de livre utilização do bem (alienação, dação em garantia etc.);
  - (b) o contrato normalmente exige a anuência da incorporadora/construtora caso o adquirente queira vender seu bem para terceiros e ainda não tenha concluído o pagamento integral do preço de aquisição; mas isso ocorre em razão da necessidade de análise da qualidade de crédito do candidato a novo adquirente, como ocorre em qualquer transferência de devedor em outras situações;

- (c) a legislação brasileira determina que para os casos em que o adquirente tenha quitado todo o contrato, este poderá vendê-lo sem a necessidade de anuência ou concordância do incorporador/construtor, bastando sua notificação;
- (d) as situações anteriores evidenciam que o comprador tem o direito ao bem, e somente ele, e tem a capacidade de transformar seu bem em construção em dinheiro quando quiser e tiver o novo adquirente com condição creditícia aceitável;
- (e) no caso dessas revendas, eventuais ganhos por valorização normal ou anormal do imóvel durante a construção beneficiam o adquirente, e não a incorporadora/construtora; eventuais prejuízos dessa natureza também são só do adquirente, o que caracteriza a transferência de riscos e de benefícios;
- (f) casos reais de desapropriação têm demonstrado que os detentores do crédito à indenização são os compradores. Essas indenizações têm sido distribuídas aos adquirentes proporcionalmente aos valores pagos;
- (g) a legislação brasileira dá aos adquirentes, em decisão simplesmente majoritária, o direito de trocar a incorporadora/construtora se esta estiver em atraso injustificado e não sanado superior a 30 dias com relação ao cronograma fixado. Obviamente, os transtornos dessa substituição podem não indicar esse caminho como o melhor, e por isso determinados ajustes acabam ocorrendo, em que indenizações são pagas aos adquirentes por causa desse atraso, como pagamento de aluguel pelo prazo adicional etc.;
- (h) a Lei n.º 4.591/64 e a jurisprudência brasileira têm fixado claramente que, no caso de falência da incorporadora, ou da imotivada e não sanada paralisação das obras por mais de 30 dias, ou de retardo excessivo do andamento dessas obras, o direito de destituir a incorporadora e a contratação de outra construtora. Na falência, os bens em andamento não se incorporam à massa falida para atendimento a demais credores;
- (i) o contrato de promessa de compra e venda ou o definitivo de compra e venda asseguram ao adquirente o direito de dispor de seu patrimônio, tanto seja ele domínio (se houver venda e compra) quanto seja ele direito aquisitivo (se houver promessa de venda e compra);
- (j) no caso de problema com a construção do tipo desabamento, a responsabilidade, juridicamente no Brasil, fica com a incorporadora/construtora, que deve arcar com o prejuízo; todavia, isso não caracteriza, por si só, que os riscos não sejam repassados aos adquirentes. Aliás, esse tipo de responsabilidade independe, de fato, da forma contratada, se genuína execução de serviço por conta de terceiros ou de construção para entrega futura, se o problema derivar de falha da construtora. Assim, pouco interfere na análise presente, inclusive pela baixíssima probabilidade de ocorrência.

Sousa (2015) encontra nessa descrição as evidências para que os contratos no mercado brasileiro de imóveis e construção devam reconhecer as receitas, conforme o andamento da obra pela transferência contínua dos benefícios até a emissão de posse.

O OCPC 04 sugeri a leitura dos contratos para posteriormente caracterizá-lo entre a descrição do item 37 em sua página 12 (2010):

37. Desta forma, pode existir casos em que uma mesma entidade possua (i) contratos que sejam caracterizados como de prestação de serviços, se atendidos todos os requisitos do Pronunciamento Técnico CPC 17, (ii) contratos de venda de unidades onde ocorram a transferência contínua dos

riscos e benefícios significativos sobre tais bens que permitam o reconhecimento das receitas e custos à medida que ocorre essas transferências e (iii) contratos que somente permitam a transferência de tais riscos, benefícios e controles quando da entrega do imóvel pronto (entrega da chave), sendo que nesse último caso, o reconhecimento das receitas e custos ocorrerá de uma única vez, quando da entrega do imóvel para uso do comprador, tendo atendido, nesses dois últimos casos, todos os requisitos do Pronunciamento CPC 30. Assim sendo, cada entidade deverá analisar seus contratos (formais e verbais), aditivos, práticas atuais e passadas e, principalmente, seu modelo de negócio a fim de efetuar uma adequada determinação de sua política de reconhecimento de receitas e custos, considerando que o objetivo final é o pleno atendimento do axioma citado no item 2 desta Orientação.

No caso de imóveis prontos, na emissão da posse não há dúvidas para o reconhecimento da receita, pois toda transação ocorre no mesmo período. Conforme descrito no CPC 30 no item 14 em sua página 5 (2012):

14. A receita proveniente da venda de bens deve ser reconhecida quando forem satisfeitas todas as seguintes condições:
- (a) a entidade tenha transferido para o comprador os riscos e benefícios mais significativos inerentes à propriedade dos bens;
  - (b) a entidade não mantenha envolvimento continuado na gestão dos bens vendidos em grau normalmente associado à propriedade e tampouco efetivo controle sobre tais bens;
  - (c) o valor da receita possa ser mensurado com confiabilidade;
  - (d) for provável que os benefícios econômicos associados à transação fluirão para a entidade; e
  - (e) as despesas incorridas ou a serem incorridas, referentes à transação, possam ser mensuradas com confiabilidade.

No que tange as unidades em produção, ou as chamadas vendas na planta o OCPC 01 (2008) aprova a aplicação de *Percentage of completion method* (POC), deve-se utilizar a proporção do custo incorrido com o custo total previsto no momento da emissão do contrato, apropriando a receita conforme a execução financeira da obra.

A aplicação do POC deve ser obrigatoriamente a execução do orçamento para mensuração, conforme o item 34 do OCPC 01:

- (e) Nas vendas de unidades imobiliárias em fase de construção, a receita deve ser reconhecida pela produção, como se aplica nos contratos de longo prazo para o fornecimento de bens ou serviços, devendo ser encontrada a proporção (relação percentual) dos custos incorridos até o momento da apuração, em relação ao custo total previsto até a conclusão da obra, e essa proporção deve ser aplicada ao preço de venda, em conformidade com o contrato (método conhecido como "percentual de evolução financeira da obra"), sendo o resultado apropriado como receita de venda de unidades imobiliárias em fase de construção. Nesse contexto, da mesma forma que a receita de incorporação imobiliária a ser reconhecida deve considerar como

base o valor da venda de um contrato à vista, o custo orçado a incorrer, base para o cálculo do percentual de evolução financeira da obra, deve considerar os preços praticados para compras à vista, ou seja, quando aplicável, descontado ao seu valor presente (2008, p. 11).

Diferenciando-se do item 30 do CPC 17 que permite o *stage of completion* que autoriza a mensuração pela medição do trabalho executado ou a própria evolução física da obra. Nas atividades de Incorporação Imobiliária a única maneira de apropriar receita é através do custo incorrido em relação ao seu orçamento.

O orçamento a ser utilizado no cálculo do POC são todos os custos referentes ao objeto da incorporação, ou seja, o custo do imóvel Sousa (2015, p. 104) descreve:

- a) os gastos para adquirir e regularizar o terreno sobre o qual o empreendimento será construído;
- b) os gastos para elaboração de projetos arquitetônicos, hidráulicos, elétricos e afins;
- c) os gastos com obtenção de alvarás de construção e licenças ambientais;
- d) os gastos com estudos geológicos, topográficos e afins;
- e) os gastos para a preparação do terreno, construção do canteiro de obras e benfeitorias de áreas comuns;
- f) os gastos com tributos não recuperáveis, incorridos durante a fase de construção;
- g) os encargos financeiros diretamente associados com o financiamento do empreendimento.

O OCPC 01 trata todas as questões sobre a formação do custo do imóvel. Com a formação do orçamento utiliza-se a seguinte fórmula para apropriação de receitas:

$$Receita_n = \left[ \frac{\sum Custos_n}{\sum Custos_t} \right] \cdot \sum Receita_t$$

Onde:

n: data – base

t: período estimado término

#### 4.2.3 Tratamento dos custos de aquisição do terreno

Os custos referentes a aquisição do terreno são contabilizados na formação do custo do imóvel, os terrenos que foram adquiridos por pagamento em dinheiro, não sofreram nenhuma alteração do seu valor nominal, ou seja, caso o terreno tenha

sido adquirido e tenha sofrido uma valorização de mercado, não afetará o custo, pois é vedada a correção de ativos que fazem parte do estoque.

No caso das aquisições de permutas o OCPC 01 (2008, p. 6) observa dois tipos de transação:

- h) permutas que envolvam mesma natureza (trocas de bens) que não geram perdas ou ganhos;
- i) permutas que não tenham a mesma natureza e o mesmo valor (apto a ser construído) são considerados transação comercial.

No segundo caso as unidades futuras a serem construídas, são mensuradas pelo valor justo, em muitos casos a mensuração é feita pela primeira tabela de vendas e o montante permutado é transformado em custo de terreno gerando o incorrido na mesma proporção de custo e receita, pois a transação em sua essência já existe e sua receita será apropriada conforme a execução do orçamento. Nesse caso no lançamento há receita a apropriar mesmo sem venda à “clientes”.

#### **4.2.4 Encargos Financeiros**

Os encargos financeiros regidos pelo OCPC 01 que são referentes a produção do empreendimento, devem ser capitalizados na conta do estoque e na proporção das vendas serem reconhecidos no resultado, os mesmos são custos do empreendimento, porém não fazem parte do orçamento. São considerados como custos até a conclusão da obra, e após a conclusão passam para a conta de despesa financeira.

#### **4.2.5 Despesas Comerciais**

Conforme OCPC 01 as despesas comerciais referentes a comissão devem iniciar no ativo e serem apropriadas conforme efetivação das vendas e estágio de obra (POC) na conta de resultado.

As despesas de *marketing* conforme OCPC 01 devem ser reconhecidas na conta de resultado no período base em que incorreu.

A contabilização com *stand* de vendas e apartamento modelo devem ser tratados como investimento no ativo imobilizado e geralmente sofrem a depreciação



conforme a expectativa de funcionamento do plantão de vendas. Sendo a vida útil inferior a 12 meses são reconhecidas diretamente no resultado como despesa de vendas. Todas as contas referidas não podem alterar o lucro bruto e não fazem parte da evolução financeira da obra.

#### **4.2.6 Provisão para Garantia**

Os custos para garantia devem estar contemplados no orçamento das unidades, porém não fazem parte do cálculo do POC. Em outras palavras a provisão para garantia pós entrega das chaves não fará parte da evolução financeira da obra.

#### **4.2.7 Ajuste a valor presente**

Segundo Sousa (2015) as vendas podem ocorrer à vista ou a prazo, e a empresa deve avaliar o ajuste a valor presente em seu fluxo de caixa. No caso de imóveis prontos deve-se verificar se a venda a prazo possui uma taxa de juros superior ao mercado e se for caso descontar a diferença do fluxo futuro. No caso do Brasil os contratos são corrigidos pelo INCC durante a obra, as atualizações devem ser analisadas nas unidades não concluídas conforme o percentual de contas a receber pela evolução financeira durante o período de obra, devem ser mensuradas pelo valor presente no caso de uma taxa superior a taxa de mercado praticada.

Conforme NBC TG 12 em seu artigo 23 descreve:

23. As reversões dos ajustes a valor presente dos ativos e passivos monetários qualificáveis devem ser apropriadas como receitas ou despesas financeiras, a não ser que a entidade possa devidamente fundamentar que o financiamento feito a seus clientes faça parte de suas atividades operacionais, quando então as reversões serão apropriadas como receita operacional. Esse é o caso, por exemplo, quando a entidade opera em dois segmentos distintos: (i) venda de produtos e serviços e (ii) financiamento das vendas a prazo, e desde que sejam relevantes esse ajuste e os efeitos de sua evidenciação.

#### **4.2.8 Ajuste a valor presente e Valor Justo**

Conforme CPC 12 no anexo de perguntas e resposta há duas configurações para tirarmos as dúvidas (2008, p. 12):

**Valor justo (*fair value*)** - é o valor pelo qual um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.

**Valor presente (*present value*)** - é a estimativa do valor corrente de um fluxo de caixa futuro, no curso normal das operações da entidade.

Basicamente o valor presente são fluxos futuros trazidos para o presente através de uma taxa de desconto, já o valor justo busca espelhar o valor de mercado de um ativo ou passivo. Na mensuração de custos a seguir abordaremos o valor justo.

#### 4.2.9 Imóveis a comercializar

Esta conta representa o estoque, demonstrando as unidades concluídas, em produção e *land bank* (banco de terrenos), cabe salientar que os mesmos estarão como custo histórico de aquisição. Complementam a rubrica materiais não utilizados e adiantamento de fornecedores.

### 4.3 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A análise das demonstrações financeiras tem como objetivo (ASSAF NETO, 2014) demonstrar o desempenho econômico-financeiro em um exercício social, servindo de ponto inicial para previsões e tendências futuras. Para a análise das demonstrações financeiras conforme CPC 26 (R1) (2011, p. 6):

#### **Conjunto completo de demonstrações contábeis**

10. O conjunto completo de demonstrações contábeis inclui:

- (a) balanço patrimonial ao final do período;
- (b1) demonstração do resultado do período;
- (b2) demonstração do resultado abrangente do período;
- (c) demonstração das mutações do patrimônio líquido do período;
- (d) demonstração dos fluxos de caixa do período;
- (e) notas explicativas, compreendendo um resumo das políticas contábeis significativas e outras informações elucidativas;
- (ea) informações comparativas com o período anterior, conforme especificado nos itens 38 e 38A; (Incluída pela Revisão CPC 03)
- (f) balanço patrimonial do início do período mais antigo, comparativamente apresentado, quando a entidade aplicar uma política contábil retrospectivamente ou proceder à reapresentação retrospectiva de itens das demonstrações contábeis, ou quando

proceder à reclassificação de itens de suas demonstrações contábeis de acordo com os itens 40A a 40D; e (Alterada pela Revisão CPC 03) (f1) demonstração do valor adicionado do período, conforme Pronunciamento Técnico CPC 09, se exigido legalmente ou por algum órgão regulador ou mesmo se apresentada voluntariamente. (Alterada pela Revisão CPC 03)

A entidade pode usar outros títulos nas demonstrações em vez daqueles usados neste Pronunciamento Técnico, desde que não contrarie a legislação societária brasileira vigente.

Através dos índices pode-se fazer uma análise temporal, possibilitando um ponto de partida para análises do futuro da empresa. Outra forma de utilização comum é a comparabilidade dos índices calculados das empresas do segmento, vale salientar que, conforme citado as comparações entre as empresas deve-se ter o cuidado de anular desvios nas demonstrações contábeis, pois a linearidade das informações ainda está em fase de consolidação.

Os índices (ASSAF NETO, 2014) são dispostos em quatro grupos: liquidez e atividade; endividamento e estrutura; rentabilidade; e análise de ações.

Um índice isolado não passa parâmetro para uma análise, é importante um conjunto de índices para comparações temporais e setoriais. Ao comparar empresas de pequeno e médio porte com empresas de capital aberto, pode ser um grande equívoco, tendo em vista diferentes estruturas e investimentos.

#### **4.3.1 Orçamento de Capital, Estrutura de capital e Capital de giro**

O orçamento de capital segundo Jordan, Ross e Westerfield (2008) planeja o investimento de longo prazo buscando identificar oportunidades de fluxo de caixa, onde o retorno seja superior ao custo de oportunidade do recurso. A composição do planejamento segundo Assaf Neto (2014) deve considerar os riscos econômicos inerentes a operação e o risco financeiro que corresponde ao modo de financiamento.

As empresas ao realizarem suas operações produtivas necessitam de recursos, esses podem ser próprios ou oriundos de uma nova chamada de capital, além desses a empresa pode buscar recursos de terceiros, como por exemplo buscar empréstimos em instituições financeiras. Os novos recursos geralmente têm uma parte ativada no imobilizado e outra parte para a necessidade de capital de giro fazendo o ciclo do negócio.

Conforme a necessidade podemos estruturar as dívidas de curto prazo para longo prazo, buscando aumentar a liquidez da empresa.

Para Jordan, Ross e Westerfield (2008) a estrutura de capital demonstra como está a composição do capital. O capital de giro em sua essência tem a finalidade de manter as empresas operando continuamente, evitando paradas de produção onerosas para a instituição. O capital de giro é uma rúbrica importante na gestão da empresa, antes mesmo de possuir imobilizados maiores (investimentos) é necessário ter os recursos disponíveis para giro da atividade produtiva cobrindo a estocagem, pagamento dos insumos e seu efetivo recebimento. Uma disponibilidade de caixa não significa lucro, é comum empresas confundirem uma liquidez de caixa como uma oportunidade de utilizarem esse capital em outras atividades.

É importante na gestão de capital de giro saber o tempo que necessita-se para o processo produtivo, com efetivo pagamento dos insumos e recebimento, sendo esses os itens que formam a necessidade do capital de giro da instituição.

Quanto as teorias de capital (JORDAN; ROSS; WESTERFIELD, 2008) temos a proposição de Modigliani e Miller que de forma hipotética em uma economia sem impostos indefere o modo de financiamento, pois o custo total do capital não se altera. Na prática as empresas alavancadas são beneficiadas no âmbito tributário, os pagamentos de juros são dedutíveis dos impostos.

A estrutura ótima é a que minimiza o custo do capital. A alavancagem financeira pela teoria estática da estrutura de capital (JORDAN; ROSS; WESTERFIELD, 2008) tem o ponto ótimo até o momento em que o benefício fiscal marginal se iguala ao custo com a adição do valor presente dos custos futuros de falência. No Brasil um grande desafio é criar o hábito de capitalizar as empresas aumentando o capital de giro.

#### **4.3.2 Análises Vertical e Horizontal**

Conforme Correia Neto (2007) a análise vertical tem o objetivo de demonstrar a participação de conta ou grupo de contas em relação a sua conta correlata e sua evolução ao longo dos exercícios. Nos Balanços Patrimoniais é comum observarmos os grupos ou contas em percentual sobre o ativo total, já na Demonstração de Resultado do Exercício os valores contemplam um percentual da Receita Líquida.

Correia Neto (2007) destaca que na análise horizontal temos dois parâmetros para a evolução. Num primeiro momento verifica-se a variação acumulada sobre o período base, conhecido como base fixa ou com as variações sempre sobre o período anterior, conhecida como base móvel, esse processo é desenvolvido utilizando números índices.

A análise vertical (MATARAZZO, 2010) propicia uma análise na qual pode-se comparar as mutações da própria empresa nos exercícios sociais e até mesmo compará-los com as empresas do segmento, identificando quais contas estão distorcendo o desempenho. Na análise horizontal o foco são as evoluções das contas da própria empresa para concluir o reflexo das decisões tomadas no Balanço Patrimonial.

Objetiva-se nessas análises acompanhar as mutações das contas com suas respectivas participações de forma histórica.

#### **4.3.3 Capital Circulante Líquido – CCL e Capital de Giro Próprio - CGP**

O capital de giro é necessário para tornar viável a operação de qualquer empresa ou até mesmo ampliar as operações.

O Capital Circulante Líquido – CCL observa a diferença entre o ativo circulante (direitos) e o passivo circulante (obrigações), no curto prazo, se essa posição for positiva temos uma sobra de capital circulante líquido:

$$\textit{Capital Circulante Líquido – CCL} = \textit{Ativo Circulante – Passivo Circulante}$$

Capital de Giro Próprio – CGP demonstra a quantidade monetária aplicada para financiar as atividades circulantes da empresa:

$$\textit{Capital Circulante Próprio – CGP} = \textit{Patrimônio Líquido – Ativo Não Circulante}$$

#### **4.3.4 Índices de Liquidez**

Os índices de Liquidez têm o objetivo de demonstrar a capacidade de pagamento das obrigações das empresas. Busca-se a relação entre as exigibilidades e os direitos realizáveis através de um índice.

Esses indicadores (ASSAF NETO, 2014) demonstram a capacidade de honrar suas obrigações de forma estática, não refletindo os fluxos ocorridos, mas sim a posição final do Balanço de Patrimonial.

#### 4.3.4.1 Índice de Liquidez Geral

Revela a relação (ASSAF NETO, 2014) unitária entre o ativo circulante e o passivo circulante, também utilizada como medida de segurança financeira por passar a posição da empresa quanto aos compromissos futuros no longo prazo.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Total}}$$

#### 4.3.4.2 Índice de Liquidez Corrente

Revela a relação unitária (JORDAN; ROSS; WESTERFIELD, 2008) entre o ativo e passivo circulante que serão convertidos em caixa no exercício social vigente, indicando a liquidez no curto prazo.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

#### 4.3.4.3 Índice de Liquidez Seca

Demonstra (CORREIA NETO, 2007) a relação entre as obrigações e o ativo líquido do estoque, e despesas antecipadas, ou seja, revela a relação dos ativos de maior liquidez descontando as despesas antecipadas com relação as obrigações.

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} (-) \text{Estoques} (-) \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$$

#### 4.3.4.4 Índice de Liquidez Imediata

Segundo Assaf Neto (2014) é um índice de pequena importância, pois demonstra a relação entre suas disponibilidades de caixa e suas obrigações,

geralmente demonstra um coeficiente baixo, pois não é interessante manter ativos com baixa rentabilidade.

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$$

#### 4.3.5 Índice de Endividamento e estrutura

Segundo Assaf Neto (2014) esses índices têm por objetivo indicarem a composição das fontes passivas, fornecendo elementos que indiquem o grau de endividamento e a capacidade de solvência dos compromissos. A estrutura de capital fundamenta os custos de capital da empresa, a forma de captar os recursos necessários para operação da empresa pode onerar ou otimizar o resultado final.

##### 4.3.5.1 Índice da Participação de Capitais de Terceiros

O índice referente a participação de terceiros (ASSAF NETO, 2014) demonstra a dependência de capitais de terceiros nos negócios da empresa.

A relação entre o capital de terceiros e próprio com o índice superando o valor unitário, demonstra a dependência de capital de terceiros. Ou seja, para cada um real de capital próprio demonstra quanto a empresa possui de terceiros.

$$\text{Relação Capital de Terceiros / Capital Próprio} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Já na relação entre capital de terceiros pelo passivo total objetiva-se demonstrar as origens do financiamento, o índice demonstra qual o percentual captado através de recursos de terceiros.

$$\text{Relação Capital Terceiros / Passivo Total} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total (Exig. total + Patrimônio Líq.)}}$$

É importante salientar que o crescimento desses índices, podem não demonstrar a diminuição da rentabilidade da empresa, nesse caso é importante

analisar o custo do endividamento. Fica evidente que empresas com dependência maior de capital externo, possuem um risco financeiro maior pela dependência de fatores externos da operação.

#### 4.3.5.2 Índice Passivo Circulante / Capital de Terceiros

O índice (CORREIA NETO, 2007) demonstra o quanto da dívida tem seu vencimento no curto prazo, quanto menor o índice menor serão as obrigações de curto prazo.

$$\frac{\textit{Passivo Circulante}}{\textit{Capital de Terceiros}} = \frac{\textit{Passivo Circulante}}{\textit{Passivo Circulante} + \textit{Passivo não circulante}}$$

Por um exercício de dedução, 1 menos o índice (Passivo Circulante / Capital de Terceiros) revela o percentual da dívida no longo prazo.

#### 4.3.5.3 Índice de Imobilização de Recursos Permanentes - IRP

Segundo Correia Neto (2007) esse índice demonstra a proporcionalidade de recursos passivos aplicados no longo prazo e no ativo permanente.

$$\textit{Imobilização de Recursos Permanentes} = \frac{\textit{Ativo Permanente}}{\textit{Passivo não circulante} + \textit{Patrimônio Líquido}}$$

Com esse indicador superior a unidade, deve-se abdicar de parte do passivo circulante para cobrir os pagamentos no longo prazo, significa diminuir o capital de giro, pois os direitos de longo prazo não cobrem os valores permanentes. Para tomar-se essa decisão é importante analisar a necessidade de capital de giro, se esse já está com condições mínimas, deve-se procurar outros recursos para ajustar a estrutura de capital.



#### 4.3.6 Indicadores de atividade

Segundo Assaf Neto (2014) e Correia Neto (2007) esses índices objetivam calcular o prazo operacional, buscando otimizar desempenhos e analisando as necessidades de investimento, auxiliando na liquidez da empresa e posterior rentabilidade, indicando os prazos médios de rotação dos estoques. Esses indicadores são de difícil aplicabilidade conforme exposto até o presente momento, pois o prazo médio de produção supera um exercício social e a cadeia de insumo possui uma média de contas a pagar de 30 dias, na contrapartida de clientes que efetuam o pagamento substancial após a conclusão do empreendimento.

Esses indicadores de atividade não serão utilizados no estudo de caso, pois as regras de negócios do segmento apresentam uma operação de longo prazo de maturação.

Porém cabe exposição dos indicadores para segmentos com prazos de maturação de curto prazo.

##### 4.3.6.1 Indicador Prazo Médio de Estoque

Sinalizará o prazo em que o estoque é renovado, quanto maior o tempo de estoque, maior a necessidade de investimento. Correia Neto (2007) destaca que esse índice determina quantas vezes o estoque é renovado por ano, considerando valores médios.

$$\text{Giro do Estoque} = \frac{\text{Custo da Mercadoria Vendida}}{\text{Estoque médio}}$$

##### 4.3.6.2 Indicador Prazo Médio de Pagamento

Esse índice (GITMAN,1984) sofre dificuldade pelo fato de se determinar as compras anuais, baseadas em compras à crédito para estruturar cálculo.

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{\text{Contas a Pagar fornecedores (Média)}}{\text{Compras anuais a Prazo}} \times 360$$

#### 4.3.6.3 Indicador Prazo Médio de Cobrança

Esse índice (GITMAN,1984) irá demonstrar o período médio de cobrança podendo compará-lo a política de crédito empregada na empresa, considerando valores médios.

$$\text{Prazo Médio de Cobrança} = \frac{\text{Contas a Receber de Vendas a Prazo (Média)}}{\text{Vendas Anuais a Prazo}} \times 360$$

#### 4.3.7 Indicadores de rentabilidade

Segundo Assaf Neto (2014) os indicadores visam avaliar a performance da empresa, Matarazzo (2010) destaca que esse grupo demonstra qual a rentabilidade das operações e qual foi a relação do seu retorno.

##### 4.3.7.1 Indicador de Giro do Ativo

Gitman (1984) descreve o “O Giro do Ativo Total” como o índice que demonstra a eficiência dos ativos para gerar vendas. Quanto maior o giro do ativo, maior será sua eficiência.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativos Totais}}$$

Matarazzo (2010) destaca que o sucesso de uma empresa depende primariamente do volume de vendas adequado.

##### 4.3.7.2 Indicador de Lucratividade

A lucratividade (CORREIA NETO, 2007) indicará a relação entre as vendas líquidas e o lucro, numa primeira análise indica a diferença entre a receita, os custos e as despesas totais.

$$\text{Lucratividade} = \frac{\text{Lucro}}{\text{Venda Líquida}}$$

Esse indicador pode ter outras variações no numerador sendo lucro operacional ou lucro líquido, gerando os indicadores de mesmo nome conforme sua alteração.

#### 4.3.7.3 Indicador de Rentabilidade do Ativo (*Return on Investment - ROI*)

Tem por finalidade demonstrar o retorno de cada unidade monetária aplicada no ativo (MATARAZZO, 2010):

$$\text{Rentabilidade do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

A indicação desse índice demonstra a capacidade de gerar lucro com relação ao capital investido no ativo, o desejo é sempre buscar o crescimento desse índice, ou seja, com um menor investimento buscar retornos superiores aos anteriores.

Correia Neto descreve que esse índice “também pode ser decomposto pelo produto do giro do ativo e do retorno sobre vendas” (2007, p. 10):

$$\begin{aligned} \text{ROI} &= \text{Giro do Ativo} \times \text{Lucratividade} = \\ &= \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativos}} \times \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativos}} \end{aligned}$$

A relação da rentabilidade é formada pela eficiência no uso dos recursos disponíveis, em combinação com a margem do lucro líquido da empresa. Gitman (1984) descreve a fórmula como “*Fórmula de DuPont*” que fornece a eficiência que a gestão financeira encontrou nas suas tomadas de decisões, objetivado auferirem lucros com os ativos disponíveis.

#### 4.3.7.4 Indicador de Retorno do Patrimônio Líquido (*Return on Equity - ROE*)

Nesse índice (ASSAF NETO, 2014) ocorre a demonstração do retorno do capital dos proprietários da empresa (Patrimônio Líquido) das operações com observações sobre as margens Operacional e Líquida:

$$\text{Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

Os cálculos estão evidenciando os resultados das operações de forma operacional e líquida, indicando o quanto cada investidor irá auferir de lucro em cada unidade monetária.

#### 4.3.7.5 Decomposição do retorno sobre ativo (*Return on Assets - ROA*)

O indicador revela segundo Assaf Neto (2014) a relação da margem operacional e o giro do ativo total, evidenciando quantas vezes as vendas cobriram o ativo total em um exercício social:

$$\frac{\text{Lucro Operacional} - \text{IR}}{\text{Ativo Total Médio}} \times \frac{\text{Lucro Operacional} - \text{IR}}{\text{Vendas Líquidas}} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

#### 4.3.7.6 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

Essa medida (CORREIA NETO, 2007) objetiva demonstrar a geração de lucro na operação. Desconsiderando a depreciação e a amortização, muitas empresas consideram essa medida como a geração de caixa das operações.

Esse indicador demonstrará apenas o resultado operacional, demonstrando a capacidade dessa operação em gerar lucro, não demonstrando os custos efetivos como pagamento de impostos, custo do capital e amortizações empregadas na operação, podendo demonstrar uma criação de valor inexistente.

Matarazzo (2010) destaca que a popularização do EBTIDA como número mágico, devido a facilidade do cálculo. O indicador não revela a geração líquida de caixa, mas demonstra uma equivalência ao lucro bruto, pois não foi deduzido das

despesas (depreciação, amortização, perdas de equivalência patrimonial, provisões de perda no ativo permanente, juros de longo prazo, impostos definidos dentre outros), não passando precisão. Matarazzo (2010) sugere a substituição desse índice pela Demonstração do Fluxo de Caixa (DFLC) que incorpora as variações reais.

### **RECEITA LÍQUIDA**

- (-) Custo da Mercadoria Vendida
- (=) Lucro Bruto
- (-) Despesas Operacionais
- (=) EBTIDA
- (-) Depreciação
- (-) Despesas Financeiras
- (=) Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR)
- (-) Imposto de Renda e Contribuição Social
- (=) Lucro Líquido

#### 4.3.7.7 Valor Econômico Agregado - VEA (*Economic Value Added - EVA*)

O *Economic Value Added – EVA* é uma marca registrada da empresa *Stern & Stewart* (CORREIA NETO, 2007) este indicador demonstra o lucro após a compensação das fontes de recursos próprios (custo de oportunidade) que será abordado a seguir.

A estrutura do cálculo consiste em lucro líquido operacional após o imposto de renda e contribuição social, menos a remuneração do capital dos fornecedores da empresa.

Eliseu Martins (2001) destaca que as empresas estão sendo pressionadas para verificarem a criação de valor e o *EVA* teve sua popularização pela simplicidade do cálculo e que existem outras siglas e expressões que representam a mesma ideia como: *Shareholder Value Added (SVA)*, *Cash Value Added (CVA)*, *Total Shareholder Return (TSR)* e *Market Value Added (MVA)*.

Cabe salientar que a contabilidade considera o custo da dívida ou endividamento em seus demonstrativos e não considera o custo do capital próprio. Abaixo a descrição do *EVA*:

**RECEITA LÍQUIDA**

- (-) Custo da Mercadoria Vendida
- (=) Lucro Bruto
- (-) Despesas Operacionais
- (-) Depreciação
- (-) Despesas Financeiras
- (=) Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR)
- (-) Imposto de Renda e Contribuição Social
- (=) Lucro Líquido
- (-) Custo do Capital próprio x Capital Próprio investido
- (=) EVA

Assaf Neto (2014) destaca o VEA como o indicador da remuneração oferecido aos detentores do capital da empresa que excedam suas expectativas mínimas, ou seja, o retorno que superar o custo de oportunidade é o valor criado.

Nesse indicador temos a necessidade de conhecermos os custos de capital conhecidos como *Weighted Average Cost of Capital – WACC* (Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC) e *Capital Asset Pricing Model – CAPM*, que serão apresentados no item 5.

## 5 INVESTIMENTO

Sandroni (1999) descreve o investimento como a aplicação de recursos que renderão ao longo do tempo juros ou lucro. Esse montante pode significar aquisição de ativos financeiros (papéis) ou em máquinas destinadas a produção fabril. Inicia-se o processo com o comprometimento de determinado capital em um projeto no aguardo da Taxa de Retorno.

$$Taxa\ de\ Retorno = \left( \frac{Capital\ Retornado}{Capital\ Investido} \right) - 1$$

A criação de valor é o pressuposto básico para qualquer pensamento inicial de investimento. O retorno de um projeto em específico deve gerar um produto superior ao capital investido, levando em consideração o risco financeiro e econômico.

A taxa de retorno esperada deve superar os custos operacionais e de capital. Objetivando a mensuração de valor econômico agregado, o projeto deve considerar também o Custo de Oportunidade do Capital.

### 5.1 CUSTO DE OPORTUNIDADE DO CAPITAL

O custo de oportunidade denomina-se como a segunda melhor oportunidade de investimento do capital empregado em determinado projeto.

Conceito de custos utilizado por Marshall. Segundo esse conceito, os custos não devem ser considerados absolutos, mas iguais a uma segunda melhor oportunidade de benefícios não aproveitada. Ou seja, quando a decisão para as possibilidades de utilização de A exclui a escolha de um melhor B, podem-se considerar os benefícios não aproveitados decorrentes de B como *opportunity costs*, custos de oportunidade (1999, p. 153).

Segundo Samanez (2005), este é o custo do uso do fator de produção ajustado ao risco do empreendimento destacando três razões:

- a) as empresas devem possuir uma forma consistente de estimar o custo do capital;
- b) ter o conhecimento da sua estrutura de capital, focando no modo de financiamento dos seus ativos afetando seu risco e valor de mercado;

- c) com a correta formação do custo de capital as demais decisões financeiras serão embasadas de forma correta.

É importante saber distinguir o custo de oportunidade e o custo do capital próprio, entenda-se o custo de capital do acionista.

Jordan, Ross e Westerfield (2008) descrevem o custo de oportunidade como aquele que exige que a renúncia de um benefício para um investimento, deixando claro o exemplo de já possuir um ativo e renunciar desse ativo para aplicação do recurso em um novo investimento, que exigirá no mínimo o resultado do ativo anterior, pois esse custo é irrecuperável, somente com a superação desse custo estaremos gerando valor.

Já Assaf Neto descreve:

Custo de oportunidade de um capital, ou custo de capital, refere-se ao retorno da melhor alternativa financeira disponível no mercado a que um investidor renunciou, para aplicar seus recursos em outra. Em outras palavras, o retorno que se deixou de ganhar em um investimento, é um custo de capital ao decidir aplicar em outra alternativa (2014, p. 99)

Eliseu Martins (2001) considera o custo de oportunidade como a possibilidade de os agentes econômicos investirem sua poupança, considerando no mínimo três fatores principais: remuneração, prazo e risco.

Nesse contexto vale salientar conceitos básicos de investimentos.

### **5.1.1 Juros Simples, Compostos e descontos**

O conceito básico de Juros baseado em Samanez (2005) emprega o termo a uma remuneração de um capital aplicado, ou seja, é o produto de um montante aplicado a um determinado prazo que após o vencimento será devolvido com a sua remuneração.

$$\text{Juros ganhos} = \text{Montante} - \text{Aplicação}$$

Nesse conceito fica implícito que o produto deriva-se do valor disponibilizado, multiplicado pela taxa de juros estipulada em “contrato”. No regime de juros simples a cada período é multiplicado pela taxa de juros sobre o principal,



não há acúmulo dos juros. Também conhecido como Juros simples lineares, “não reincidindo sobre os juros acumulados” (BALARINE, 1990, p. 28).

$$J = P \times i$$

Onde:

J = Juros Ganho

P = Aplicação

i = Taxa de Juros

No regime de capitalização composta ou exponencial (SAMANEZ, 2005) os juros são incorporados ao montante de cada vencimento do período estipulado. Essa modalidade é mais utilizada no cotidiano, fazendo um crescimento exponencial do montante aplicado, “a taxa de Juros incide sobre o valor presente, acrescido dos juros acumulados até o período anterior” (BALARINE, 1990, p. 28).

Os descontos (SAMANEZ, 2005) são os abatimentos quando um título ou direito futuro é resgatado antes dos seus respectivos vencimentos, podendo como no caso dos juros ser descontados de forma simples (cálculo linear) ou composta (exponencial). O valor de desconto é a diferença entre o valor presente e o valor futuro.

Nesse contexto podemos racionalizar que o juro é o “preço” onde agentes econômicos superavitários ofertam para agentes econômicos deficitários. Nessa operação obtemos dois tipos de investidores.

O primeiro investidor necessita de uma remuneração sobre a sua preferência de consumo no longo prazo, ou seja, o agente prefere no primeiro momento poupar para futuramente consumir suas economias e rendimentos.

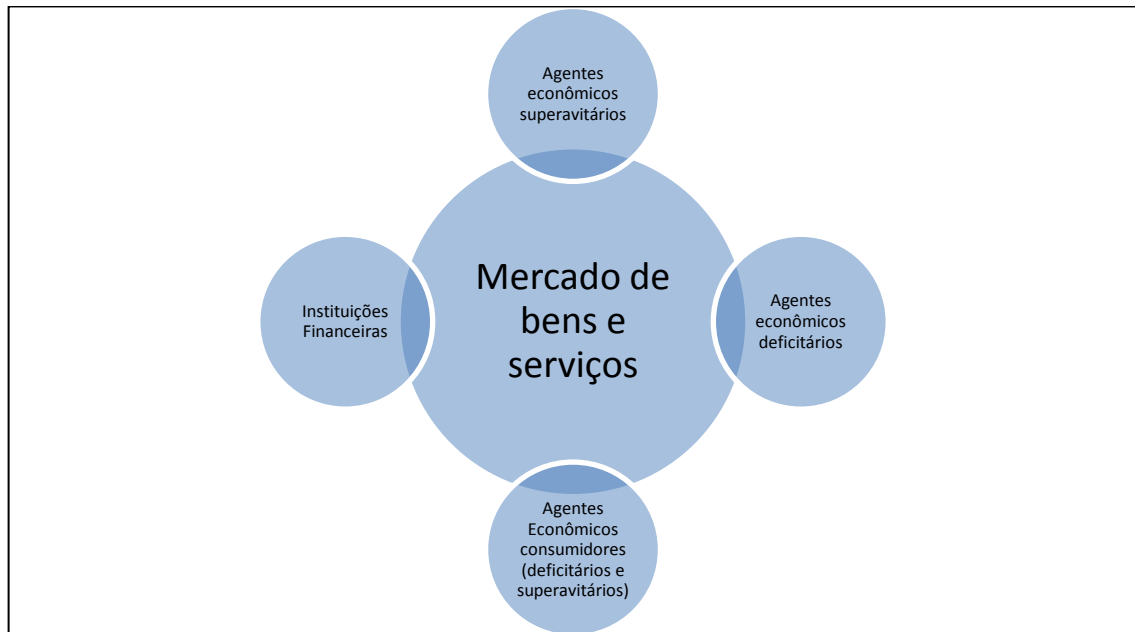
O segundo investidor é o possuidor de uma “ideia” operacional (produtivo), ou seja, seu objetivo é gerar um produto para consumo intermediário ou final geralmente no curto prazo.

No caso da Construção Civil é fácil identificar o complexo sistema onde os agentes econômicos se encontram no mercado de bens e serviços, através das instituições financeiras.

As organizações demandam, junto ao meio ambiente, gama variada de recursos. Estes são processados, transformados em bens e serviços e devolvidos à sociedade, visando satisfazer a suas necessidades.

Dessa forma, as empresas estão num contexto de recursos escassos, para atender às necessidades ilimitadas. Portanto, as possibilidades de uso alternativo desses recursos fazem com que passemos de um problema tecnológico, no qual se busca a melhor combinação dos fatores de produção, para um problema econômico (MARTINS, 2001, p. 187).

**Figura 2 - Encontro dos Agentes Econômicos**



Fonte: Próprio Autor (2015).

Conforme descrito anteriormente o setor de Incorporação e Construção Civil é financiado através do SFH, que possui seu *funding* através da caderneta de poupança dos agentes superavitários. O ciclo inicia-se com o Incorporador, alavancando-se através do plano empresário até o ciclo de produção, apresentando o bem para o consumo, no qual geralmente o agente consumidor adquire um financiamento para quitação da sua dívida com o incorporador e torna-se cliente da Instituição Financeira que pode ser a qual o financiou a produção do bem final. Todo ciclo possui o *funding* da caderneta de poupança e possui uma remuneração sobre os ciclos financeiros de Juros compostos para todas as partes relacionadas.

### 5.1.2 Valor Presente e Valor Futuro

O Valor Presente – VP refere-se ao capital ou recurso que está disposto em um fluxo futuro, podendo ser um direito ou obrigação em seu valor atual, e para essa obtenção devemos descontar uma taxa implícita referente ao custo de recebimento ou pagamento (SANDRONI, 1999).

Jordan, Ross e Westerfield (2008) descrevem o Valor Futuro – VF como o montante que resulta de um investimento a uma taxa de juros por um período de tempo.

Em ambos os casos a diferença é que o VF considera os juros em períodos futuros, já o VP desconta os juros trazendo os fluxos futuros para o presente.

Kloekner, Santos e Schmidt (2006) descrevem o VP como o valor do dinheiro na presente data e o VF é o valor em algum instante do tempo ao longo do futuro. Qualquer quantia em dinheiro hoje possui maior valor presente que a mesma quantia em uma data futura. A taxa de juros que deve descontar um valor futuro é taxa que um tomador de risco com liquidez no momento presente tenha interesse em adquirir o ativo. O investidor adquire o ativo descontando o custo de oportunidade da alocação anterior de seu capital, com a mensuração do risco da operação. A ligação entre VP e VF dá-se na adição dos juros de uma quantia até a data do seu vencimento futuro.

### **5.1.3 Taxa Mínima de Atratividade - TMA**

A Taxa Mínima de Atratividade - TMA é o retorno mínimo esperado do investidor (CORREIA NETO, 2007), por princípio essa será a taxa para comparação dos investidores para novos investimentos. A Taxa Mínima de Atratividade contém o Custo de oportunidade, por conceito de criação de valor o retorno de qualquer investimento somente criará valor se o resultado for superior a TMA, ou seja, a criação de valor será apenas o excedente a TMA.

### **5.1.4 Risco e Retorno**

O Risco é inerente a qualquer atividade, nas mais diversas atividades há um grau de risco em diferentes proporções. No mercado de finanças a adaptação dos riscos são mensurados e abordados verificando os impactos dos fatores, aplicando ao projeto uma taxa de juros que seja aceitável a aversão ao risco do investidor.

Enquanto o conceito de retorno é facilmente observável, o risco é mais difícil de ser mensurado. Até cinquenta anos atrás, não existia uma definição adequada de risco nos modelos financeiros. As pesquisas

realizadas por Markowitz possibilitaram a incorporação dessa variável nesses modelos.

O estudo de Markowitz parte da suposição que a melhor forma de mensurar o risco de um investimento individual é saber a sua dispersão. A dispersão na estatística é medida, principalmente, pela variância que corresponde a distância que os pontos de um conjunto estão em relação a sua média. Quanto mais dispersos estiverem esses pontos, maior será a variância. (SCHMIDT Org., 2002, p. 92).

Objetiva-se mensurar se os riscos são superados pelo retorno do projeto em questão. O risco quando abordado de forma estratégica é um balizador para a criação de valor, ou seja, fatores positivos ou negativos podem alterar os fluxos de caixas dos projetos, alterando a relação do produto econômico resultante.

Retorno pode ser definido como o ganho ou a perda decorrente de um investimento para um intervalo de tempo. Prever retornos em um certo período de investimento pode não ser tarefa fácil. As incertezas estão sempre presentes nos investimentos. É necessário medir essas incertezas quando se tenta estimar as possíveis perdas de um fundo de investimentos. Risco pode ser definido como qualquer medida numérica de incerteza. (JUNIOR, 2005, p. 1)

Segundo Duarte Júnior (2005) existem quatro dimensões de risco: risco de mercado, operacional, legais e de crédito, seu enfoque destina-se a aplicação de fundos de investimentos. Os conceitos podem ser estabelecidos no ramo de Incorporação e Construção Civil.

As percepções da formação da taxa de juros devem-se aos riscos endógenos da operação e exógenos. Correia Neto (2007) destaca que o estudo de risco e retorno é muito importante nas finanças e devem ser continuamente objetos de estudos e aperfeiçoamento. As taxas de juros são compostas pela taxa livre de risco e pela segunda parte que compõem a aversão ao risco do investidor, gerando o ditado popular “quanto maior o risco, maior a recompensa”. As incertezas de prospecções futuras aumentam o risco, nesse aspecto é importante os conjuntos de probabilidade futura, o objetivo não é apenas ter ciência dos eventos desfavoráveis, mas sim poder mensurar os impactos.

Santos e Schmidt (2006) destacam que os bens terão valores diferentes para os indivíduos, dependendo do conjunto de probabilidade que cada indivíduo classifica como aceitável em sua rotina, influenciando sua reta orçamentária de consumo, dependendo da sua utilidade marginal esperada.

Basicamente os indivíduos tomam as decisões de consumo imediato ou formação de poupança baseados na sua saciedade de consumo e suas possibilidades de maximização de consumo futuro.

A aversão ao risco influencia a taxa de juros, pois é o incremento exigido pelos investidores na taxa livre de risco para tolerar o grau de aversão ao risco, gerando sua curva de indiferença ao risco.

#### 5.1.4.1 Risco Total

Sandroni (1999), descreve risco como a partir de um conjunto de determinadas ações, diversos resultados são possíveis dentre as consequências conhecidas e mensuradas, e as desconhecidas, as quais chama de incertezas.

Dentro das possibilidades de investimento segundo Assaf Neto (2014) há o risco sistêmico devido as conjunturas econômicas e sociais, nas quais os ativos possuem diferentes impactos, os quais mesmo através da diversificação de portfólio não é possível eliminá-lo. O risco não sistemático que é inerente a cada ativo, ou seja, a tomada de decisão entre diferentes ativos ou projetos pode minimizar o risco total do investimento.

$$Risco\ Total = Risco\ Sistemático + Risco\ não\ Sistemático$$

#### 5.1.5 Composição da taxa de juros

Conforme descrito na conjuntura econômica estamos em um cenário de deterioração dos fundamentos macroeconômicos e a alocação dos recursos disponíveis estão com uma elevação do risco sistêmico. O capital internacional e até o capital nacional podem fazer a escolha de um risco sistêmico menor em outras economias, gerando um custo do capital elevado para os agentes deficitários que poderiam gerar emprego e renda. Nesse contexto a aplicação em títulos públicos tornam-se atraentes por serem “livres de risco”. O prêmio de risco, referente a diferença da taxa livre de risco torna-se punitiva a novas operações, tendo em vista um cenário restritivo de consumo.

Assaf Neto (2014) descreve a formação da taxa de juros como:

$$(1 + i) = (1 + RF) \times (1 + INF) \times (1 + RNS) \times (1 + RS)$$

Onde:

$i$ : Taxa nominal de juro cotada no mercado para um título de emissão privada;  
 $R_F$ : *Risk free*. Taxa real de juro livre de risco. É definida geralmente pelos títulos públicos, na ausência de inflação e praticamente destituída de risco;

$INF$ : Taxa de inflação esperada no futuro. O risco de não considerar a inflação esperada na formação das taxas de juros é a corrosão no poder de compra da moeda que reduz o ganho real do aplicador;

$R_{NS}$ : Risco não sistemático (emitente do título). Prêmio pelo risco de inadimplência, determinada pela possibilidade de o aplicador não receber os rendimentos e o principal aplicado na data fixada de vencimento. Quanto mais alta a taxa de risco de inadimplência de uma operação, mais alta a taxa nominal de juros exigida pelo investidor;

$R_S$ : risco sistemático (risco conjuntural). Risco de uma carteira plenamente diversificada.

Assaf descreve ainda o efeito da liquidez do título que também gera prêmio, em suma títulos com alta liquidez pagam menores taxas.

#### 5.1.5.1 Taxas Livre de Risco no Brasil

No Brasil as negociações consideradas de risco zero são:

- a) títulos emitidos pelo Tesouro Nacional;
- b) certificado de Depósitos Interfinanceiros (CDI).

Os títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro Nacional são remunerados pela SELIC, com o pressuposto de quase impossível a insolvência do Governo Nacional.

Já os títulos vinculados ao CDI são formados pelas taxas de empréstimos entre os bancos que possuem sobra de caixa, essa modalidade possui uma pequena elevação em relação a SELIC.

## 5.2 ANÁLISE E AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO

Com a inserção dos temas como investimento, custo de oportunidade e a formação das taxas de juros pode-se iniciar a análise e avaliação de investimentos. Fica clara a relação de mercado de agentes econômicos deficitários e superavitários, o dinheiro possui um custo, chamado de juros que representam a remuneração do risco dos agentes superavitários.

Na economia encontramos indivíduos que possuem o capital estocado, e indivíduos com ideias a serem empregadas no ciclo de produção, gerando emprego, renda e produtos destinados ao consumo. Nesse caso o mercado financeiro tem a suma importância de realizar o encontro do capital com as possibilidades de investimentos carentes de recursos.

### 5.2.1 Fluxo de Caixa

O Fluxo de caixa é uma ferramenta essencial para a análise de investimento para qualquer parte envolvida, Sandroni descreve como:

O pagamento ou recebimento efetivo de dinheiro por uma empresa ou instituição governamental. Na medida em que tais fluxos não coincidem necessariamente com os momentos nos quais os bens ou serviços são adquiridos, se não houver um planejamento financeiro adequado uma empresa pode encontrar-se em dificuldades para saldar seus compromissos, mesmo que esteja numa posição economicamente sólida (1999, p. 246).

Na análise de investimento o fluxo de caixa também é importante para os investidores, mensurando os períodos de exposição financeira, o retorno do investimento e quando o estará disponível.

O fluxo de caixa deve demonstrar o retorno do projeto com o custo de oportunidade do capital, verificando se há criação de valor e qual o período que o montante estará disponível, demonstrando qual a taxa total de retorno do projeto.

Jordan, Ross e Westerfield (2008) descrevem o fluxo de caixa como a ferramenta mais importante dentro das demonstrações financeiras. “Não existe uma demonstração financeira padrão que apresente essas informações na forma desejada” (2008, p. 32), destacando que o fluxo de caixa apresentado na demonstração contábil com o nome de Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC,

não supre a necessidade dos fluxos dos recursos, pois demonstram as variações das operações, investimentos e financiamentos necessário para rastrear as alterações no Balanço Patrimonial.

Correia Neto (2007) apresenta os usos do Fluxo de Caixa como: operacional, tático e estratégico. Subsidiando informações de liquidez necessárias para captações de recursos no curto e longo prazo ou investimento de recursos excedentes.

Samanez (2005) descreve como o resumo de entradas e saídas efetivas de dinheiro, gerando a possibilidade de analisar a viabilidade econômica de um projeto. Sua construção compreende um lapso temporal da vida útil do projeto observando os “ganhos que sejam superiores aos obtidos em qualquer outro investimento alternativo de igual risco” (2005, p. 305).

Assaf Neto (2014) salienta que a ferramenta é consagrada, e indica os benefícios futuros do investimento.

O conceito de fluxo de caixa, conforme é conhecido, não coincide normalmente com o resultado contábil da empresa, apurado pelo regime de competência. Enquanto o fluxo de caixa é mensurado de acordo com as efetivas movimentações de todas as entradas e saídas de fundos da empresa, o lucro contábil é mensurado por competência, não incorporando em seus cálculos determinados dispêndios não desembolsáveis (depreciação, por exemplo) e algumas saídas de caixa que não se constituem rigorosamente em despesas (amortização de dívidas, por exemplo) (2014, p. 358).

Fica evidenciado pelos autores que o fluxo de caixa é a posição inicial para qualquer análise de investimento, também destacam a diferença entre o fluxo de caixa e o DFC. A partir da elaboração do fluxo de caixa podemos utilizar as demais ferramentas.

Eliseu Martins (2001) descreve que os fluxos de caixa livre da perpetuidade devem ser apresentados em valor presente para demonstrar o fluxo econômico, ou seja, mostrando a criação efetiva de valor.

#### 5.2.1.1 Valor Presente Líquido

Dos métodos usuais para avaliação de análise de investimento, o Valor Presente Líquido – VPL é considerado um dos métodos mais completo. “O método



[...] tem como finalidade valorar em termos de valor presente o impacto dos eventos futuros” (SAMANEZ, 2005, p. 255).

$$VPL = -I + \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + K)^t}$$

Onde:

$FC_t$  = representa o fluxo t-ésimo período;

$I$  = Investimento Inicial;

$K$  = Custo do Capital;

$\Sigma$  = soma da data 1 até a data “n” dos fluxos descontados ao período inicial.

O resultado dos fluxos que forem positivos estaria cobrindo a preferência entre o consumo no presente e incertezas que já estão ajustados (descontados) pelo custo do capital em cada período, trazendo diferentes eventos para o presente. Correia Neto (2007) simplifica o método em converter todos os fluxos futuros positivos e negativos para o presente (período zero) e somá-los.

A medida do valor presente líquido é obtida pela diferença entre o valor presente dos benefícios líquidos de caixa, previstos para cada período do horizonte de duração do projeto, e o valor presente do investimento (desembolso de caixa). [...] ao descontar todos os fluxos de entradas e saídas de caixa de um investimento por uma taxa de desconto mínima aceitável pela empresa (definida por  $K$  na formulação), o NPV expressa em última análise, seu resultado econômico (riqueza) atualizado (ASSAF NETO, 2014, p. 389).

### 5.2.1.2 Índice de Lucratividade

O Índice de Lucratividade (IL) é considerado inicialmente para a verificação do projeto em: deficitário ou superavitário.

$$IL = \frac{\sum Entradas}{\sum Saídas}$$

Se o índice for superior a 1 o resultado do projeto é superavitário, podendo ser aceito em termos nominais. Numa análise refinada Jordan, Ross e Westerfield (2008) destacam que o índice definido com o Valor Presente dos fluxos na elaboração se superiores a 1 evidenciam a criação de valor econômico.

### 5.2.1.3 *Pay-back* descontado

Muitos investidores estipulam prazos para o retorno do capital, nesta ferramenta é calculado o prazo para retorno do investimento descontando o custo de oportunidade (SAMANEZ, 2005). Jordan, Ross e Westerfield (2008) chamam como Período de Retorno do Investimento Descontado, calculando o prazo necessário para retorno do investimento com sua remuneração.

$$I = \sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1 + K)^t}$$

Onde:

I = Investimento;

FC<sub>t</sub> = representa o fluxo caixa no período;

K = Custo do Capital.

A desvantagem nesse caso deve-se ao ponto de ruptura no ponto em que o fluxo se iguala ao investimento com seu custo de oportunidade, desconsiderando os valores excedentes. Nesse caso esse indicador deve apenas complementar e balizar a tomada de decisão, pois em casos que excedam a expectativa dos resultados posteriores, podem ser completamente ignorados.

### 5.2.1.4 Taxa Interna de Retorno – TIR (Internal Rate Of Return – IRR)

Conforme os autores citados anteriormente todos descrevem a Taxa Interna de Retorno – TIR como uma relação direta com o VPL. A TIR é a taxa que no desconto do VPL anula o resultado do fluxo de caixa.

Assaf Neto (2014) descreve que a necessidade para conhecimento da TIR é saber os fluxos de investimentos previstos e a geração de caixa líquido incrementais, gerando a rentabilidade expressa em termos na taxa de juros compostos do projeto.

$$I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+K)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t}$$

Onde:

$I_0$  = Investimento (início do projeto);

$I_t$  = Investimento subsequentes;

$K$  = Rentabilidade periódica (TIR);

$FC_t$  = Fluxos previstos.

A taxa resultante é prevista para o período em estudo, nesse caso a aceitação do projeto dá-se através da comparação da taxa mínima de atratividade e o resultado da TIR.

Samanez (2005) revela distorções e limitações do modelo:

- a) O Problema do reinvestimento;
- b) O problema na seleção de projetos mutuantes exclusivos de escala diferente;
- c) O problema da distribuição dos fluxos;
- d) O problema de múltiplas taxas internas de retorno.

Basicamente os problemas são dimensionados pelo retorno estar disposto em percentuais, não levando em consideração retornos absolutos, podendo ocorrer decisões equivocadas ou até mesmo exibir um resultado inexistente.

No presente estudo de caso a TIR não foi utilizada pelo resultado inexistente, pois o fluxo de caixa sofreu muitas variações positivas e negativas ao longo do projeto, excluindo esse indicador.

#### 5.2.1.5 Taxa Interna de Retorno Modificada – MTIR (*MIRR*)

Conforme disposto anteriormente a validade da TIR (ASSAF NETO, 2014) tem como pressuposto básico a reaplicação dos recursos dos fluxos intermediários se aplicados a mesma taxa do retorno. A MTIR leva em consideração a alteração da taxa para reaplicação de acordo com o custo de capital. A ideia central é que o

investimento não depende apenas da sua taxa de retorno, mas depende também da sua taxa reinvestimento, que será calculado com base no custo de capital.

### 5.3 MENSURAÇÃO DE CUSTOS

Sandroni (1999) considera custos como a avaliação monetária de todos os bens e serviços de origem material e imaterial, para a produção de bens ou serviços. O custo deve considerar os preços de todos os bens intermediários para a produção do bem final e consumo.

Nos estudos de finanças temos os custos históricos, custo histórico corrigido, custo corrente e custo corrente corrigido. Todos esses custos referem-se a visão das regras de negócio.

Besanko *et al* (2007, p. 43) em seu livro destaca as diferenças entre custos econômicos e contábeis:

Este conceito fundamenta-se nos princípios da contabilidade pelo regime da competência (receitas são reconhecidas quando ganhas e despesas quando incorridas, que enfatizam os custos históricos. As demonstrações contábeis – em particular, as demonstrações contábeis de resultados e balanços – são projetados para atender a um público externo à empresa – por exemplo, credores e investidores. Os números da contabilidade, portanto, têm que ser objetivos e verificáveis, princípios que são bem atendidos pelos custos históricos.

Os custos históricos utilizados na contabilidade (MARTINS, 2001) referem-se ao valor de compra (transação) de determinado ativo em um momento dado no passado, não considerando o custo atual, que pode possuir variações do cenário econômico, tanto no aspecto de uma reposição ou no custo de oportunidade, desde a compra do item até o presente momento de avaliação. As vantagens são de uma análise mais objetiva e de valores de fácil comprovação, porém em ambientes de inflação é desconsiderado o valor aquisitivo da moeda.

Custo Histórico corrigido (MARTINS, 2001) tem como pressuposto básico que os custos acompanhem as variações monetárias, descreve que se uma empresa distribui dividendos baseado no ativo à preço histórico, podendo estar distribuindo valor pelo fato da moeda ter perdido poder aquisitivo.

Fernandes, Santos e Schmidt (2006) descrevem o custo corrente como a variação do custo inicial de produção no estoque até o bem final, onde as variações de custos podem ser positivas ou negativas.

Os autores ainda demonstram a variação do custo para custo corrente corrigido, que irá considerar o valor de reposição até a produção do bem final e adicionar a variação do índice geral de preços (inflação).

É importante salientar que o CPC 46 introduz o Valor Justo e a NBC TG 46 – Mensuração do Valor Justo, e descrevem o procedimento, porém a resolução CFC n.º 1282/2010 descreve:

Art. 7º O Princípio do Registro pelo Valor Original determina que os componentes do patrimônio devem ser inicialmente registrados pelos valores originais das transações, expressos em moeda nacional.

§ 1º As seguintes bases de mensuração devem ser utilizadas em graus distintos e combinadas, ao longo do tempo, de diferentes formas:

I – Custo histórico. Os ativos são registrados pelos valores pagos ou a serem pagos em caixa ou equivalentes de caixa ou pelo valor justo dos recursos que são entregues para adquiri-los na data da aquisição. Os passivos são registrados pelos valores dos recursos que foram recebidos em troca da obrigação ou, em algumas circunstâncias, pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa, os quais serão necessários para liquidar o passivo no curso normal das operações; e

II – Variação do custo histórico. Uma vez integrado ao patrimônio, os componentes patrimoniais, ativos e passivos, podem sofrer variações decorrentes dos seguintes fatores:

a) Custo corrente. Os ativos são reconhecidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa, os quais teriam de ser pagos se esses ativos ou ativos equivalentes fossem adquiridos na data ou no período das demonstrações contábeis. Os passivos são reconhecidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa, não descontados, que seriam necessários para liquidar a obrigação na data ou no período das demonstrações contábeis;

b) Valor realizável. Os ativos são mantidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa, os quais poderiam ser obtidos pela venda em uma forma ordenada. Os passivos são mantidos pelos valores em caixa e equivalentes de caixa, não descontados, que se espera seriam pagos para liquidar as correspondentes obrigações no curso normal das operações da Entidade;

c) Valor presente. Os ativos são mantidos pelo valor presente, descontado do fluxo futuro de entrada líquida de caixa que se espera seja gerado pelo item no curso normal das operações da Entidade. Os passivos são mantidos pelo valor presente, descontado do fluxo futuro de saída líquida de caixa que se espera seja necessário para liquidar o passivo no curso normal das operações da Entidade;

d) Valor justo. É o valor pelo qual um ativo pode ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras, dispostas a isso, em uma transação sem favorecimentos; e

e) Atualização monetária. Os efeitos da alteração do poder aquisitivo da moeda nacional devem ser reconhecidos nos registros contábeis mediante o ajustamento da expressão formal dos valores dos componentes patrimoniais.

No que tange o Valor Justo, temos a limitação quanto a sua utilização na mensuração dos custos à produção. Conforme o CPC n.º 28 que estabelece os parâmetros de propriedades para investimento estabelecendo o reconhecimento, mensuração e divulgação para as contas de investimento.

Propriedade para investimento é a propriedade (terreno ou edifício – ou parte de edifício – ou ambos) mantida (pelo proprietário ou pelo arrendatário em arrendamento financeiro) para auferir aluguel ou para valorização do capital ou para ambas, e não para:

(a) uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativas; ou

(b) venda no curso ordinário do negócio (2010, p. 3).

Na atualização dos ativos fica vedada a mensuração pelo valor justo aos bens intermediários à produção. Nos casos do setor de Incorporação, os terrenos por natureza fazem parte do curso ordinário do negócio ficam registrados pelo valor original gerando distorções e no patrimônio líquido no primeiro momento e após o lançamento e a apropriação do resultado gerando margens superiores ao custo econômico.

#### 5.4 LUCRO CONTÁBIL E ECONÔMICO

Besanko *et al* salienta que as tomadas de decisões necessitam da mensuração dos custos econômicos, um exemplo básico é a distribuição dos dividendos das ações serem iguais ou superiores a outras aplicações com o mesmo nível de risco. A questão principal para um correto planejamento estratégico, é que os custos econômicos devem estar alinhados a necessidade de captação dos recursos necessários.

Abaixo a distinção entre o lucro contábil e econômico segundo o autor (BESANKO *et al*, 2007, p. 44):

Lucro contábil = Receita proveniente de vendas – Custo Contábil;

Lucro econômico = Receita proveniente de vendas – Custo Econômico;

Lucro econômico = Lucro contábil – (Custo econômico – Custo contábil).

Besanko (2007) salienta que o lucro econômico está intimamente ligado ao conceito de VPL, pois os fluxos futuros de capital são descontados a uma taxa de juros que representa o custo de oportunidade do capital empregado no projeto.

Catelli (2001) compilou as diferenciações dos modelos entre o Lucro Contábil e Econômico.

O autor destaca que os demonstrativos contábeis são elaborados de forma lógica, seguindo uma premissa fundamental de demonstrar a riqueza da empresa, em dado lapso temporal onde o lucro demonstra o incremento de riqueza, sem considerar o valor do dinheiro no tempo.

Os modelos de gestão econômica demonstram os resultados reais considerando os custos de oportunidade do capital.

A mensuração do custo de oportunidade define a criação de valor ao longo do processo produtivo, o custo de oportunidade deriva das taxas de juros vigentes na economia, que são dependentes da conjuntura econômica.

Os riscos políticos e econômicos fazem parte da mensuração da taxa e das disponibilidades de recursos no mercado.

Para a mensuração da criação de valor econômico devemos descontar os fluxos futuros.

### Quadro 3 - Lucro Contábil versus Lucro Econômico

<b>Lucro</b>	
<b>Contábil</b>	<b>Econômico</b>
1. Maior Subjetividade.	1. Maior subjetividade.
2. Apurado pelo confronto entre receitas realizadas pelas vendas e custos consumidos (ativos expirados).	2. Apuração pelo incremento no valor presente do patrimônio líquido.
3. Os ativos são avaliados na base de custos originais.	3. Os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios Futuros.
4. O patrimônio líquido aumenta pelo lucro.	4. O lucro deriva do aumento do patrimônio líquido da entidade.
5. Ênfase em custos.	5. Ênfase em valores.
6. Não reconhece ganhos não realizados.	6. Reconhecimento de ganhos realizados e não realizados.
7. Não se efetuam ajustes em função de mudanças nos níveis de preços dos bens.	7. São efetuados ajustes devido a mudanças nos níveis de preços dos bens da economia.
8. "Amarração" do lucro à condição de distribuição de dividendos.	8. "Amarração" do lucro à condição de aumento da riqueza, independentemente da condição de distribuição de dividendos.
9. Não reconhecimento do <i>goodwill</i> .	9. Reconhecimento do <i>goodwill</i> .
10. Utilização de regras e critérios dogmáticos.	10. Utilização de regras e critérios econômicos.

Fonte: Catelli (2001, p. 88).

### 5.4.1 Formação para uma taxa de desconto para Gestão Econômica

Conforme descrito até o presente momento para criarmos valor, devemos descontar o custo de oportunidade do capital. Assaf Neto (2014) diz que o valor econômico será criado a partir do incremento de caixa criado com as operações remunerando de forma justa o risco do investimento, “os fluxos são trazidos a valor presente descontados a uma taxa de juros adequada ao risco empresarial” (2014, p. 720).

A seguir será apresentado duas opções de formação de taxas.

#### 5.4.1.1 *Weighted Average Cost of Capital – WACC* (Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC)

O Custo Médio Ponderado – CMPC está diretamente ligado a estrutura de capital vigente, que está ligado diretamente à estrutura de capital da empresa com a proposição de Modigliani e Miller.

$$r_A = r_{WACC} = \frac{D}{D + E} r_D + \frac{E}{E + D} r_E$$

Essa fórmula diz que o retorno dos ativos ( $r_a$ ), sinônimo de custo médio ponderado de capital (aqui simbolizado por  $r_{wacc}$ ), é a soma ponderada do custo da dívida ( $r_d$  ou retorno exigido pelo capital de terceiros) e o custo do capital próprio ( $r_E$  ou retorno exigido pelo capital próprio, comumente chamados de sócios) (KLOECKNER; SANTOS; SCHMIDT, 2006, p. 189).

Basicamente busca-se mensurar o custo do capital empregado na empresa para obter-se a taxa de retorno esperado, através da estrutura de capital utilizada para geração dos fluxos futuros a serem descontados. A mensuração do custo da dívida ou financiamento, e a expectativa do retorno do capital próprio e de terceiros, desde que alinhados a realidade das relações de mercado formam a taxa de desconto dos fluxos futuros.

Santos e Schmidt (2006) descrevem a fórmula segundo Damodaram:

$$WACC = K_{pl} \left[ \frac{PL}{PL + D + P} \right] + K_d \left[ \frac{D}{PL + D + P} \right] + K_{ap} \left[ \frac{P}{PL + D + P} \right]$$



Onde:

$K_{pl}$  = custo do patrimônio líquido

$K_d$  = custo das dívidas após os impostos

$K_{ap}$  = custo das ações preferenciais

PL = patrimônio líquido a valor de mercado

D = dívida a valor de mercado

P = ações preferenciais a valor de mercado.

Samanez (2005) destaca que a ideia inicial do CMPC é que há simultaneidade de financiamento dos capitais de terceiros e próprio, na verdade essa é a situação usual da economia brasileira e de acordo com os custos de captação e subsídios tributários sobre o endividamento, direcionam as mudanças de estrutura de capital.

$$K = K_{cp} \left( \frac{CP}{V} \right) + K_d (1 - T) \left( \frac{D}{V} \right)$$

Onde:

$K_{pl}$  = custo médio ponderado do capital

$K_{cp}$  = custo de capital próprio

$K_d$  = custo marginal da dívida (taxa de juros paga sobre a dívida adicional)

D = valor da dívida

CP = valor de mercado capital próprio

V = CP + D = valor da empresa

T = alíquota marginal de imposto de renda

O CMPC tem por objetivo captar a taxa de juros necessária para remuneração dos capitais utilizados na empresa.

#### 5.4.1.2 *Capital Asset Pricing Model – CAPM*

A mensuração do CAPM do segmento econômico para utilização com taxa de desconto justifica-se pela citação de Assaf Neto:

O *CAPM* encontra grandes aplicações no campo de finanças. Inicialmente, o modelo permite determinar, de maneira consistente com o retorno esperado, o risco de um ativo. O retorno de um ativo[...], é formado pela taxa livre de risco mais um prêmio de mercado pelo risco. Em extensão ainda, ainda, o modelo permite o cálculo do risco de uma carteira, obtido pela média ponderada dos betas de cada componente. [...] oportunidade de se conhecer, por meio de um traçado de linha de característica de uma ação, a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa, ou seja, seu custo de capital próprio (2009, p. 260).

Assaf Neto salienta a importância desse indicador para a tomada de decisão financeira e avaliação do desempenho, e conhecer o risco da empresa através do Beta da empresa. Esse indicador representa a taxa livre de risco da economia e uma remuneração do risco sistemático inerente à operação. De forma resumida esse indicador representa a taxa de retorno dos *Stakeholders* do projeto que está sendo avaliado. Nos casos de empresas com mais de uma unidade de negócio ou atuação em mais de uma segmentação de mercado, descreve:

[...] permitir que se estime o retorno desejado para cada segmento de negócios e se avalie, ao mesmo tempo, seu desempenho econômico, principalmente em termos de agregação de valor (riqueza). Em verdade, a condição essencial no processo de criação de valor para uma empresa é quando sua atividade operacional produz retorno superior ao seu custo de capital (2009, p. 261).

Assaf Neto descreve a fórmula:

$$K_e = [R_F + \beta \times (R_M - R_F)] + RISCO_{BR}$$

Onde:

$R_F$  = taxa livre de risco

$R_M$  = retorno da carteira de mercado

$R_M - R_F$  = prêmio pelo risco de mercado

$\beta$  = coeficiente Beta

$RISCO_{BR}$  = risco país

Assaf Neto (2014) destaca que o mercado brasileiro não possui fundamentos para a correta precificação, porém no estudo de caso adaptaremos ao mercado brasileiro utilizando o *CAPM* local.

Santos e Schmidt (2006) destacam que o *CAPM* tem o fundamento no qual prêmio esperado varia proporcionalmente ao Beta. O retorno esperado pela aplicação do recurso que exceder a taxa livre de risco é o prêmio esperado.

Importante salientar que o Risco Brasil, anteriormente citado no panorama econômico que encontram-se em elevação, é a medida do risco de investidores que direcionam os recursos a um país, no caso o Brasil. Essa mensuração é feita pelo Banco *J.P. Morgan Chaise*, através do EMBI + Risco-Brasil.

Nesse sentido investidores mensuram o retorno esperado sobre o investimento e escolhem os ativos que possuem a menor variância entre retornos esperados e efetivos.

## 5.5 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

Os itens expostos até presente momento visam a formação de um cenário para mensurarmos um método de avaliação para o lançamento e acompanhamento de projetos de incorporação imobiliária.

O valor da informação a ser criada é diretamente ligado ao conceito de reduzir a incerteza na tomada de decisão, gerando uma maior qualidade da informação.

O valor da informação reside no fato de que ela deve reduzir a incerteza na tomada de decisão, ao mesmo tempo que procura aumentar a qualidade da decisão. Ou seja, uma informação passa a ser válida quando sua utilização aumenta a qualidade decisória, diminuindo a incerteza do gestor no ato da decisão (PADOVEZE, 2015, p. 28)

O modelo de avaliação busca elucidar as diferenças entre possuir um lucro contábil e não criar valor econômico. Utilizando o custo de oportunidade do capital testaremos o resultado efetivo de criação de valor. Vale destacar o exposto por Gitman:

O custo particular de cada fonte de financiamento é o custo após o imposto de renda de obter financiamento hoje, não o custo histórico refletido nos financiamentos existentes na contabilidade da empresa. [...] Embora essas técnicas tentem desenvolver valores calculados com rigor de custos específicos, bem como de custos médios ponderados, os valores resultantes são, na melhor de hipóteses, aproximações grosseiras, devido as inúmeras suposições e previsões em que se baseiam (1984, p. 484).

A medição visa a verificação do desempenho planejado e realizado, através de indicadores previamente estabelecidos e ao compararmos empresas devemos ter a consciência de otimizarmos as diferenças de porte e investimento.

O acompanhamento do resultado econômico na criação de valor, deve-se ao desempenho das atividades desenvolvidas em toda a cadeia de produção, inclusive no processo decisório da escolha de projetos. Visa-se no presente trabalho testar o método contábil e econômico, com duas variações para verificarmos os resultados obtidos.

## 6 ESTUDO DE CASO

Neste capítulo utilizaremos um empreendimento imobiliário realizado em Porto Alegre para o estudo de caso, a Incorporadora criou uma SCP para o lançamento e comercialização das unidades. O empreendimento em questão já está concluído.

Conforme já descrito, os investimentos necessários para o segmento em questão até o momento da entrega do bem são intensivos, com fluxos de caixas dos compradores insuficientes para financiar a produção.

A natureza do ciclo produtivo é de exposição, com necessidade de alavancagem e forte dependência do cenário econômico para produção e consumo, com as percepções futuras dos agentes econômicos completando o cenário.

Objetiva-se com os dados coletados, analisar a contabilidade como um instrumento para avaliação de empreendimentos no longo prazo, no setor de Incorporação e Construção Civil.

O estudo de caso terá foco no Demonstrativo de Resultado dos Exercícios para evidenciar as conclusões.

### 6.1 COLETA DE DADOS

Os dados coletados para o desenvolvimento foram extraídos dos conjuntos de publicações contábeis do empreendimento, conforme as normas vigentes.

#### 6.1.1 Conjunto de demonstrações financeiras

A seguir serão apresentadas as Demonstrações Contábeis conforme as normas vigentes, que caracterizaram a evolução da contabilidade no Brasil e sua aderência aos padrões internacionais. Os números apresentados são produtos de um multiplicador, para resguardar as informações originais e a identidade do empreendimento, porém mantendo a proporcionalidade das diversas rúbricas apresentadas.

Tabela 7 - Balanço Patrimonial 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014

Balanço Patrimonial	2010	2011	2012	2013	2014					
<b>ATIVO</b>										
<b>Circulante</b>	<b>4.955</b>	<b>96,23%</b>	<b>3.189</b>	<b>30,52%</b>	<b>9.250</b>	<b>73,55%</b>	<b>5.786</b>	<b>69,96%</b>	<b>844</b>	<b>36,22%</b>
Caixa	9	0,17%	93	0,89%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Banco Conta Movimento	91	1,78%	193	1,85%	37	0,30%	727	8,80%	1	0,05%
Banco Conta Aplicação	2.200	42,73%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Prom. Comp. de Imóveis	0	0,00%	161	1,54%	6.704	53,30%	4.751	57,44%	803	34,49%
Adiant. à Fornecedores	63	1,22%	54	0,51%	14	0,11%	0	0,00%	0	0,00%
Adiant. à Funcionários	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Impostos à Recuperar	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	36	0,44%	39	1,67%
Outros Créditos a Receber	35	0,68%	39	0,38%	39	0,31%	0	0,00%	0	0,00%
Estoque de Imóveis	2.534	49,22%	2.620	25,08%	2.423	19,26%	271	3,28%	0	0,00%
Despesas Diferidas	22	0,43%	29	0,28%	32	0,25%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Não Circulante</b>	<b>194</b>	<b>3,77%</b>	<b>7.259</b>	<b>69,48%</b>	<b>3.327</b>	<b>26,45%</b>	<b>2.485</b>	<b>30,04%</b>	<b>1.486</b>	<b>63,78%</b>
Outros Créditos	191	3,72%	60	0,57%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Partes Relacionadas	3	0,05%	7	0,07%	557	4,43%	2.313	27,97%	1.486	63,78%
Prom. Comp. de Imóveis	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Despesas Diferidas	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Conta Bloqueada	0	0,00%	7.192	68,83%	2.771	22,03%	172	2,08%	0	0,00%
Imobilizado Líquido	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>5.149</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.448</b>	<b>100,00%</b>	<b>12.577</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.270</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.329</b>	<b>100,00%</b>
<b>PASSIVO</b>										
<b>Circulante</b>	<b>4.818</b>	<b>93,57%</b>	<b>3.634</b>	<b>34,78%</b>	<b>12.118</b>	<b>96,35%</b>	<b>5.669</b>	<b>68,54%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
Fornecedores	91	1,77%	204	1,96%	8	0,06%	64	0,78%	0	0,02%
Obr. Sociais e Trabalhistas	0	0,00%	16	0,16%	13	0,10%	0	0,00%	0	0,00%
Obrigações Tributárias	250	4,86%	55	0,53%	92	0,73%	299	3,62%	71	3,17%
Adiantamento de Clientes	3.284	63,77%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Impostos Diferidos	0	0,00%	11	0,11%	230	1,83%	155	1,87%	0	0,00%
Retenções Técnicas	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	23	0,27%	14	0,63%
Provisões Constituídas	0	0,00%	0	0,00%	33	0,26%	0	0,00%	0	0,00%
Partes Relacionadas	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Empréstimos e Financ.	0	0,00%	3.323	31,80%	11.743	93,37%	5.099	61,66%	0	0,00%
Obr. por compra de Terreno	1.193	23,17%	24	0,23%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Obr. por Adm. de Obra	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	28	0,34%	4	0,19%
Outras Obrigações	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Não Circulante</b>	<b>86</b>	<b>1,67%</b>	<b>4.518</b>	<b>43,24%</b>	<b>266</b>	<b>2,12%</b>	<b>202</b>	<b>2,44%</b>	<b>200</b>	<b>8,95%</b>
Empréstimos e Financ.	0	0,00%	4.347	41,61%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Partes Relacionadas	86	1,67%	81	0,78%	0	0,00%	93	1,12%	91	4,08%
Prov. para contingências	0	0,00%	89	0,85%	175	1,39%	109	1,32%	109	4,87%
Outras Obrigações	0	0,00%	0	0,00%	91	0,73%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>245</b>	<b>4,76%</b>	<b>2.296</b>	<b>21,98%</b>	<b>193</b>	<b>1,54%</b>	<b>2.400</b>	<b>29,01%</b>	<b>2.039</b>	<b>91,05%</b>
Capital Social	1	0,02%	91	0,87%	91	0,72%	91	1,10%	0	0,00%
AFAC	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Reserva de Lucro	244	4,74%	2.205	21,10%	102	0,81%	2.309	27,91%	2.039	91,05%
<b>TOTAL DO PASSIVO E P. L.</b>	<b>5.149</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.448</b>	<b>100,00%</b>	<b>12.577</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.270</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.240</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados fornecidos pela Incorporadora (2015).

A seguir serão demonstrados os resultados dos exercícios de 2010 à 2014, para avaliar o desempenho consolidamos os resultados e comparar com a viabilidade inicial que será apresentada.

Os demonstrativos contábeis abaixo já contemplam os custos das dívidas que foram necessárias para suprir as exposições de caixas, também foram concedidos descontos para os clientes baseados no custo de oportunidade do capital próprio, a fim de otimizar os fluxos sem a necessidade de uma captação maior que onerasse os custos financeiros. A obra teve um estouro de custo de 14,57% do orçamento (estouro de R\$ 3.308 e orçamento total R\$ 22.713 na base de dez/2014), um resultado que nos anos de 2010 e 2011 espelham o ocorrido no

mercado, houve um reconhecimento de estouro de custos nesse ciclo, que refletiu diretamente nas cotações das empresas listadas na bolsa de valores.

**Tabela 8 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014**

DRE	2010		2011		2012		2013		2014	
<b>Receita de Vendas</b>	<b>3.786</b>	<b>103,79%</b>	<b>9.133</b>	<b>105,50%</b>	<b>11.740</b>	<b>102,15%</b>	<b>13.434</b>	<b>104,17%</b>	<b>1.090</b>	<b>104,21%</b>
Rec. de Incorp. de Imóveis	3.786	103,79%	9.133	105,50%	11.740	102,15%	13.434	104,17%	1.090	104,21%
<b>Dedução de Vendas</b>	<b>(138)</b>	<b>-3,79%</b>	<b>(476)</b>	<b>-5,50%</b>	<b>(247)</b>	<b>-2,15%</b>	<b>(537)</b>	<b>-4,17%</b>	<b>(44)</b>	<b>-4,21%</b>
Imposto sobre Vendas	(138)	-3,79%	(333)	-3,85%	(247)	-2,15%	(537)	-4,17%	(44)	-4,21%
Vendas Canceladas	0	0,00%	(142)	-1,65%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>3.648</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.657</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.493</b>	<b>100,00%</b>	<b>12.897</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.046</b>	<b>100,00%</b>
<b>Custos</b>	<b>(2.985)</b>	<b>-81,83%</b>	<b>(6.223)</b>	<b>-71,88%</b>	<b>(11.147)</b>	<b>-96,99%</b>	<b>(9.530)</b>	<b>-73,89%</b>	<b>(743)</b>	<b>-71,02%</b>
Custos dos Imóveis Vendidos	(2.985)	-81,83%	(6.223)	-71,88%	(11.147)	-96,99%	(9.530)	-73,89%	(743)	-71,02%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>663</b>	<b>18,17%</b>	<b>2.434</b>	<b>28,12%</b>	<b>346</b>	<b>3,01%</b>	<b>3.367</b>	<b>26,11%</b>	<b>303</b>	<b>28,98%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(226)</b>	<b>-6,19%</b>	<b>(304)</b>	<b>-3,51%</b>	<b>(163)</b>	<b>-1,42%</b>	<b>(404)</b>	<b>-3,14%</b>	<b>(138)</b>	<b>-13,17%</b>
Despesas com Vendas	(156)	-4,28%	(273)	-3,15%	(75)	-0,65%	(129)	-1,00%	(11)	-1,00%
Despesas Administrativa	(14)	-0,39%	(32)	-0,36%	(139)	-1,21%	(137)	-1,06%	(77)	-7,39%
Despesas Tributárias	(39)	-1,07%	(0)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Outras Desp. Operacionais	(16)	-0,45%	0	0,00%	51	0,44%	(138)	-1,07%	(50)	-4,78%
Despesas com Provisões	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Resultado da Atividade</b>	<b>437</b>	<b>11,98%</b>	<b>2.130</b>	<b>24,60%</b>	<b>183</b>	<b>1,60%</b>	<b>2.963</b>	<b>22,97%</b>	<b>165</b>	<b>15,81%</b>
<b>Resultado Financ. Líquido</b>	<b>(7)</b>	<b>-0,19%</b>	<b>41</b>	<b>0,48%</b>	<b>(87)</b>	<b>-0,76%</b>	<b>(167)</b>	<b>-1,29%</b>	<b>204</b>	<b>19,53%</b>
Resultado Financeiro	(7)	-0,19%	41	0,48%	(87)	-0,76%	(167)	-1,29%	204	19,53%
<b>Lucro antes IRPJ/CSLL</b>	<b>430</b>	<b>11,80%</b>	<b>2.171</b>	<b>25,08%</b>	<b>96</b>	<b>0,84%</b>	<b>2.796</b>	<b>21,68%</b>	<b>370</b>	<b>35,34%</b>
Imp. de Renda e Contr. Social	(105)	-2,87%	(231)	-2,67%	(356)	-3,10%	0	0,00%	0	0,00%
<b>RESULTADO DO EXERC.</b>	<b>326</b>	<b>8,92%</b>	<b>1.940</b>	<b>22,41%</b>	<b>(260)</b>	<b>-2,26%</b>	<b>2.796</b>	<b>21,68%</b>	<b>370</b>	<b>35,34%</b>

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora (2015)

**Tabela 9 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado**

DRE	Consolidado	
<b>Receita de Vendas</b>	<b>39.183</b>	<b>103,82%</b>
Rec. de Incorp. de Imóveis	39.183	103,82%
<b>Dedução de Vendas</b>	<b>(1.442)</b>	<b>-3,82%</b>
Imposto sobre Vendas	(1.300)	-3,44%
Vendas Canceladas	(142)	-0,38%
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>37.741</b>	<b>100,00%</b>
<b>Custos</b>	<b>(30.628)</b>	<b>-81,15%</b>
Custos dos Imóveis Vendidos	(30.628)	-81,15%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>7.113</b>	<b>18,85%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(1.235)</b>	<b>-3,27%</b>
Despesas com Vendas	(643)	-1,70%
Despesas Administrativas	(399)	-1,06%
Despesas Tributárias	(39)	-0,10%
Outras Despesas Operacionais	(153)	-0,41%
Despesas com Provisões	0	0,00%
<b>Resultado da Atividade</b>	<b>5.879</b>	<b>15,58%</b>
<b>Resultado Financeiro Líquido</b>	<b>(15)</b>	<b>-0,04%</b>
Resultado Financeiro	(15)	-0,04%
<b>Lucro antes IRPJ/CSLL</b>	<b>5.864</b>	<b>15,54%</b>
Imp. de Renda e Contr. Social	(692)	-1,83%
<b>RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>5.172</b>	<b>13,70%</b>

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora (2015)

Notamos que no DRE não há a descrição do custo de capital próprio, conforme mencionado ao longo do trabalho, sendo que a contabilidade desconhece em sua teoria tal fato.

Embora o empreendimento tenha trabalhado com recursos de terceiros, que será demonstrado nos indicadores na Tabela 13, de fato houve recursos próprios mobilizados para a produção do empreendimento.

Tabela 10 - Quadro de Indicadores

	2010	2011	2012	2013	2014
Capital Circulante Líquido	137,05	(445,06)	(2.867,84)	116,79	843,56
Capital Circulante Próprio	51,18	(4.962,64)	(3.133,87)	(85,09)	553,56
Índice de Liquidez Total	1,05	1,28	1,02	1,41	11,61
Índice de Liquidez Corrente	1,03	0,88	0,76	1,02	9.413,13
Índice de Liquidez Seca	0,49	0,16	0,55	0,56	(19.565,18)
Índice de Liquidez Imediata	0,48	0,08	0,00	0,13	13,44
Capital de Terceiro/ Capital Próprio	20,00	3,55	64,06	2,45	0,10
Capital de Terceiro/ Passivo Total	0,95	0,78	0,98	0,71	0,09
Passivo Circulante / Exigível Total	0,98	0,45	0,98	0,97	0,00
Giro do Ativo	0,71	0,83	0,91	1,56	0,45
Lucratividade	0,09	0,22	(0,02)	0,22	0,35
Retorno sobre Investimento (ROI)	0,06	0,03	0,03	0,04	0,14
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	1,33	1,53	(0,21)	2,16	0,17
Retorno sobre o Ativo médio (ROA)	0,08	0,27	0,02	0,28	0,03

Fonte: Próprio Autor (2015)

As análises de Balanços de Empresas do segmento possuem diversos interessados, dentre os principais:

- a) fornecedores que objetivam ver a capacidade das empresas em honrarem seus compromissos;
- b) instituições financeiras para previsibilidade da solvência do plano empresário à produção;
- c) concorrentes para a mensuração de eficiência;
- d) clientes que estão investindo em imóveis em produção que desejam mensurar o risco da aquisição;
- e) acionistas objetivando mensurar o rendimento de seus ativos;
- f) administradores verificando os resultados das decisões tomadas durante o exercício;
- g) governo para desenvolver políticas para o desempenho do segmento.

Conforme o quadro de Indicadores, fica visível que o processo é de longo prazo e os indicadores de Capital Circulante Líquido e Próprio iniciam positivos em 2010. Conforme inicia-se a venda com antecipação dos clientes e posteriormente a produção do empreendimento com as liberações das parcelas do Plano Empresário, demonstra o emprego do capital de terceiros.

Fica evidenciado através dos índices de participação de capital de terceiros que na essência o processo produtivo foi financiado por este capital até a entrega do empreendimento.

Fica evidenciado que a estrutura da operação do empreendimento estava focada na utilização de recursos de terceiros, minimizando a estrutura de capital próprio.



Embora o foco seja na utilização do capital de terceiros conforme os índices, nota-se que nos resultados de forma individual ou consolidado dos exercícios conforme já mencionado, não há a mensuração do custo de oportunidade do capital próprio.

Nesse quesito vamos utilizar o *CAPM* ajustado para países emergentes, para avaliarmos o resultado do empreendimento em questão para remuneração do capital próprio e VPL da viabilidade.

Com a seguinte fórmula citada no item 5.4.1.2:

$$K_e = [R_F + \beta x (R_M - R_F)] + RISCO_{BR}$$

**Tabela 11 - Custo do Capital Próprio - CAPM**

<i>Arithmetic Average</i>	<i>S&amp;P 500</i>	<i>3-month T.Bill</i>	<i>10-year T. Bond</i>	<i>Risco Brasil</i>	<i>β IMOB</i>	<i>CAPM</i>
<b>1928-2010</b>	11,32%	3,70%	5,28%	5,26%	1,15	<b>17,51%</b>
<b>1928-2011</b>	11,21%	3,66%	5,41%	4,57%	1,12	<b>16,46%</b>
<b>1928-2012</b>	11,26%	3,61%	5,38%	3,39%	0,89	<b>14,01%</b>
<b>1928-2013</b>	11,50%	3,57%	5,21%	2,75%	0,82	<b>13,13%</b>
<b>1928-2014</b>	11,53%	3,53%	5,28%	2,46%	0,94	<b>13,58%</b>

Fonte: Damodaran (2015) e IPEA (2015).

Os dados para formação do Beta do setor foram buscados no Índice BM&FBOVESPA Imobiliário (IMOB) com sua correlação ao Ibovespa, sempre com a variação diária de cada ano, no que diz respeito ao Risco Brasil foi utilizado a média de dez anos anteriores a cada série da EMBI + Risco-Brasil.

A ideia central é que a taxa para remuneração do capital próprio comporte além do retorno esperado pelos investidores, também contemple o cenário econômico de cada período.

Notamos uma taxa elevada em 2010 e 2011, conforme citado foi um período de reconhecimento da ineficácia do segmento com ajustes de orçamentos e diminuição de resultados das empresas listadas em bolsa.

Como os conjuntos de Demonstrações Contábeis não contemplam o custo do capital próprio, é importante salientar que o resultado econômico, ou a criação de valor efetivamente acontece após a remuneração do custo de capital próprio.

A seguir calcularemos os Demonstrativos de Resultados de Exercício com o ajuste do custo de capital próprio, incluindo o custo da mensuração no lucro bruto,

pois o autor entende que o custo de oportunidade está diretamente ligado a atividade principal.

**Tabela 12 - Demonstrativo de Resultado do Exercício Ajustado - DRE 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014**

DRE	2010		2011		2012		2013		2014	
<b>Receita de Vendas</b>	<b>3.786</b>	<b>103,79%</b>	<b>9.133</b>	<b>105,50%</b>	<b>11.740</b>	<b>102,15%</b>	<b>13.434</b>	<b>104,17%</b>	<b>1.090</b>	<b>104,21%</b>
Rec. de Incorpor. de Imóveis	3.786	103,79%	9.133	105,50%	11.740	102,15%	13.434	104,17%	1.090	104,21%
<b>Dedução de Vendas</b>	<b>(138)</b>	<b>-3,79%</b>	<b>(476)</b>	<b>-5,50%</b>	<b>(247)</b>	<b>-2,15%</b>	<b>(537)</b>	<b>-4,17%</b>	<b>(44)</b>	<b>-4,21%</b>
Imposto sobre Vendas	(138)	-3,79%	(333)	-3,85%	(247)	-2,15%	(537)	-4,17%	(44)	-4,21%
Vendas Canceladas	0	0,00%	(142)	-1,65%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>3.648</b>	<b>100,00%</b>	<b>8.657</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.493</b>	<b>100,00%</b>	<b>12.897</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.046</b>	<b>100,00%</b>
<b>Custos</b>	<b>(2.985)</b>	<b>-81,83%</b>	<b>(6.223)</b>	<b>-71,88%</b>	<b>(11.147)</b>	<b>-96,99%</b>	<b>(9.530)</b>	<b>-73,89%</b>	<b>(743)</b>	<b>-71,02%</b>
Custos dos Imóveis Vendidos	(2.985)	-81,83%	(6.223)	-71,88%	(11.147)	-96,99%	(9.530)	-73,89%	(743)	-71,02%
<b>Remuneração Capital Próprio</b>	<b>(43)</b>	<b>-1,18%</b>	<b>(378)</b>	<b>-4,37%</b>	<b>(27)</b>	<b>-0,24%</b>	<b>(315)</b>	<b>-2,44%</b>	<b>(277)</b>	<b>-26,48%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>620</b>	<b>16,99%</b>	<b>2.056</b>	<b>23,75%</b>	<b>319</b>	<b>2,78%</b>	<b>3.052</b>	<b>23,67%</b>	<b>26</b>	<b>2,49%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(226)</b>	<b>-6,19%</b>	<b>(304)</b>	<b>-3,51%</b>	<b>(163)</b>	<b>-1,42%</b>	<b>(404)</b>	<b>-3,14%</b>	<b>(138)</b>	<b>-13,17%</b>
Despesas com Vendas	(156)	-4,28%	(273)	-3,15%	(75)	-0,65%	(129)	-1,00%	(11)	-1,00%
Despesas Administrativas	(14)	-0,39%	(32)	-0,36%	(139)	-1,21%	(137)	-1,06%	(77)	-7,39%
Despesas Tributárias	(39)	-1,07%	(0)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Outras Despesas Operacionais	(16)	-0,45%	0	0,00%	51	0,44%	(138)	-1,07%	(50)	-4,78%
Despesas com Provisões	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Resultado da Atividade</b>	<b>394</b>	<b>10,81%</b>	<b>1.752</b>	<b>20,24%</b>	<b>156</b>	<b>1,36%</b>	<b>2.648</b>	<b>20,53%</b>	<b>(112)</b>	<b>-10,67%</b>
<b>Resultado Financeiro Líquido</b>	<b>(7)</b>	<b>-0,19%</b>	<b>41</b>	<b>0,48%</b>	<b>(87)</b>	<b>-0,76%</b>	<b>(167)</b>	<b>-1,29%</b>	<b>204</b>	<b>19,53%</b>
Resultado Financeiro	(7)	-0,19%	41	0,48%	(87)	-0,76%	(167)	-1,29%	204	19,53%
<b>Lucro antes IRPJ/CSLL</b>	<b>387</b>	<b>10,62%</b>	<b>1.793</b>	<b>20,72%</b>	<b>69</b>	<b>0,60%</b>	<b>2.481</b>	<b>19,24%</b>	<b>93</b>	<b>8,86%</b>
Imp. de Renda e Contr. Social	(105)	-2,87%	(231)	-2,67%	(356)	-3,10%	0	0,00%	0	0,00%
<b>RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>283</b>	<b>7,75%</b>	<b>1.562</b>	<b>18,05%</b>	<b>(287)</b>	<b>-2,50%</b>	<b>2.481</b>	<b>19,24%</b>	<b>93</b>	<b>8,86%</b>

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora, ajustada pelo Autor (2015).

**Tabela 13 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado**

DRE	Consolidado	
<b>Receita de Vendas</b>	<b>39.183</b>	<b>103,82%</b>
Rec. de Incorpor. de Imóveis	39.183	103,82%
<b>Dedução de Vendas</b>	<b>(1.442)</b>	<b>-3,82%</b>
Imposto sobre Vendas	(1.300)	-3,44%
Vendas Canceladas	(142)	-0,38%
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>37.741</b>	<b>100,00%</b>
<b>Custos</b>	<b>(30.628)</b>	<b>-81,15%</b>
Custos dos Imóveis Vendidos	(30.628)	-81,15%
<b>Remuneração Capital Próprio</b>	<b>(1.040)</b>	<b>-2,76%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>6.073</b>	<b>16,09%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(1.235)</b>	<b>-3,27%</b>
Despesas com Vendas	(643)	-1,70%
Despesas Administrativas	(399)	-1,06%
Despesas Tributárias	(39)	-0,10%
Outras Despesas Operacionais	(153)	-0,41%
Despesas com Provisões	0	0,00%
<b>Resultado da Atividade</b>	<b>4.839</b>	<b>12,82%</b>
<b>Resultado Financeiro Líquido</b>	<b>(15)</b>	<b>-0,04%</b>
Resultado Financeiro	(15)	-0,04%
<b>Lucro antes IRPJ/CSLL</b>	<b>4.823</b>	<b>12,78%</b>
Imp. de Renda e Contr. Social	(692)	-1,83%
<b>RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>4.132</b>	<b>10,95%</b>

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora, ajustada pelo Autor (2015)

Nota-se uma redução do resultado do empreendimento em 2,75% com a remuneração do custo de capital próprio em R\$ 1.040, apenas com a mensuração do custo de oportunidade do capital, gerando o resultado econômico de R\$ 4.132.

Cabe salientar mais uma vez que o custo da dívida já está mensurado nos demonstrativos, e o custo financeiro da produção referente ao plano empresário durante o período de produção, é considerado custo de produção e após o término de obra passa a despesa financeira.

No estudo de viabilidade estamos com os seguintes resultados no lançamento do empreendimento:

**Tabela 14 - Demonstrativo de Resultado do Exercício - DRE Consolidado Estudo de Viabilidade**

DRE	Consolidado	
<b>Receita de Vendas</b>	<b>40.357</b>	<b>103,23%</b>
Rec. de Incorp. de Imóveis	40.357	103,23%
<b>Dedução de Vendas</b>	<b>(1.263)</b>	<b>-3,23%</b>
Imposto sobre Vendas	(1.263)	-3,23%
Vendas Canceladas	0	0,00%
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>39.094</b>	<b>100,00%</b>
<b>Custos</b>	<b>(24.738)</b>	<b>-67,45%</b>
Custos dos Imóveis Vendidos	(24.738)	-67,45%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>14.356</b>	<b>32,55%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(2.643)</b>	<b>-6,85%</b>
Despesas com Vendas	(2.477)	-6,41%
Despesas Administrativas	(81)	-0,21%
Despesas Tributárias	(37)	-0,10%
Outras Despesas Operacionais	(48)	-0,13%
Despesas com Provisões	0	0,00%
<b>Resultado da Atividade</b>	<b>11.713</b>	<b>25,70%</b>
<b>Resultado Financeiro Líquido</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
Resultado Financeiro	0	0,00%
<b>Lucro antes IRPJ/CSLL</b>	<b>(1.158)</b>	<b>-2,96%</b>
Imp. de Renda e Contr. Social	(1.158)	-2,96%
<b>RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>10.555</b>	<b>27,00%</b>
<b>VPL sobre Fluxo VGV</b>	<b>25.890</b>	<b>100,00%</b>
<b>VPL sobre Fluxo Operacional</b>	<b>4.082</b>	<b>11,07%</b>

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora, ajustada pelo Autor (2015)

A projeção de Lucro Nominal estava em 25,70% sobre o VGV de lançamento, como trabalhamos com uma tabela de vendas de 20% durante a produção e 80% no repasse ou chaves do empreendimento, é comum no mercado o desconto de Valor Presente Líquido para as aquisições de clientes.

Propostas de antecipação do fluxo de recebíveis são descontadas de acordo com a taxa do *CAPM* apresentada em cada período.

Na concepção do estudo devido aos riscos endógenos e exógenos tínhamos uma taxa elevada de 17,51% ao ano (2010), os fluxos foram descontados com essa taxa para previsibilidade futura. Vale destacar que o contexto era de desconfiança pelo reconhecimento dos estouros de orçamento das Incorporadoras.

O desconto do fluxo operacional pela taxa tem o pressuposto básico da mensuração dos riscos da operação, inclusive de ambientes políticos e regulatórios.

Nota-se a proximidade do resultado projetado pelo VPL e os resultados ajustados após a remuneração do custo de capital próprio, vale salientar que a previsão está com uma taxa que historicamente teve decréscimo e os resultados anuais foram ajustados pelas suas taxas anuais conforme exposto na formação das taxas de juros (*CAPM*).

O Método contábil ignora o custo de oportunidade do capital próprio, nesse caso pela projeção nominal teríamos resultados majorados em 12%, que pela taxa do custo de oportunidade foi anulada pelos retornos esperados na segunda opção de aplicação do capital para 11,07%.

A contabilidade tangencia para o resultado final a cada exercício até o fechamento do ciclo, pois escritura os acontecimentos realizados. Com o Resultado a VPL atualizado pelo INCC-M para dezembro de 2014, atingiremos R\$ 5.500 contra um resultado nominal contábil de R\$ 5.171 e com ajuste no custo de oportunidade do capital próprio para R\$ 4.132.

Como o resultado da viabilidade está com a base de atualização para dezembro de 2014, devemos compará-los com os resultados em moeda forte (INCC-M), assim ficaremos com o resultado contábil em R\$ 5.890 e com o desconto do custo de capital próprio em R\$ 4.720.

Pode-se notar a aderência da avaliação econômica ao desempenho no longo prazo, cabe salientar que essa obra teve um estouro de R\$ 3.308 e no ano de lançamento os investidores tinham a desconfiança dos orçamentos dos empreendimentos como fator de risco, majorando a taxa, o que foi corroborado com o estouro do orçamento.

A seguir demonstraremos que a regra do negócio na Incorporação e Construção Civil gera resultado na margem bruta e naturalmente reflete na margem final do empreendimento.

Para a análise cabe a exposição dos seguintes fatos sobre as tabelas utilizadas com as seguintes premissas:

- a) tabela 1 utilizada no lançamento é composta por quatro sinais de 2% (8%), trinta e duas mensais 0,38% (12%) e repasse nas chaves em única parcela de financiamento de 80%;
- b) tabela 2 refere-se a venda à vista com desconto no vpl no lançamento;

- c) tabela 3 utilizada no vigésimo mês após o lançamento é composta por quatro sinais de 2% (8%), doze mensais 0,38% (4,50%) e repasse nas chaves em única parcela de financiamento de 87,50%.

Os custos serão expostos conforme curva de obra prevista e serão demonstrados de forma nominal, com correção contábil (apenas correção sobre o saldo a realizar), em moeda forte (com correção integral pelo INCC-M) e em moeda forte apropriando o custo de oportunidade do capital nos fluxos contratados.

**Tabela 15 - Avaliação Receitas e Custos de Produção**

Posição	Nominal	Correção Contábil	Moeda Forte	Moeda Forte Com Custo de Oportunidade
<b>Custo de Obra</b>	(176,31)	(199,56)	(222,68)	(274,12)
<b>Tabela 1</b>	381,00	461,35	474,80	518,86
<b>Margem Bruta 1</b>	53,73%	56,74%	53,10%	47,17%
<b>Tabela 2</b>	253,16	253,16	315,49	518,86
<b>Margem Bruta 2</b>	30,36%	21,17%	29,42%	47,17%
<b>Tabela 3</b>	422,29	470,04	474,80	491,52
<b>Margem Bruta 2</b>	58,25%	57,54%	53,10%	44,23%

Fonte: Dados Fornecidos pela Incorporadora, ajustada pelo Autor. (2015)

Conforme exposição dos dados nota-se que as vendas à vista (Tabela 2) pela correção contábil sofre uma queda considerável na margem bruta, ou seja, no ciclo operacional a contabilidade não considera a remuneração do custo de oportunidade do capital. As Tabelas 1 e 2 possuem as maiores margens pela correção contábil, isso deve-se ao ciclo de produção do bem ser anterior a maior parcela de pagamento que sofrem correções sobre os saldos.

Além dos custos na data base representarem 46,27% da receita total na mesma base, eles incorrem antes que a parcela de financiamento (80% do VGV).

Na escolha pelo método contábil de correção ou nominal a opção de Margem Bruta está pela venda no vigésimo mês após o lançamento, que possui uma maior ineficiência de venda.

Com a Moeda Forte há a correção dos custos e receitas, nota-se que as Tabelas 1 e 3 estão com as mesmas margens e já possuímos uma correção da margem bruta em relação a venda à vista (Tabela 2).

Quando completa-se a avaliação com Moeda Forte e Custo de Oportunidade do Capital há a igualdade das Tabelas 1 e 2. Na Tabela 3 há somente a correção do INCC-M sobre o preço até a venda, e somente após a contratação que há correção

do custo de oportunidade, pois os preços no mercado são corrigidos pelo INCC-M. Sendo assim uma venda posterior ao lançamento, impacta no resultado e a incorporação do custo de oportunidade no estoque pode, pelo aumento de preço, deixar o preço fora de mercado.

Dessa forma evidenciamos a eficácia do ciclo produtivo, o foco estará na produção e na comercialização das unidades para buscar um resultado efetivo com criação de valor.

## 7 CONCLUSÃO

O presente trabalho visava apresentar no primeiro momento o cenário econômico do Brasil inserindo a Incorporação e Construção Civil, com suas regras de negócio e posteriormente descrever um breve histórico da contabilidade no mundo e no Brasil.

Na última parte da contabilidade foi descrito o atual cenário nacional da Incorporação e Construção Civil. Na etapa posterior foram apresentados os métodos de avaliação de investimentos, com escolha do VPL para comparação no estudo de caso do método contábil e do econômico.

Como primeira análise, conforme exposto no panorama econômico e político, o país encontra-se em fase de deterioração dos indicadores econômicos, no segmento em questão há a forte necessidade de um cenário sólido para investimento dos recursos disponíveis através das taxas de juros atrativas. A principal fonte de fomento (poupança) está com níveis comprometidos e a inflação está em alta assim como o desemprego em combinação com a queda da renda real dos trabalhadores.

O cenário atual e as perspectivas estão em desabono a atividade de Incorporação e Construção Civil, a fase econômica é de entregar os empreendimentos com qualidade e focar na carteira de empreendimentos já lançados de forma sólida e preparar-se para a próxima fase de expansão.

A contabilidade historicamente foi desenvolvida para escrituração e controle das atividades, já no âmbito brasileiro teve como berço o atendimento das demandas dos legisladores para atender as necessidades do fisco. No levantamento histórico já encontra-se indícios que a contabilidade não forneceria informações corretas para o longo prazo.

Com advento da Lei n.º 11.638/2007 houve significativo avanços nas demonstrações contábeis do segmento de Incorporação e Construção Civil.

No entendimento do autor há os seguintes fatores que podem causar distorções:

- a) vedação a correção de ativos no estoque, no caso da Incorporação e Construção Civil se o terreno estiver em *Land Bank* e foi adquirido por transação financeira e sofrer valorização em um dado lapso temporal, mostrará uma margem do empreendimento distorcida, pois

- um dos principais insumos está subavaliado pelo seu preço histórico e não a valor justo ou até mesmo atualizado pelo seu custo de oportunidade;
- b) empreendimentos com aquisição do terreno via permuta física no local, são mensurados como custo de terreno com o preço de mercado das unidades permutadas, ou seja, o custo do terreno são os preços das unidades permutadas com precificação da primeira tabela de vendas elaborada. Nesse caso é considerado o valor justo o que gera uma margem percentual final menor, porém uma velocidade de apropriação de receita maior;
  - c) indicadores financeiros na contabilidade sofrem distorções, pois os imóveis destinados a vendas estão a custos de insumos à produção, não evidenciando seu preço de mercado mesmo que em liquidação forçada;
  - d) outra questão em relação aos Ativos e Passivos são os recebimentos de clientes, que não estão apropriados pela execução do orçamento da obra (POC), são na contrapartida subscritos no passivo como adiantamento de clientes;
  - e) os Balanços consideram a competência para escrituração e apropriação de resultado, nesse caso a emissão integral da taxa de administração de obra que atualmente está entre 6% e 10% do custo de obra, pagos mediante execução mensal, já são contabilizados como incorrido, apropriando um volume maior de receitas e posteriormente lucro, distorcendo os indicadores financeiros e econômicos em um dado lapso temporal.

Anteriormente o segmento em questão tinha nas análises de longo prazo a diferença de caixa e competência, e no presente momento sofre influência do POC, que objetiva a apropriação de receitas e como consequência o lucro de acordo com a execução do orçamento de obra.

O objetivo de uma empresa é maximizar a riqueza do acionista, podemos entender que o lançamento de um empreendimento imobiliário tem o mesmo objetivo.



As Demonstrações Contábeis são estáticas, representando a formação de seus direitos e deveres no último dia de cada exercício, atendendo as normas e modelos contábeis vigentes, informando os valores patrimoniais naquele dado momento.

As Demonstrações Contábeis não consideram a capacidade de geração de fluxos futuros de caixa, mensuram apenas os valores de entrada e não contemplam as expectativas futuras dos ativos que serão empregados para maximizar o retorno dos acionistas.

No entanto apesar dos claros avanços com a aderência as normas internacionais de contabilidade, o custo de oportunidade continua sendo ignorado.

As publicações contábeis já apresentam o custo da dívida ao longo do projeto na medida em que são realizados, porém não considera o custo do capital próprio, demonstrando que todo excedente dos custos e despesas são lucros, o que na verdade será lucro apenas o que exceder a remuneração da segunda melhor opção de retorno dos proprietários de capital.

A contabilidade não considera a remuneração mínima esperada pelos proprietários de capital, ela apresenta no Demonstrativo de Resultado do Exercício o Lucro Líquido do Exercício, que pode mesmo sendo positivo não criar valor.

Para elaboração do VPL e remuneração do capital próprio, foi elaborada a taxa pelo *CAPM*, que utilizou o Beta do Índice Imobiliário da BM&FBOVESPA, com o objetivo de contemplar uma carteira diversificada do “Macrosetor”. São contempladas no índice empresas de Construção Civil, intermediação e exploração de imóveis.

Conforme o estudo de caso, o custo de oportunidade nos fluxos futuros de caixa é uma forma de minimizar o risco e assumirmos uma posição sólida aos acontecimentos futuros. Tendo em vista que o resultado final projetado nominal do empreendimento descolou do resultado contábil e o VPL ficou próximo do realizado durante o longo ciclo de produção e consumo, evidencia-se que a análise econômica é mais adequada para avaliações de longo prazo. Nota-se a falta de um instrumento contábil para previsões futuras, atualmente as informações servem para entrada em modelos econômicos e para comparação de desempenho entre companhias.

A realização dos fluxos conforme exposto, possui pela regra de negócio o benefício das correções pelo INCC-M, não evidenciando a eficácia do negócio, já que as correções de receitas são maiores que as correções dos custos de produção.

Pela comparação entre a viabilidade nominal e Demonstrativos Contábeis, conclui-se que ambas não são capazes de gerar informações corretas para o longo prazo por não considerarem o custo de oportunidade do capital e remuneração do capital próprio.

Estudos de viabilidades com VPL com a correta mensuração da taxa são mais adequados para previsibilidade de resultados futuros. Na contabilidade não há o reconhecimento da remuneração do capital próprio, o que no longo prazo pode significar uma distorção. Somente após a remuneração do capital que verifica-se a criação de valor econômico.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ARAÚJO SOUZA, Nilson de. **Economia Brasileira Contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2008.

BALARINE, Oscar Fernando Osorio. **Administração e finanças para construtores e incorporadores**. Porto Alegre: EDIPUCRS, 1990.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BACEN. Inflação. **Boletim Regional**, Brasília, v. 9, p.15-32, abr. 2015. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletimregional/port/2015/04/br201504P.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL- BACEN. **Relatório de Reservas Internacionais**. Vol. 6. Brasília, dez. 2014. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2014/12/relatorio\\_gestao\\_reservas\\_internacionais\\_2014\\_internet\\_portugues.pdf](http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2014/12/relatorio_gestao_reservas_internacionais_2014_internet_portugues.pdf)>. Acesso em: 02 mar. 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**: v2.1 : módulo público. Brasília, 2016. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 02 dez. 2015

BESANKO, David *et al.* **A economia da Estratégia**. Tradução Bazán Tecnologia e Linguística. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto-lei nº 401, de 30 de dezembro de 1968**. Altera dispositivos da legislação do Imposto de Renda e dá outras providências. Brasília, 1968. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del0401.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0401.htm)>. Acesso: 10 maio 2015.

BRASIL. Presidência da República. **Lei n.º 10.931. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias**. Brasília: 02 de ago. 2004. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm)>. Acesso em: 10 mai. 2015.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Plano Nacional de Exportações 2015 - 2018**. Disponível em: <[http://www.desenvolvimento.gov.br/arquivos/dwnl\\_1435244583.pdf](http://www.desenvolvimento.gov.br/arquivos/dwnl_1435244583.pdf)>. Acesso em: 20 set. 2015.

BRASIL. Presidência da República. **Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado**. Brasília, nov. 1995. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/documents/mare/planodiretor/planodiretor.pdf>> Acesso em: 10 out. 2015.

CALAZANS, Wendel Galdino; SOUZA. O Impacto da Lei 11.638/2007 no Resultado das empresas do Setor de Construção Civil listadas na Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.

CALIXTO, Laura; SANTOS, Edilene Santana. Impactos do Início da Harmonização Contábil Internacional (Lei 11.638) Nos Resultados das Empresas Abertas. **RAE - eletrônica**, São Paulo, v. 9, n. 1, Art. 5, jan./jun. 2010. Disponível em: <[http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590\\_S1676-56482010000100006.pdf](http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S1676-56482010000100006.pdf)>. Acesso em: 08 ago. 2015.

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO - CBIC. **PIB Brasil e Construção Civil**: banco de dados. Brasília, 2016. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/menu/pib-e-investimento/pib-brasil-e-construcao-civil>>. Acesso em: 15 ago. 2015.

CATELLI, Armando (Org.). **Controladoria**: uma abordagem da Gestão Econômica GECON. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001. 569 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Deliberação CVM n.º 488**. Rio de Janeiro, 03 out. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli488.html>>. Acesso em: 05 set. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC 12**: Ajuste a Valor Presente. Brasília, 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=43>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **CPC 17**: Contratos de Construção. Brasília, 2012. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=48>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC 26**: Apresentação das Demonstrações Contábeis. Brasília, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-mitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=57>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC 28**: Propriedade para Investimento. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=59>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **CPC 30**: Receitas. Brasília, 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=61>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **ICPC 02**: Contrato de Construção do setor Imobiliário. Brasília, 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-emitidos/Interpretacoes/Interpretacao?Id=11>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **OCPC 01**: Entidades de Incorporação Imobiliária. Brasília, 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes/Orientacao?Id=28>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **OCPC 04**: Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras. Brasília, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes/Orientacao?Id=31>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. **Normas brasileiras de contabilidade: NBC TG - geral - normas completas, NBC TG – estrutura conceitual e NBC TG 01 a 40 (exceto 34 e 42)**. Brasília, 2011. Disponível em: <[http://portalcfc.org.br/wordpress/wp-content/uploads/2013/04/NBC\\_TG\\_COMPLETAS03.2013.pdf](http://portalcfc.org.br/wordpress/wp-content/uploads/2013/04/NBC_TG_COMPLETAS03.2013.pdf)>. Acesso em: 8 out. 2015.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. **Resolução CFC n.º 1.282/10**. Brasília, 2010. Disponível em: <[www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES\\_1282.doc](http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1282.doc)>. Acesso em: 8 out. 2015.

CORREIA NETO, Jocildo Figueiredo. **Excel para profissionais de Finanças**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Historical returns**: Stocks, T.Bonds & T.Bills with premiums. New York, 2015. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

DATAFOLHA INSTITUTO DE PESQUISA. **Avaliação da Presidente Dilma Rousseff**. São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://datafolha.folha.uol.com.br/opiniaopublica/2016/03/1752306-dilma-ve-reprovacao-subir-e-alta-no-apoio-a-sua-saida.shtml>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

DUARTE JÚNIOR, Antônio Marcos. **Gestão de Risco**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2005.

ERNST & YOUNG. **Análises sobre o IFRS no Brasil**. São Paulo, 2013.

FERNANDES, Luciane Alves; SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Avaliação de Empresas: Foco nos Modelos a Valores de Entrada de Saída Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

FERREIRA, Amélia R.; THEÓPHILO, Carlos R. Contabilidade da Construção Civil: Estudo sobre as formas de mensuração e reconhecimento de resultados. **RIC/UFPE - Revista de Informação Contábil**, Recife, v. 1, n. 1 p. 49-67, set. 2007.

FITCH Rebaixa Nota e Tira Grau de Investimento do Brasil. **G1 Economia**, São Paulo, dez. 2015. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/12/fitch-tira-grau-de-investimento-do-brasil.html>>. Acesso em: 18 dez. 2015.

GALLIANO, Guilherme A. **O Método científico**: Teoria e prática. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1979.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 5. ed. São Paulo: 1984.

GOMES, José Mario Matsumara et al. **Contabilidade Geral**. São Paulo: Atlas, 2004.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Boletim de Economia e Política Internacional**, Brasília, n. 19. jan./abr. 2015. Disponível em <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=25747&Itemid=4](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=25747&Itemid=4)>. Acesso em: 15 maio 2015.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **EMBI + Risco - Brasil**. Brasília, 2015. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 20 dez. 2015.

JORDAN, Bradford D.; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. **Administração Financeira**. São Paulo: AMGH, 2008.

KLOECKNER, Gilberto; SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Avaliação de Empresas**: Foco na Gestão de Valor da Empresa Teoria e Prática. São Paulo: Atlas, 2006.

MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de empresas**: Da Mensuração Contábil à Econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu et al. **Manual de Contabilidade Societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**. São Paulo: Atlas, 2010.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Sistemas de Informações Contábeis**: Fundamentos e Análise. São Paulo: Atlas, 2015.

SAMANEZ, Carlos Patrício. **Matemática financeira**: Aplicações à análise de investimentos. 3. ed. São Paulo: Pearson Hall, 2002.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **História da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **História do Pensamento Contábil**. São Paulo: Atlas, 2006.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Introdução à Avaliação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHERRER, Alberto Manoel. **Contabilidade Imobiliária**. São Paulo: Atlas, 2012.

SOUSA, Edmilson Patrocínio de. **Contabilidade de Contratos de Construção e Incorporação Imobiliária**. São Paulo: Atlas, 2015.

YIN, Robert. K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.