

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	4
5.3 - Descrição - Controles Internos	10
5.4 - Alterações significativas	15
5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e controles internos	16

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	17
10.2 - Resultado operacional e financeiro	45
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	47
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	49
10.5 - Políticas contábeis críticas	56
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	61
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	62
10.8 - Plano de Negócios	63
10.9 - Outros fatores com influência relevante	65

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos**a) Se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política**

A Companhia não possui uma política formalizada para gerenciamento de riscos, pois entende que seus principais riscos são conhecidos e gerenciados adequadamente por seus gestores, os quais são monitorados através de avaliações recorrentes de controles internos, de acordo com os requerimentos da Lei norte-americana Sarbanes-Oxley.

A Companhia também adota uma abordagem específica para tratamento de riscos, denominada AGR (Análise Geral de Riscos), atualizada anualmente com o objetivo de informar ao Comitê de Auditoria os principais riscos de negócio que devem ser objeto de atenção da Administração. Adicionalmente, o resultado deste trabalho é utilizado para orientar o escopo dos trabalhos da Área da Auditoria Interna. Para o ano de 2015, a Análise Geral de Riscos foi aprovada em 17 de dezembro de 2014 pelo Comitê de Auditoria e para o ano de 2016, a Análise Geral de Riscos foi aprovada pelo Comitê de Auditoria em 21 de janeiro de 2016.

b) Os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo:

A abordagem da Companhia para identificar e avaliar os principais riscos de negócio é composta por três fases:

Fase 1 – Análise Geral de Riscos (AGR): Identificação e avaliação dos riscos de negócio da Companhia através de uma matriz de riscos corporativos, cujo conteúdo é atualizado anualmente da seguinte forma:

- Entrevista com os principais executivos, diretores e conselheiros da Companhia para obtenção da percepção de alto nível sobre a situação atual dos principais riscos de negócio.
- Avaliação do plano de auditoria e dos ciclos testes de controles internos do ano anterior.

Este processo é suportado pelo dicionário de riscos, que proporciona uma linguagem comum na abordagem do tema “risco” e está estruturado em 4 grupos de riscos: estratégico, regulamentar, financeiro e operacional.

Fase 2 – avaliação final e priorização de riscos: As categorias de riscos avaliadas na Fase 1 são relacionados ao Modelo de Classificação de Processos (MCP), que define os processos da Companhia em três principais categorias: processos corporativos, processos operacionais e processos de apoio.

Ao final deste processo, são estabelecidos os riscos prioritários, bem como o plano anual de auditoria interna, com objetivo de que estes riscos sejam avaliados de maneira recorrente no ano subsequente.

Fase 3 – execução do plano anual de auditoria e testes recorrentes de controles internos: Ao longo do ano, os riscos prioritários definidos na Matriz de Riscos são avaliadas de forma recorrente, através dos trabalhos de auditoria interna, que são planejados através de cronograma estruturado. As revisões da auditoria interna têm como principal objetivo a avaliação dos controles internos e execução de testes transacionais dos processos classificados como prioritários. As eventuais exceções identificadas nos trabalhos geram planos de ação para mitigação dos riscos associados. Os relatórios, bem como os planos de ação são validados e reportados formalmente para a Diretoria e ao Comitê de Auditoria da Companhia.

i) Riscos para os quais se busca proteção

Busca-se proteção para os riscos definidos na Matriz de Riscos. De acordo com o cenário do ano corrente, estes riscos podem ser estratégicos, regulamentares, financeiros ou operacionais.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

Os riscos estratégicos incluem aqueles relacionados à implementação da estratégia de crescimento da Companhia, os riscos regulamentares incluem aqueles relacionados ao cumprimento de normas, inclusive ambientais e normas de zoneamento urbano, e eventuais impactos relacionados às mudanças institucionais ou e/ou operacionais dos órgãos públicos, os riscos financeiros incluem aqueles relacionados ao endividamento da companhia e à obtenção de financiamento para suas atividades e os riscos operacionais incluem aqueles relacionados a todo o processo de desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários da Companhia, tais como aquisição do terreno, aprovação do projeto, lançamento, construção, entrega, manutenção, entre outros.

ii) Instrumentos utilizados para a proteção

A Companhia utiliza como instrumentos para a proteção o plano anual de Auditoria Interna estabelecido com base na Análise Geral de Riscos aprovada pelo Comitê de Auditoria da Companhia, o programa de controles internos, estabelecido de acordo com os princípios definidos no COSO 2013, bem como contrata instrumentos financeiros específicos para a proteção contra alguns riscos determinados.

iii) Estrutura organizacional de gerenciamento de riscos

A Companhia monitora os seus riscos através de uma estrutura organizacional multidisciplinar, na qual a Diretoria avalia se as ações praticadas estão sendo feitas de maneira a seguir as diretrizes adotadas para gerenciamento de riscos.

A Lei norte-americana Sarbanes-Oxley estabelece que as atividades de controle devem ser avaliadas pela administração da companhia, bem como certificadas por um auditor independente registrado no "Public Company Accounting Oversight Board" – PCAOB (Conselho de Supervisão da Contabilidade de Companhias Abertas). A execução das atividades de controle é de responsabilidade de todos os colaboradores da Companhia com base nas políticas corporativas e padrões (i.e. procedimentos para operacionalizar as atividades e rotinas de controle que, por sua vez, estão alinhadas com as políticas corporativas) aprovados e amplamente divulgados dentro da Companhia.

A Administração da Companhia preza pela integridade das informações contidas nos relatórios financeiros e pelo gerenciamento e avaliação dos controles internos, efetuando a avaliação constante destes controles através de normas e procedimentos claramente definidos e divulgados para toda a Companhia.

A Companhia possui uma Gerência de Controles Internos com responsabilidade de acompanhamento contínuo dos controles, verificando se os controles são adequados e efetivos, monitorando se os cinco elementos de controle (ambiente, avaliação e comunicação de riscos, atividade de controle, informação, e monitoramento) estão presentes e funcionando conforme planejado e garantindo com razoável certeza que as informações fornecidas pelos relatórios e sistemas corporativos são confiáveis e que as leis, regulamentos e normas pertinentes estão sendo cumpridas, aumentando a velocidade e o foco na implementação de controles, monitoramento dos processos e a comunicação tempestiva das deficiências e planos de ação à Administração. A Gerência de Controles Internos é composta por 1 gerente, 4 funcionários e 2 estagiários e se reporta à Diretoria de Controladoria.

A Companhia possui também a Gerência de Auditoria Interna para fornecer à Administração e ao Comitê de Auditoria avaliações contínuas sobre os processos de gestão de risco da Companhia e o sistema de controle interno. A Gerência de Auditoria Interna é órgão independente da Diretoria Executiva, é composta por 1 gerente, 3 funcionários, 1 estagiário e contratação de consultoria especializada, em bases anuais, para auxílio na execução do plano de auditoria interna, e está diretamente sob a supervisão do Comitê de Auditoria.

Para maiores informações sobre a estrutura e responsabilidades dessas áreas, vide item 12 deste Formulário de Referência.

As políticas e diretrizes da Companhia são publicadas no portal da Companhia, permitindo que todos os colaboradores as acessem.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

As políticas corporativas são revisadas no mínimo a cada dois anos, sendo obrigatória a aprovação do gestor para que as mesmas sejam divulgadas no site de Gestão da Companhia.

A Companhia possui ainda uma série de controles formais, periodicamente auditados, com Certificação de Controles Internos exigidos pela lei Sarbanes-Oxley.

c) Adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada

A estrutura operacional e de controles internos é desenhada para mitigar os riscos de negócio a níveis aceitáveis.

O plano anual de auditoria interna e os testes periódicos efetuados pela função de controles internos têm como objetivo identificar exceções que possam afetar a mitigação de riscos nos níveis estabelecidos pela administração.

As áreas de Auditoria Interna e de Controles Internos elaboram planos de ação, endereçados para a administração, com objetivo de alinhar a estrutura operacional e de controles internos para mitigação dos riscos.

A Companhia considera que a estrutura atual é adequada para suportar o processo de verificação da efetividade das políticas adotadas.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

a) Se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos de mercado, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política

A Companhia não possui uma política formalizada específica para gerenciamento de riscos de mercado. A Companhia dispõe de políticas que, dentre outras previsões, estabelecem determinadas estratégias relacionadas a riscos de mercado, quais sejam: (i) política de investimento (revisão 00), aprovada pelo Diretor Financeiro em 10 de dezembro de 2015; (ii) política de contratação de financiamento à produção (revisão 04), aprovada pela Diretoria Financeira em 21 de julho de 2014; (iii) política de contratação de financiamento – CEF (revisão 03), aprovada pelo Diretor Financeiro em 21 de julho de 2014; (iv) política de escrituração e crédito (revisão 07), aprovada pelo Diretor de Planejamento e Controle em 22 de julho de 2014; e (v) política de repasse junto a bancos (revisão 06), aprovada pelo Diretor Financeiro em 1º de setembro de 2015.

Adicionalmente, a Companhia possui padrões operacionais formalizados para operações no mercado de capitais (revisão 03), para a contratação de financiamento à construção (SFH) (revisão 02) e para o desenvolvimento de produtos de crédito imobiliário para clientes (revisão 03), aprovados separadamente pelo Coordenador de Operações Estruturadas em 22 de julho de 2014, além de um manual de Crédito (revisão 00) aprovado pelo Gerente de Cobrança em 13 de abril de 2015, e um manual de tesouraria (revisão 00) aprovado pelo Diretor Financeiro em 10 de dezembro de 2015.

A Companhia contrata ainda uma assessoria independente com o objetivo de apurar e auxiliar o gerenciamento das aplicações financeiras, bem como monitorar a conformidade com as políticas de investimentos formalizadas pela Diretoria Financeira.

b) Os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver

Como mencionado, a Companhia não possui uma política formalizada específica para gerenciamento de riscos de mercado, mas dispõe de políticas que, dentre outras previsões, estabelecem determinados objetivos e estratégias relacionadas a riscos de mercado, especificados a seguir.

O objetivo da política de investimentos consiste na definição de procedimentos, responsabilidades e alçadas para a atividade de aplicação e resgate de recursos financeiros da Companhia. A política define o percentual do caixa alocado em fundos exclusivos de Renda Fixa e/ou Referenciados DI, disciplina critérios de elegibilidade, incluindo meta de rentabilidade, composição da carteira, derivativos permitidos, exposições/ fatores de risco permitidos e vedações, bem como aborda controle de risco de mercado, política de risco de crédito, controle de risco de liquidez, e estabelece restrições para fundos abertos. Ainda, na política são estabelecidos procedimentos relativos à tomada de decisões de investimento e resgate, à necessidade de aplicações em carteira própria, ao desenquadramento e à execução das aplicações e resgates, e definidos os responsáveis pelas aplicações.

A política para a contratação de financiamento à produção tem por objetivo a definição das regras para contratação de financiamento à produção dos empreendimentos da Companhia e das suas controladas e coligadas. A política estabelece responsáveis, procedimentos e documentos necessários para a aprovação da contratação de financiamento à produção e a definição do valor a ser contratado, para a escolha da instituição financeira e interação com esta.

A política de financiamento – CEF tem por objetivo a definição das regras para a contratação de financiamentos aos empreendimentos da Companhia junto à Caixa Econômica Federal. A política estabelece responsabilidades, procedimentos e documentos necessários para a aprovação de contratação de financiamento do empreendimento, para a apresentação do empreendimento à instituição financeira e interação com esta.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

A política de escrituração de crédito apresenta e define as diretrizes e responsabilidades para a gestão do processo de escrituração e análise de crédito das propostas referentes às futuras unidades comercializadas. A política estabelece procedimentos e documentação relacionados ao processo de vendas e de escrituração, além de fixar regras para fluxo de pagamento e para o processo de análise de crédito.

A política de repasse junto aos bancos tem por objetivo assegurar o cumprimento do contrato do Plano Empresário, visando a garantir a operação de financiamento imobiliário, de modo a agilizar a entrada dos recursos e a entrega de chaves aos clientes. A política define procedimentos relacionados à escolha e acompanhamento das assessorias, à emissão dos contratos de financiamento, à confissão de dívida, à entrega de chaves, à cobrança de juros, e à atualização de saldo devedor.

O padrão operacional de contratação de financiamento à construção (SFH) tem como objetivo assegurar recursos financeiros à construção dos empreendimentos, reduzindo a exposição de caixa do empreendimento e da empresa. O padrão operacional estabelece a relação de documentos exigidos para análise técnica e jurídica, bem como descreve o procedimento para a contratação de financiamento.

O padrão operacional de operações de mercado de capitais tem como objetivo garantir recursos financeiros para os projetos e operações diárias, de acordo com a estratégia e necessidade de caixa da companhia. O padrão operacional descreve e exemplifica o procedimento para a estruturação de operações de financiamento de longo prazo junto aos principais bancos do mercado.

O padrão operacional de desenvolvimento de produtos de crédito imobiliário para clientes tem como objetivo garantir a obtenção das melhores condições de financiamento para os clientes junto aos principais bancos do mercado. O padrão operacional estabelece a relação de documentos exigidos para análise de viabilidade e descreve o procedimento para a contratação de financiamento.

O manual de crédito tem por objetivo definir diretrizes, levando em consideração os riscos inerentes ao negócio imobiliário, para a emissão de um parecer acerca da proposta de aquisição de unidade imobiliária. O manual descreve os processos de pré-análise e análise documental e de crédito, estabelecendo a documentação necessária e os responsáveis pelo controle de registros.

O manual de tesouraria tem por objetivo assegurar que os recursos da Companhia estejam disponíveis para a execução das diversas atividades das empresas, mediante a adoção de uma postura conservadora que possibilite maximizar a rentabilidade da Companhia, e o fornecimento de informações precisas que permitam a tomada de decisões antecipadas e de acordo com as suas necessidades. O manual dispõe sobre atribuições e responsabilidades e descreve os processos de fechamento de caixa, câmbio, seguro e garantia, fiança, fluxo de caixa e forecast, e patrimônio de afetação.

i) Riscos de mercado para os quais se busca proteção

Os riscos de mercado para os quais a Companhia busca proteção são:

(a) Risco de crédito

A Companhia e suas controladas buscam proteção para riscos de crédito associados a caixa e equivalentes de caixa, bem como a contas a receber (riscos de crédito de seus clientes frente às instituições financeiras).

(b) Risco de taxa de juros

A Companhia e suas controladas buscam mitigar os riscos de oscilações de taxas de juros incidentes que sejam divergentes para seus ativos e passivos financeiros.

(c) Risco de Inflação

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

A Companhia e suas Controladas buscam proteção para os riscos decorrentes de variações inflacionárias que podem impactar suas operações quando existem divergências entre o indexador dos recursos captados e o indexador dos pagamentos de juros e amortizações a serem efetuados.

(d) Risco de Liquidez

A Companhia e suas controladas adotam políticas de investimentos que buscam mitigar os riscos de liquidez estabelecendo critérios de liquidez mínima para as aplicações financeiras.

ii) Estratégia de proteção patrimonial (hedge)

As estratégias que a Companhia utiliza para proteção são:

(a) Risco de crédito

A Companhia definiu uma estratégia de proteção patrimonial efetuando seus investimentos em instituições financeiras avaliadas como de primeira linha e com remuneração em títulos de curto prazo.

O controle de risco de mercado é feito através do VaR (*Value at Risk*), definido pela perda máxima esperada para um determinado intervalo de confiança em um período de tempo definido. Conforme determinado na política de investimento, a apuração do VaR da Companhia deve ser feita por consultoria especializada.

Os limites e restrições dos investimentos – ressalvados os que possuam a garantia do fundo garantidor de crédito, até o limite da garantia – são definidos com base nas agências de classificação de risco, prevalecendo sempre a mais conservadora. Qualquer título com *rating* inferior ou sem avaliação das agências descritas somente será admitido dentro de fundos abertos e limitados ao cumprimento de determinados limites de exposição, mediante autorização do Comitê de Finanças.

Com relação a contas a receber, a Companhia restringe a sua exposição a riscos de crédito por meio de vendas para uma base ampla de clientes e de análises de crédito contínuas. Adicionalmente, inexistem históricos relevantes de perdas em face da existência de garantia real de recuperação de seus produtos nos casos de inadimplência durante o período de construção.

Com vias a mitigar o risco do crédito do cliente frente às instituições financeiras, a Companhia e suas controladas comumente fornecem crédito a seus clientes. Neste sentido, a Companhia e suas controladas permitem que alguns dos compradores das unidades de seus respectivos empreendimentos efetuem pagamentos em parcelas, utilizando (i) financiamento bancário, (ii) financiamento via crédito associativo, e (iii) financiamento direto.

(b) Risco de taxa de juros

A estratégia utilizada pela Companhia e suas controladas para a mitigação deste tipo de risco consiste na diversificação da captação de recursos em termos de taxas prefixadas ou pós-fixadas, em contra-partida com as aplicações financeiras que mantêm indexadores equivalentes nos seus contratos, além de contar com o suporte do saldo de contas a receber de imóveis concluídos, sobre o qual incide juros de 12% ao ano, apropriado "*pro rata temporis*", bem como na contratação de instrumento financeiros (swap) com o fim de proteção - hedge.

(c) Risco de Inflação

A estratégia utilizada pela Companhia e suas controladas para a mitigação deste tipo de risco consiste, majoritariamente, em atrelar a variação da inflação que é incorrida nos custos de construção associados ao projetos aos recebíveis da Companhia, buscando assim neutralizar sua exposição a determinado índice. Além disso, a Companhia pode utilizar, quando necessário, instrumentos

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

derivativos de proteção (*hedge*) para mitigar exposições a índices inflacionários, ativos ou passivos, que não estão devidamente cobertos.

(d) Risco de Liquidez

A Companhia e suas controladas adotam políticas de investimentos que buscam mitigar os riscos de liquidez estabelecendo critérios de liquidez mínima para as aplicações financeiras e monitoram índices de endividamento.

iii) Instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (*hedge*)

Os instrumentos utilizados para tal proteção são:

(a) Risco de crédito

Não há um instrumento específico (*hedge*) para o risco de crédito. De acordo com a estratégia da Companhia e da necessidade de caixa da empresa, a Área Financeira estrutura junto aos principais bancos do mercado operações de financiamento de longo prazo, buscando os melhores produtos e condições oferecidas, como taxas, modalidade de garantia, custos de estruturação e prazo de vencimento. As captações de recursos são fundamentadas no Plano de Negócios da Companhia, elaborado anualmente, sendo este o principal indicador considerado na decisão de negócio.

Em relação ao risco de crédito de clientes, a Companhia vem aprimorando e adequando a análise de crédito de seus clientes visando ao alinhamento dos procedimentos dos agentes financeiros a fim de viabilizar as captações dos financiamentos de pessoas físicas. O objetivo principal desta medida reside na qualidade da carteira de clientes da Companhia, para mitigar o risco de distrato por desenquadramento de perfil no momento de aderir aos financiamentos bancários.

(b) Risco de taxa de juros

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2015, a Companhia manteve instrumentos derivativos – swaps (*hedge*) com o objetivo de mitigar o risco de sua exposição à volatilidade de taxas de juros, bem como de diferentes taxas de captações, reconhecidos por seu valor justo diretamente no resultado do exercício. Foram celebradas as contratações de instrumentos de proteção (*hedge*) para mitigar o risco de uma taxa pré-fixada para percentual do CDI e de uma taxa CDI+ para percentual de CDI, com o objetivo de equalizar a remuneração da dívida frente à aplicação dos recursos disponíveis no caixa da Empresa.

(c) Risco de Inflação

Além da indexação do fluxo de pagamentos dos clientes à variação de um índice de inflação específico (INCC-DI para os fluxos oriundos de empreendimentos ainda não entregues e IGP-M para os já entregues), no decorrer do exercício findo em 31 de dezembro de 2015, a Companhia contratou um instrumento derivativo de proteção (*hedge*) para mitigar a exposição ao índice de inflação IPCA num contrato financeiro de Debêntures na modalidade de SWAP o qual trocou sua exposição inicial (IPCA) para uma taxa referenciada num percentual do CDI.

(d) Risco de Liquidez

Não há um instrumento específico para o risco de liquidez. Para mitigar os riscos de liquidez, a Companhia e as suas controladas, além de contemplarem requisitos de liquidez em sua política de investimentos, monitoram permanentemente os níveis de endividamento de acordo com os padrões de mercado e o cumprimento de índices (*covenants*) previstos em contratos de empréstimos, financiamento e debêntures.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**iv) Parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos**

A Companhia busca gerir seu fluxo de caixa estabelecendo critérios de posições de caixa mínimo, além de buscar mitigar a exposição de caixa dos empreendimentos imobiliários através de financiamentos à produção através do SFH ou outras modalidades de financiamento. Como os riscos relacionados à variação de preços dos insumos para a construção, serviços e mão-de-obra podem influenciar diretamente os custos de construção, a Companhia busca estabelecer contratos com os principais fornecedores por prazos mínimos de tal maneira que os eventuais aumentos de preços não impactem os seus custos de curto prazo.

Os riscos de crédito a que a Companhia e suas controladas estão sujeitas em seu “contas a receber” de clientes (recebíveis) estão minimizados pela ampla base de clientes, pela criteriosa análise de crédito e pelo constante acompanhamento e cobrança desses recebíveis. Nesse sentido, a Companhia define parâmetros que garantem a confiabilidade do cadastro do cliente e reduzem o risco de caixa à organização, levando em consideração os riscos inerentes do negócio imobiliário. Durante o período de construção, não existem históricos de perdas relevantes devido à existência de garantia real de recuperação dos produtos comercializados.

A Companhia tem como política manter uma exposição ao CDI em seus financiamentos e aplicações financeiras. Para tanto, o risco de flutuação dos indexadores é gerenciado mantendo estes contratos atrelados àquela taxa de forma que o diferencial entre as taxas dos ativos e passivos mantenha nível aceitável para a Companhia. Para os contratos cujo indexador possui um componente pré-fixada, a Companhia busca mantê-los em nível igual ou inferior ao CDI, valendo-se de instrumentos financeiros derivativos de proteção, quando apropriado. Os parâmetros da Companhia visam a assegurar que seus recursos estejam disponíveis para a execução das diversas atividades da Companhia e de suas controladas, de acordo com a necessidade, assumindo uma postura conservadora e fornecendo informações precisas e tempestivas à Diretoria.

v) Indicar se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2015 a Companhia não manteve instrumentos derivativos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge), em relação aos quais existem vedações previstas em suas diretrizes internas de gerenciamento de riscos de mercado.

vi) Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos de mercado

A Companhia monitora os seus riscos através de uma estrutura organizacional multidisciplinar, na qual a Diretoria avalia se as ações praticadas estão sendo feitas de maneira a seguir as diretrizes adotadas para gerenciamento de riscos.

A Lei norte-americana *Sarbanes-Oxley* estabelece que as atividades de controle devem ser avaliadas pela administração da companhia, bem como certificadas por um auditor independente registrado no “*Public Company Accounting Oversight Board*” – PCAOB (Conselho de Supervisão da Contabilidade de Companhias Abertas). A execução das atividades de controle é de responsabilidade de todos os colaboradores da Companhia com base nas políticas corporativas e padrões (i.e. procedimentos para operacionalizar as atividades e rotinas de controle que, por sua vez, estão alinhadas com as políticas corporativas) aprovados e amplamente divulgados dentro da Companhia.

A Administração da Companhia preza pela integridade das informações contidas nos relatórios financeiros e pelo gerenciamento e avaliação dos controles internos, efetuando a avaliação constante destes controles através de normas e procedimentos claramente definidos e divulgados para toda a Companhia.

A Companhia possui uma Gerência de Controles Internos com responsabilidade de acompanhamento contínuo dos controles,

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

verificando se os controles são adequados e efetivos, monitorando se os cinco elementos de controle (ambiente, avaliação e comunicação de riscos, atividade de controle, informação, e monitoramento) estão presentes e funcionando conforme planejado e garantindo com razoável certeza que as informações fornecidas pelos relatórios e sistemas corporativos são confiáveis e que as leis, regulamentos e normas pertinentes estão sendo cumpridas, aumentando a velocidade e o foco na implementação de controles, monitoramento dos processos e a comunicação tempestiva das deficiências e planos de ação à Administração. A Gerência de Controles Internos é composta por 1 gerente, 4 funcionários e 2 estagiários e se reporta à Diretoria de Controladoria.

A Companhia possui também a Gerência de Auditoria Interna para fornecer à Administração e ao Comitê de Auditoria avaliações contínuas sobre os processos de gestão de risco da Companhia e o sistema de controle interno. A Gerência de Auditoria Interna é órgão independente da Diretoria Executiva, é composta por 1 gerente, 3 funcionários, 1 estagiário e contratação de consultoria especializada, em bases anuais, para auxílio na execução do plano de auditoria interna, e está diretamente sob a supervisão do Comitê de Auditoria.

A Companhia possui ainda uma Gerência Financeira, responsável pelo acompanhamento dos controles relacionados à riscos de mercado e responsável pela verificação e atendimento às políticas e diretrizes que visam o gerenciamento de riscos de mercado junto à Diretoria e ao Comitê Executivo Financeiro. A Gerência Financeira é composta por 1 gerente, 8 funcionários e 2 estagiários, e está sob a supervisão da Diretoria Financeira.

Para maiores informações sobre a estrutura e responsabilidades dessas áreas, vide item 12 deste Formulário de Referência.

As políticas e diretrizes da Companhia são publicadas no portal da Companhia, permitindo que todos os colaboradores as acessem. As políticas corporativas são revisadas no mínimo a cada dois anos, sendo obrigatória a aprovação do gestor para que as mesmas sejam divulgadas no site de Gestão da Companhia.

A Companhia possui ainda uma série de controles formais, periodicamente auditados, com Certificação de Controles Internos exigidos pela lei Sarbanes-Oxley.

c) Adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada

A estrutura operacional e de controles internos é desenhada para mitigar os riscos de mercado a níveis aceitáveis.

O plano anual de auditoria interna e os testes periódicos efetuados pela função de controles internos têm como objetivo identificar exceções que possam afetar a mitigação de riscos nos níveis estabelecidos pela administração.

As áreas de Auditoria Interna e Controles Internos, em conjunto com a Gerência Financeira da Companhia, elaboram planos de ação, endereçados para a administração, com objetivo de alinhar a estrutura operacional e de controles internos para mitigação dos riscos.

A Companhia considera que a estrutura atual é adequada para suportar o processo de verificação da efetividade das políticas adotadas.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos**a) Principais práticas de controles internos e o grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

A Administração da Companhia, incluindo o Diretor Presidente e o Diretor Financeiro e de Relações com Investidores, é responsável por implantar e manter uma estrutura adequada de controles internos relativos à preparação das Demonstrações Financeiras.

A avaliação da estrutura de controles internos tem por objetivo fornecer conforto razoável em relação à confiabilidade das informações contábeis e à elaboração das demonstrações financeiras para divulgação externa de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. Os controles internos da Companhia sobre a preparação das demonstrações financeiras incluem as políticas e procedimentos que (i) se relacionam à manutenção dos registros que refletem precisa e adequadamente as transações e a alienação dos ativos da Companhia, (ii) fornecem segurança razoável de que as transações são registradas de forma a permitir a elaboração das demonstrações financeiras de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, e que os recebimentos e pagamentos da Companhia estão sendo feitos somente de acordo com autorizações da Administração e dos diretores da Companhia e, (iii) fornecem segurança razoável em relação à prevenção ou detecção oportuna de aquisição, uso ou alienação não autorizados dos ativos da Companhia que poderiam ter um efeito relevante nas demonstrações financeiras.

Em virtude de suas limitações internas, o controle interno sobre as demonstrações financeiras poderá não impedir ou detectar erros.

A Administração avaliou a eficiência dos controles internos da Companhia sobre os relatórios financeiros de 31 de dezembro de 2015. Ao fazer tal avaliação, a administração usou os critérios estabelecidos pelo Comitê de Organizações de Patrocínio da Treadway Commission (Integrated Framework – 2013), ou COSO, em Controle Interno — Estrutura Integrada. Com base nesta avaliação, a Administração acredita que os controles internos da Companhia sobre os relatórios financeiros são eficazes, exceto quanto aos controles mencionados no item d a seguir, que, no encerramento das demonstrações financeiras do exercício 31 de dezembro de 2015, apresentaram deficiências qualificadas como significativas pelos auditores externos da Companhia, que sugeriram melhorias para o fortalecimento dos controles atuais. As ações evidenciam os esforços dos nossos gestores em aprimorar continuamente seus sistemas de informação e controles internos.

Todas as deficiências e recomendações de controles internos, quando viáveis, foram devidamente analisadas pela Administração e os pontos pertinentes, se ainda não totalmente resolvidos, estão em processo de resolução.

Cumprе ressaltar, por fim, que a Companhia atende aos padrões de governança corporativa do Novo Mercado e à regra 404 da lei norte-americana Sarbanes-Oxley.

b) Estruturas organizacionais envolvidas

A Companhia possui uma Gerência de Controles Internos que tem a responsabilidade de definir o desenho dos controles internos considerando os cinco elementos de controle (ambiente, avaliação e comunicação de riscos, atividade de controle, informação e monitoramento) juntamente com os gestores responsáveis de cada área ou processo (BPO's) de modo a assegurar a mitigação dos riscos identificados para cada processo.

A Gerência de Controles Internos reporta-se à Diretoria de Controladoria e relaciona-se com as demais gerências da Companhia, em especial a gerência de auditoria interna, de modo obter os resultados dos testes de controles com o objetivo de atualizar, corrigir e aperfeiçoar os controles internos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos***c) Se e como a eficiência dos controles internos é supervisionada pela administração do emissor, indicando o cargo das pessoas responsáveis pelo referido acompanhamento***

A eficiência dos controles internos é avaliada periodicamente através da realização testes de observação, indagação, examinação e performance com o objetivo de analisar o desenho e a efetividade dos controles, mitigando os riscos dos processos.

Os testes são documentados e seus resultados são comunicados aos gestores das áreas ou processos, assim como ao comitê de auditoria, e para os controles considerados deficientes é requerido plano de ação que cujo cumprimento das atividades e prazos são monitorados mensalmente.

Os testes de controles internos são realizados duas vezes ao ano pela área de auditoria interna e são certificados anualmente pela firma de auditoria externa.

A eficiência dos controles internos é supervisionada pela Alta Administração através da comunicação formal dos resultados dos testes de controles internos e sua certificação se dá através de carta de representação individual, por meio da qual cada diretor executivo certifica que as informações sob sua responsabilidade são adequadas e confiáveis e não omitem informações sobre a Companhia, certificando que as informações significativas foram contempladas nas demonstrações financeiras.

d) Deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório circunstanciado, preparado e encaminhado à Companhia pelo auditor independente, nos termos da regulamentação emitida pela CVM que trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente

Em consonância com os trabalhos de auditoria independente realizados sobre as demonstrações financeiras da Companhia, algumas oportunidades de melhoria no sistema de controles internos foram identificadas e reportadas à Administração, sendo que cinco foram classificadas pelos auditores externos como deficiências significativas, conforme a seguir descritas:

(I) Controle interno relacionado a lançamentos manuais: O controle de lançamentos manuais tem por objetivo identificar os lançamentos executados manualmente no ERP SAP em consonância com as políticas e procedimentos de revisão estabelecidos pela Companhia. Foi constatado que esse controle não foi executado de forma adequada, em vista (i) da ausência de evidenciação de revisão/aprovação tempestiva dos lançamentos manuais, bem de que a revisão ocorre por lote (e não individualmente) e mensalmente, sendo que o relatório base para revisão não demonstra os valores envolvidos, as contas contábeis afetadas e a natureza dos lançamentos contábeis, (ii) da existência de profissionais de departamentos diversos com acesso aos sistemas para a realização de lançamentos manuais, o que, conjugado com o grande volume de lançamentos e ao fato de a revisão ser efetuada com base em relatório mensal, potencializa o risco de erros operacionais, e (iii) da existência de lançamentos não submetidos ao processo de revisão. Diante disso, os auditores independentes recomendaram a revisão do processo para (i) aprimorar as políticas e procedimentos de revisão, (ii) revisar os acessos aos sistemas de lançamentos manuais, e (iii) identificar os lançamentos por tipo ou transação.

(II) Controle interno relacionado aos saldos entre partes relacionadas e mútuos da Companhia: O controle interno, relacionado aos processos de captura, análise, registro das movimentações e teste de realização dos saldos com partes relacionadas (conta corrente e mútuo) da Companhia, apresentou deficiências no que se refere à tempestividade da análise quanto à natureza dos saldos apresentados no consolidado, bem como ao devido registro contábil das informações.

O controle de Intercompany tem por objetivo conciliar os valores ativos e passivos com partes relacionadas e, no decorrer do encerramento das demonstrações financeiras foi identificado que esse controle não foi executado de forma adequada pela Companhia em virtude (i) do uso de explicações genéricas para diversos saldos, (ii) de saldos ativos e passivos não eliminados no processo de consolidação, resultando na necessidade de apresentação de mais de uma versão do controle, (iii) do não acompanhamento dos mútuos em processo de arbitragem para o reconhecimento de provisão. Em vista disso, os auditores

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

independentes recomendaram (i) a revisão dos procedimentos na execução do controle, (ii) a conciliação dos saldos em aberto entre a Companhia e investidas geridas por terceiros, e (iii) a implementação de uma política de reconhecimento de provisão *vis-à-vis* o desenvolvimento da ação arbitral.

(III) Controle interno relacionado ao processo de monitoramento da aplicação da Política de Julgamentos e Estimativas:

Os controles internos relacionados a políticas e julgamentos de estimativas da Companhia apresentaram deficiências, relacionadas, basicamente, à formalização da análise e ao embasamento quanto ao julgamento das estimativas, bem como para atendimento das normas vigentes. Nesse contexto, a auditoria independente constatou que o controle não teria sido executado de forma adequada pela Companhia, levando-se em consideração determinadas práticas relacionadas (i) à provisão para créditos de liquidação duvidosa; (ii) à provisão para realização de contas a receber; (iii) ao processo de realização e formalização dos testes de redução ao valor recuperável (*impairment*) dos ativos não financeiros; (iv) à provisão para garantia; (v) ao diferimento da despesa com *spread* de transação de *swap*; (vi) ao registro contábil das transações estabelecidas nos atos societários; (vii) à capitalização, pela Companhia, das despesas com manutenção de unidades concluídas (IPTU e Condomínio) ao custo dos imóveis nos estoques.

(IV) Controle interno relacionado a depósitos judiciais: Os controles internos relacionados aos processos de captura, análise e registro dos depósitos judiciais apresentaram deficiência no que se refere à tempestividade da captura dos processos e ao respectivo registro na contabilidade ou à consideração da divulgação das informações nas demonstrações financeiras, sendo necessária a execução de procedimentos alternativos pela Companhia para comprovar a exatidão do saldo em 31 de dezembro de 2015.

(V) Controle interno relacionado ao processo de reconciliação contábil: O processo de reconciliação contábil apresentou deficiência nos controles internos, relacionados, basicamente, à formalização do processo de análise e revisão, bem como ao adequado monitoramento das pendências e natureza dos saldos classificados nas respectivas contas contábeis, tendo-se em vista, por exemplo, as reconciliações de Conta Caixa/Bancos, Contas a Receber - Contábil e Financeiro, Conta-Corrente (partes relacionadas), Valores a Identificar, entre outros. Diante disso, os auditores independentes recomendaram (i) a revisão do controle de monitoramento das reconciliações, para mitigar o risco de eventuais saldos não capturados pelo processo de reconciliação ou que não possuam composições analíticas, e (ii) o acompanhamento independente das eventuais diferenças identificadas, dos saldos pendentes de longa data e da manutenção de saldos de diferente natureza, registrados nas contas contábeis, evidenciando as análises efetuadas e as respectivas regularizações.

Não foi relatada à Companhia pelos Auditores, nem identificada pela Administração nenhuma outra deficiência significativa que pudesse impactar as Demonstrações Financeiras em BRGAAP.

Outras deficiências, não significativas, foram relatadas pelos Auditores, mas a Companhia, considerando suas características e reduzido impacto potencial, não considera necessário comentá-las.

Em atendimento ao Ofício-circular CVM/SNC/SEP nº 1/13, a Companhia informa que os auditores não identificaram problemas ou recomendações sobre os controles internos relacionados aos orçamentos das obras e ao reconhecimento de receitas, que devam constar no Formulário de Referência, somente a sugestão de melhoria nos relatórios gerenciais com as variações do "a gastar", incluindo maior detalhamento dos motivos para as variações no orçamento.

e) Comentários dos diretores sobre as deficiências apontadas no relatório circunstanciado preparado pelo auditor independente e sobre as medidas corretivas adotadas

Em consonância com os trabalhos de auditoria independente realizados sobre as demonstrações financeiras da Companhia, foram identificadas e reportadas à Administração cinco deficiências significativas no sistema de controles internos da Companhia, conforme demonstrado no item 5.3.(d) deste Formulário de Referência. Essas deficiências significativas foram devidamente

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

analisadas pela Administração e os pontos pertinentes, se ainda não totalmente resolvidos, estão em processo de resolução conforme a seguir descritos:

(I) Comentário dos diretores sobre a deficiência de Controle interno relacionado a lançamentos manuais:

Quanto ao item aprimoramento das políticas e procedimentos de revisão, a Companhia entende que suas políticas devem ser revistas periodicamente tendo em vista o ambiente dinâmico em que está inserida. Desta forma, acatou-se a sugestão de revisão da política existente com o intuito de melhorar o ambiente de controles internos relacionado a lançamentos manuais.

A Companhia entende que possui processos e controles de conciliação, o que minimiza o risco de erros operacionais. A Companhia entende que em virtude da sua estrutura administrativa, operacional e sistêmica não é possível a eliminação de lançamentos manuais. Entretanto, entende que é cabível uma análise visando à redução em termos de volume e acessos. Os lançamentos manuais identificados que não estavam definidos na política auditada serão revisados e contemplados em nova versão escrita dessa mesma Política.

A Companhia, diante da deficiência reportada, estabeleceu um plano de ação que consiste na revisão e aprimoramento de políticas e procedimentos de revisão lançamentos manuais, com prazo de conclusão em maio de 2016, além do que, a Companhia irá estudar a possibilidade (impacto e volumetria) de restrição do processo de lançamentos manuais apenas para área de contabilidade.

(II) Comentário dos diretores sobre a deficiência de Controle interno relacionado aos saldos entre partes relacionadas e mútuos da Companhia:

A Companhia entende que possui monitoramento constante sobre os processos envolvendo sócios, mútuos e gestão de caixa juntamente com seus executivos e *staff*.

A Companhia, diante da deficiência reportada, estabeleceu um plano de ação que consistiu na reconciliação contábil envolvendo os saldos de partes relacionadas no período compreendido entre os anos de 2008 a 2015, ação efetuada no decorrer do mês de abril/16 e não revelou a necessidade de ajustes contábeis que impactassem o resultado do exercício. Ademais a Companhia estabeleceu, a partir de 2016, controles formais SOXs com desenho e efetividade definidos para as demonstrações financeiras cujo processo de preparação é realizado pelo sócio do empreendimento ou SPE (gestão externa).

Adicionalmente, através dos controles internos existentes foram constatadas inconsistências nas demonstrações financeiras de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE investida pela controlada Construtora Tenda S.A. cuja responsabilidade pela preparação é do sócio e em virtude disso, foi contratada uma empresa de auditoria independente para fornecer um parecer quanto a posição patrimonial e financeira e, em especial, os saldos ativos e passivos com partes relacionadas, com prazo de conclusão em maio de 2016.

(III) Comentário dos diretores sobre a deficiência de Controle interno relacionado ao processo de monitoramento da aplicação da Política de Julgamentos e Estimativas:

A Companhia entende que alguns aspectos podem ensejar aperfeiçoamento em procedimentos, e por este motivo, com relação ao item 5.3.d.III.i irá revisar a política de provisão para créditos de liquidação duvidosa, com prazo de conclusão estimado para junho de 2016;

Com relação aos subitens ii a vi do item 5.3.d.III., a Companhia entende que se trata de divergências no julgamento com relação a questões pontuais, e que o julgamento adotado está em conformidade com as normas contábeis.

Com relação ao subitem vii do item 5.3.d.III., tendo em vista a recomendação dada na carta de controles internos referente ao

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

encerramento do exercício de 2014, a Companhia envidou esforços no sentido de adaptar seus sistemas para que essa distorção fosse corrigida. Informamos que após a realização dos testes e homologação essa melhoria de sistema foi implantada a partir de janeiro de 2016.

A Companhia efetua, no mínimo anualmente, a revisão formal da Política de Julgamento e Estimativa que contempla todos os critérios utilizados. Além disso, a Companhia tem em sua estrutura de governança o Comitê de Políticas Contábeis o qual é responsável pelo procedimento de revisão periódica e tempestiva das novas atualizações dos pronunciamentos contábeis. Adicionalmente são realizadas discussões prévias com as áreas da Companhia e assessores externos, aprimorando o processo de análise e formalização de temas técnicos relevantes. Diante da deficiência apontada, os ajustes necessários serão contemplados na Política de Julgamento e Estimativas, na revisão prevista até junho de 2016.

(IV) Comentário dos diretores sobre a deficiência de Controle interno relacionado a depósitos judiciais:

A Companhia entende que os controles internos executados atualmente são adequados. A melhoria sistêmica implantada no 2º semestre de 2015, que permitiu a vinculação direta dos valores depositados judicialmente com o respectivo processo judicial, aumentou os controles sobre as garantias, ao mesmo tempo em que minimizou os riscos de distorções relevantes nas demonstrações financeiras a partir de sua implantação. A Companhia realizou a conciliação contábil dos valores contidos na conta contábil de depósitos judiciais versus os valores contidos no sistema informatizado de Gestão de Contratos e Processos versus os valores constantes nos extratos bancários das instituições financeiras e o resultado desse trabalho não revelou a necessidade de ajustes nos saldos contábeis. Adicionalmente, a Companhia, em sua busca constante pela melhoria de seus processos e sistemas de controle, revisitou e atualizou os processos e controles internos relacionados aos depósitos judiciais.

(V) Comentário dos diretores sobre a deficiência de Controle interno relacionado ao processo de reconciliação contábil:

A Companhia entende que os controles internos executados atualmente são adequados. As pendências bancárias existentes no encerramento do exercício são da natureza do negócio da Companhia que contempla o recebimento de grande número de créditos em nas contas correntes, por diversas agências bancárias, de valores calculados por eles através de medições da evolução das obras, dentro da modalidade de venda e repasse associativo, porém, as pendências identificadas estavam dentro do prazo definido em política. Cabe ressaltar ainda que houve evolução significativa no processo de reconciliação comparativamente ao ano passado e atrasado.

Com o objetivo de sanar as pendências identificadas, são realizadas reuniões semanais de acompanhamento com as áreas envolvidas e, sendo que, ao longo do ano de 2015 e no decorrer do ano de 2016 o processo de reconciliação contábil vem sendo aperfeiçoado de forma eliminar essas pendências.

Adicionalmente, a Companhia entende que o risco de erro significativo nas Demonstrações Financeiras é mínimo, face aos controles internos existentes e a gestão continua no processo.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

Os eventos ocorridos no cenário macroeconômico e político do Brasil, neste caso notadamente no que se refere ao processo de Impeachment, podem alterar os riscos existentes relacionados à incerteza econômica e ao desenvolvimento econômico no país em geral e ao desenvolvimento programa Minha Casa, Minha Vida, podendo vir a impactar a Companhia. Do mesmo modo, a contínua investigação da operação “Lava Jato”, que envolve corrupção na Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobrás, poderá obstruir o crescimento da economia brasileira e poderá exercer um efeito adverso sobre nosso negócio. No âmbito da Companhia houve aperfeiçoamentos nos controles internos reportados no item 5.3 deste Formulário de Referência e de políticas internas.

A Companhia tem como prática a análise periódica dos riscos aos quais está exposta e que possam afetar seus negócios, sua situação financeira e os resultados de suas operações de forma adversa. A Companhia está constantemente monitorando mudanças no cenário macroeconômico, setorial e operacional que possam influenciar suas atividades, através do acompanhamento dos principais indicadores de performance e das funções de auditoria interna e controles internos. A Companhia acredita possuir elevado grau de controle sobre a sua operação e principais ‘stakeholders’, visando a evitar qualquer tipo de efeito adverso em suas atividades. A Companhia adota política de foco contínuo na disciplina financeira e na gestão conservadora de caixa.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e

Não há, considerando que todas as informações pertinentes já foram apresentadas nos itens anteriores.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**a) condições financeiras e patrimoniais gerais**

Os diretores acreditam que a Companhia é uma das empresas líderes no mercado de incorporação, com atuação nacional e foco em empreendimentos residenciais de alta qualidade abrangendo todas as faixas de renda.

As receitas da Companhia provêm principalmente de incorporações e vendas de empreendimentos imobiliários. A Companhia reconhece as receitas resultantes de empreendimentos imobiliários durante o período de construção, com base em uma mensuração financeira de conclusão dos empreendimentos e não à época da celebração dos contratos de venda. Em menor escala, a Companhia também gera receitas a partir de serviços imobiliários tais como administração de construção e gerência técnica e imobiliária que presta a terceiros. A Companhia estrutura alguns de seus projetos através de suas subsidiárias ou sociedades controladas em conjunto, constituídas como sociedades de propósito específico.

O atual capital de giro da Companhia é suficiente para as atuais exigências e os seus recursos de caixa, inclusive empréstimos de terceiros, suficientes para atender o financiamento de suas atividades e cobrir sua necessidade de recursos, no mínimo, para os próximos 12 meses.

A Diretoria entende que a Companhia apresenta condições financeiras e patrimoniais suficientes para implementar seu plano de negócios e cumprir suas obrigações de curto e médio prazo.

A Companhia encerrou 2015 com uma visão positiva sobre os resultados operacionais e financeiros alcançados no período. O volume de lançamentos encerrou o ano com R\$682,9 milhões no 4º trimestre de 2015, consolidando R\$2,1 bilhões em lançamentos no ano. O resultado das vendas líquidas alcançou R\$482,6 milhões no 4º trimestre de 2015 e R\$1,9 bilhão no ano. O ano de 2015, com a estabilidade de resultados do segmento Gafisa e a consolidação do novo modelo de negócios e consequente aumento da participação nos resultados do segmento da Construtora Tenda S.A. ("Tenda"), subsidiária integral da Companhia, permitiu a evolução gradual das margens da Companhia, com a margem bruta ajustada alcançando 34,6% em 2015 contra 33,2% em 2014.

Cumprir destacar também o desempenho de caixa verificado ao longo do ano de 2015. A Companhia atingiu uma geração operacional de R\$165,6 milhões em 2015 nas operações dos segmentos de Gafisa e Tenda, chegando a uma geração de caixa livre de R\$24,1 milhões no ano.

A Companhia atuou ao longo de 2015 com sua estrutura de capital equilibrada, encerrando assim o ano com uma relação entre dívida líquida e patrimônio líquido de 46,6%. Excluindo-se os financiamentos de projetos, a relação Dívida Líquida / Patrimônio Líquido apresentou uma razão negativa de 12,0%.

Adicionalmente, o terceiro programa de recompra de ações da Companhia, iniciado em fevereiro de 2015, limitado a 27 milhões de ações ordinárias, encerrou-se em virtude do decurso do prazo, com uma aquisição efetiva de 1 milhão de ações, com um desembolso total da ordem de R\$2,0 milhões.

Reafirmando seu compromisso de geração de valor ao acionista, no último dia 3 de março de 2016, a Companhia aprovou a criação de um quarto programa de recompra de ações até o limite de 8,2 milhões de ações ordinárias, que, quando somadas às 10,6 milhões de ações atualmente mantidas em tesouraria correspondem a 5% do total de ações ordinárias emitidas pela Companhia. O objetivo do Programa é a aplicação, de forma eficiente, dos recursos disponíveis da Companhia, com expectativa de rentabilidade a médio e longo prazo, sendo que uma parcela das ações a serem adquiridas poderão ser destinadas ao exercício das opções e/ou ações a serem outorgadas no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações, conforme aprovado em Assembleia Geral Extraordinária da Companhia. A Companhia reafirma ainda seu compromisso com a disciplina de capital, permitindo a execução de tal programa desde

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

que a relação Dívida Líquida / Patrimônio Líquido consolidado da Companhia não ultrapasse 60%.

Em 31 de dezembro de 2015, a Companhia apresentava uma posição de caixa de R\$712.311 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.443.377 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 46,6%.

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia apresentava uma posição de caixa de R\$1.157.254 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.440.300 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 47,1%.

Em 31 de dezembro de 2013, a Companhia apresentava uma posição de caixa de R\$2.024.163 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.159.046 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 36,1%.

No exercício de 2015, a margem EBITDA ajustada da Companhia alcançou 14,8%, 12,2% em 2014, e 17,4% no exercício de 2013. Vale notar que apesar de um cenário macroeconômico mais desafiador durante o ano de 2015, a Companhia colheu os efeitos das diversas correções e melhorias implementadas ao longo dos últimos anos. A Companhia alcançou maior eficiência no seu ciclo operacional, com a redução no período de construção e melhor gestão financeira em seus projetos, além da contribuição positiva por conta da consolidação do novo modelo de negócios da Tenda, permitindo maior rentabilidade operacional no segmento.

Em bases consolidadas, a receita líquida do ano de 2015, reconhecida pelo método "PoC", aumentou 6,7% na comparação anual, somando R\$2,3 bilhões, impactada especialmente pela expansão dos lançamentos do novo modelo de negócios de Tenda. Durante o ano, o segmento Gafisa foi responsável por 63% das receitas líquidas e o segmento Tenda pelos 37% restantes. A margem bruta de 27,3%, em 2015, ante 25,2% em 2014 e 24,9% no ano de 2013, deve-se ao menor impacto dos projetos do legado e do maior volume de receita derivada dos novos projetos, especialmente no caso do segmento Tenda com a evolução no nível de lançamentos do novo modelo permitindo uma contribuição mais representativa nos resultados consolidados, conforme foi verificado ao longo de 2015.

O índice de liquidez corrente em 2015 foi de 2,11, ante 2,07 em 2014 e 2,12, em 2013.

O processo de separação das unidades de negócio, anunciado no início de 2014, continua em andamento. Atualmente, as marcas já operam de forma independente, com estruturas próprias e adequadas às especificidades de seus modelos de negócio. Continuamos a trabalhar com parceiros e agentes financeiros com o intuito de atingir condições consideradas adequadas para o modelo de estrutura de capital correspondente aos ciclos de negócios de cada uma das unidades de negócio.

Conforme informado anteriormente, via Fato Relevante divulgado ao mercado em 29 de abril de 2015, tais ações continuam em andamento, mas consumindo prazo maior que o inicialmente previsto. Em função disto, e sendo esta definição um passo necessário no processo de separação, ainda não é possível precisar o prazo de conclusão da potencial separação.

A Companhia manterá seus acionistas e o mercado em geral informados quanto à evolução e os desenvolvimentos dos pontos acima citados.

Ao longo do último ano, Gafisa e Tenda conseguiram fortalecer e aperfeiçoar os ciclos operacional e financeiro, garantindo maior solidez e conforto antes os desafios de 2016. O segmento Gafisa, com sua operação consistente e equilibrada, busca o aperfeiçoamento do seu nível de capital empregado, e o segmento Tenda pronto para aumentar seu volume de novos empreendimentos, ancorado nos bons resultados verificados nos projetos lançados dentro do novo modelo. A Companhia segue trabalhando pautada pela disciplina de capital, tendo como diretrizes as metas de rentabilidade e geração de valor ao acionista, buscando um contínuo aperfeiçoamento de nossos resultados ao longo do ano que se inicia.

b) estrutura de capital

A tabela abaixo apresenta o valor total utilizado pela Companhia para financiar suas operações (capitalização total), bem como a

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

segregação de tal valor entre capital de terceiros e capital próprio (tanto em termos reais quanto em termos percentuais), para cada exercício social indicado:

	Exercício Social findo em 31 de dezembro de		
	2015	2014	2013
	(em Reais mil)		
Total capital de terceiros	3.663.096	4.147.449	4.968.547
Total capital próprio	3.097.236	3.058.403	3.214.483
Capitalização total	6.760.331	7.205.852	8.183.030
 Relação capital de terceiro sobre capitalização total	 54,2%	 57,6%	 60,7%
Relação capital próprio sobre capitalização total	 45,8%	 42,4%	 39,3%

Em 31 de dezembro de 2015, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$712.311 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.443.377 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 46,6%.

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$1.157.254 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.440.300 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 46,7%.

Em 31 de dezembro de 2013, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$2.024.163 mil. Na mesma data, a dívida líquida totalizava R\$1.159.046 mil e o índice dívida líquida sobre patrimônio líquido era de 36,1%.

c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Em 31 de dezembro de 2015, a Companhia possuía dívida líquida de R\$1.443.377 mil, sendo que a posição de caixa e equivalentes de caixa correspondia a R\$712.311 mil, frente a uma dívida total de R\$2.155.688 mil, uma relação dívida líquida sobre patrimônio líquido de 46,6%.

Adicionalmente, a Companhia possuía o montante de R\$2.595.332 mil na forma de recebíveis imobiliários e R\$333.036 mil, valor bruto considerando o impairment, de imóveis concluídos e não vendidos, representando R\$591.797 mil em VGV, frente a um montante de R\$570.191 mil de imóveis a pagar, e R\$453.897 mil de custos a incorrer. Ao considerar a soma do total de recebíveis e estoques concluídos e não vendidos, esta excede 2,25 vezes a soma da dívida líquida, imóveis a pagar e custos a incorrer.

Ademais, do montante de R\$2.155.688 mil correspondentes à dívida total da Companhia, R\$1.161.707 mil são relativos aos contratos de SFH, os quais têm o uso dos recursos para o financiamento à construção de empreendimentos imobiliários e contam com cessão fiduciária ou penhor dos recebíveis imobiliários de cada empreendimento, que, em sua maioria, vencem na entrega do empreendimento. Desta forma, ao finalizá-los, os recursos advindos da quitação do saldo devedor pelos clientes são obrigatoriamente utilizados na amortização do saldo dos contratos da Companhia. Do total do endividamento da Companhia, 84,2% são referentes a dívidas atreladas a projetos.

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia possuía dívida líquida de R\$1.440.300 mil, sendo que a posição de caixa e equivalentes de caixa correspondia a R\$1.157.254 mil, frente a uma dívida total de R\$2.597.554 mil, uma relação dívida líquida sobre patrimônio líquido

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

de 47,1%.

Adicionalmente, a Companhia possuía o montante de R\$2.889.352 mil na forma de recebíveis imobiliários e R\$260.808 mil, valor bruto considerando o impairment, de imóveis concluídos e não vendidos, representando R\$568.206 mil em VGV, frente a um montante de R\$570.506 mil de imóveis a pagar, e R\$628.751 mil de custos a incorrer. Ao considerar a soma do total de recebíveis e estoques concluídos e não vendidos, esta excede 2,62 vezes a soma da dívida líquida, imóveis a pagar e custos a incorrer.

Ademais, do montante de R\$2.597.554 mil correspondentes à dívida total da Companhia, R\$1.128.514 mil são relativos aos contratos de SFH, os quais têm o uso dos recursos para o financiamento à construção de empreendimentos imobiliários e contam com cessão fiduciária ou penhor dos recebíveis imobiliários de cada empreendimento, que, em sua maioria, vencem na entrega do empreendimento. Desta forma, ao finalizá-los, os recursos advindos da quitação do saldo devedor pelos clientes são obrigatoriamente utilizados na amortização do saldo dos contratos da Companhia. Do total do endividamento da Companhia, 77,8% são referentes a dívidas atreladas a projetos.

Em 31 de dezembro de 2013, a Companhia possuía dívida líquida de R\$1.159.044 mil, sendo que a posição de caixa e equivalentes de caixa correspondia a R\$2.024.163 mil, frente a uma dívida total de R\$3.183.208 mil, e uma relação dívida líquida sobre patrimônio líquido de 36,1%.

Adicionalmente, a Companhia possuía o montante de R\$4.087.091 mil na forma de recebíveis imobiliários e R\$292.232 mil, valor bruto considerando o impairment, de imóveis concluídos e não vendidos, representando R\$602.456 mil em VGV, frente a um montante de R\$440.129 mil de imóveis a pagar, e R\$1.181.273 mil de custos a incorrer. Ao considerar a soma do total de recebíveis e estoques concluídos e não vendidos, esta excede 2,79 vezes a soma da dívida líquida, imóveis a pagar e custos a incorrer.

Ademais, do montante de R\$3.183.208 mil correspondentes à dívida total da Companhia, R\$1.088.258 mil são relativos aos contratos de SFH, os quais têm o uso dos recursos para o financiamento à construção de empreendimentos imobiliários e contam com cessão fiduciária ou penhor dos recebíveis imobiliários de cada empreendimento, que, em sua maioria, vencem na entrega do empreendimento. Desta forma, ao finalizá-los, os recursos advindos da quitação do saldo devedor pelos clientes são obrigatoriamente utilizados na amortização do saldo dos contratos da Companhia. Do total do endividamento da Companhia, 64,4% são referentes a dívidas atreladas a projetos.

Considerando o nível de endividamento da Companhia, seus ativos de maior liquidez frente a suas obrigações, refletidas ou não no Balanço Patrimonial, os Diretores acreditam haver liquidez suficiente para o cumprimento das obrigações contratuais assumidas nesta data.

Caso entenda-se necessário a Companhia possui capacidade de contrair novos empréstimos para financiar os investimentos e a sua operação.

d) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas

A Companhia incorre em endividamento junto ao SFH/SFI, sempre que permitido, para todos os empreendimentos que desenvolve. Esta modalidade de financiamento oferece taxas de juros menores do que as linhas tradicionais de capital de giro, contando com garantia real e um processo de amortização ligado a quitação de seus clientes através da transferência dos recebíveis dos clientes aos bancos. Com esta modalidade, a Companhia pretende cobrir sua exposição de caixa, não coberta pelos recebimentos mensais, de cada projeto. Em 2015, a Companhia não realizou captações de SFI, mas contratou 67 dívidas SFH, no montante total de R\$805.742 mil. Em 2014, a Companhia contratou 34 dívidas SFH, no montante total de R\$566.444 mil, e uma dívida SFI, no montante de R\$194.000 mil. Em 2013, a Companhia contratou sete dívidas SFH, no montante total de R\$372.635 mil, e uma dívida SFI, no montante de R\$ 300.000

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

mil.

O aumento nas captações de dívidas SFH/SFI reflete a busca da Companhia por uma estrutura de capital em linha com seu ciclo operacional, priorizando a captação de recursos por meio de instrumentos de dívida alinhados com o fluxo de recebíveis de seus projetos. Assim, ao longo dos últimos três anos, a Companhia tem priorizado estas fontes de financiamento atreladas diretamente à carteira de projetos, de forma que, em 2015, 84,2% do endividamento total da Companhia estava relacionado a dívidas atreladas ao financiamento dos empreendimentos imobiliários. Uma evolução ante o resultado de 77,8% verificado em 2014, e 64,4% em 2013.

Adicionalmente, a Companhia se valeu dos instrumentos de cessão de créditos e securitização, sempre que foi percebida uma demanda no mercado para recebíveis imobiliários e privilegiou as estruturas de cessões definitivas, sem o direito de regresso. As operações realizadas contam com condições resolutivas, sendo o principal item a formalização completa da garantia para o cessionário pelo cedente, sendo o montante atual destas operações registrado no passivo da Companhia até a resolução da garantia. Em 2015, a Companhia realizou uma operação de securitização no montante nominal de R\$32.192 mil. Em 2014, a Companhia também realizou uma operação de securitização no montante nominal de R\$15.200 mil, e em 2013, a Companhia realizou duas operações de securitização, totalizando um montante nominal de R\$42.373 mil.

Por fim, a Companhia ainda utilizou recursos provenientes de emissões de Debêntures junto ao mercado de capitais, para complementar sua estratégia de financiamento. Em 2015 e 2013 não houve novas emissões, entretanto, em 2014, a Companhia captou o montante total de R\$185.000 mil com duas emissões privadas de debêntures, ambas com garantia real.

A Companhia não realiza investimentos em ativos não-circulantes.

e) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez

Atualmente a Companhia possui um nível de liquidez e perspectivas de geração de caixa que lhe permite não recorrer ao financiamento adicional das suas operações. Isto, no entanto, não exclui a possibilidade de se estruturar ou obter novas linhas para contratação de capital de giro de acordo com os instrumentos disponíveis e condições de mercado vigentes à época da contratação, conforme indicado nos itens 10.1.c e 10.1.d.

f) níveis de endividamento e características das dívidas

i) contratos de empréstimos e financiamentos relevantes

Os diretores da Companhia apresentam no quadro abaixo o montante total da dívida de qualquer natureza consolidada da Companhia, que é igual à somatória do total do Passivo circulante e do total do Passivo não circulante, em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013:

	Exercício Social findo em 31 de dezembro de		
	2015	2014	2013
	(em Reais mil)		
Total do passivo circulante	2.048.968	2.270.869	2.683.023
Total do passivo não circulante	1.614.128	1.876.580	2.285.524
Montante Total de Dívida de qualquer natureza	3.663.096	4.147.449	4.968.547

Abaixo, os diretores da Companhia apresentam algumas das principais características dos financiamentos e empréstimos consolidados da

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Companhia, agrupados por modalidade, em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013:

			Exercício Social findo em 31 de dezembro de		
	Custo médio	Vencimentos	2015	2014	2013
			(em Reais mil)		
Financiamento Projetos (SFH/SFI)	TR + 8,30% a 12,80% / 117% a 120% CDI	Maio 2016 a Agosto 2020	1.161.707	1.128.514	1.088.258
Debêntures (FGTS)	9,25% a 9,8205% + TR	Outubro 2016 a Dezembro 2017	654.445	891.650	961.416
Debêntures	1,90 a 1,95% + CDI 7,96% a 8,22 + IPCA	Outubro 2016 a Janeiro 2020	203.513	297.449	459.802
Capital de Giro	117,90% do CDI 2,20% + CDI 13,20% Pré-fixado	Maio 2016 a Julho 2019	131.128	268.911	550.052
Obrigações com Investidores	-	Junho 2016 a Junho 2017	4.895	11.030	123.680
Endividamento total			2.155.688	2.597.554	3.183.208

Financiamento Projetos (SFH e SFI)

É representado pelos financiamentos tomados juntos aos bancos comerciais nacionais com o objetivo de prover recursos para a construção de empreendimentos imobiliários da Companhia e suas controladas e coligadas. Estes contratos possuem garantia real representada pela hipoteca do terreno e pela cessão fiduciária ou penhor dos recebíveis e os recursos são liberados mediante a comprovação de evolução física e financeira de obras, iniciando o período de amortização após a conclusão da obra objeto do contrato. Durante o período de amortização do contrato, os recursos oriundos da quitação do saldo devedor dos clientes são utilizados para amortizar o montante da dívida. Para um dos contratos de SFI, em linha com a estratégia de risco da Companhia, foi vinculado a contratação de um instrumento de proteção (*hedge*) para mitigar o risco de uma taxa pré-fixada para percentual do CDI, com o objetivo de equalizar a remuneração da dívida frente à aplicação dos recursos disponíveis pela Tesouraria.

Debêntures FGTS

Referem-se à 7ª Emissão da Companhia e à 1ª Emissão da controlada Construtora Tenda S.A. Estas emissões contam com os recursos do FGTS e tem como uso dos recursos o financiamento a construção das obras dadas em garantia. Para maiores informações acerca destas emissões, favor consultar o item 18.5 do Formulário de Referência.

Debêntures

Em 31 de dezembro de 2015, referem-se à 8ª Emissão 1ª e 2ª séries e 9ª Emissão e 10ª Emissão da Companhia, e o uso dos recursos destas emissões, respectivamente, é o reforço de capital de giro da Companhia e o desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários selecionados. Em linha com a estratégia de risco da Companhia, a 9ª e a 10ª Emissão da Companhia foram vinculadas às contratações de instrumentos de proteção (*hedge*) para mitigar o risco de uma taxa CDI + para percentual do CDI, e IPCA para percentual do CDI, respectivamente, com o objetivo de equalizar a remuneração da dívida frente à aplicação dos recursos disponíveis pela Tesouraria. Para maiores informações acerca destas emissões, favor consultar o item 18.5 do Formulário de Referência.

Capital de Giro

É composto pelas Cédulas de Crédito Bancário (CCB) e outros instrumentos bancários que configuram dívida da companhia e tem o

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

seu recurso direcionado ao capital de giro da companhia. Estes instrumentos podem possuir garantias reais ou fidejussórias e contam com cláusulas restritivas (*covenants*) cujo não cumprimento podem ensejar o vencimento antecipado das obrigações. Em 31 de dezembro de 2015, a Companhia estava adimplente com as suas obrigações contratuais.

Obrigações com investidores

São operações estruturadas que envolveram a movimentação societária de sociedades controladas pela Companhia, para capturar a distribuição de resultados advinda do desenvolvimento de empreendimentos imobiliários selecionados em que o investidor possui participação. Estes investimentos contam com cláusulas de retorno do capital empregado após um período e com a prioridade na distribuição de resultados, motivo pelo qual são classificados na rubrica "Obrigações com Investidores" nas demonstrações financeiras da Companhia. Para maiores informações, consultar o item 6.5 deste Formulário de Referência.

ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Não existem outras relações de longo prazo com instituições financeiras que já não foram destacadas neste item.

iii) grau de subordinação entre as dívidas

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013 as dívidas da Companhia, contratadas na forma de financiamentos e empréstimos junto às instituições financeiras, podem ser segregadas, de acordo com a natureza de suas garantias, conforme abaixo:

	Exercício Social findo em 31 de dezembro de		
	2015	2014	2013
	(em Reais mil)		
Total dívida com Garantia Real	1.416.648	1.391.412	1.487.344
Total dívida com Garantia Flutuante	654.445	891.650	961.416
Total dívida Quirografia	84.595	314.492	734.449
Endividamento total	2.155.688	2.597.554	3.183.208

Não existe grau de subordinação contratual entre as dívidas quirográficas. As dívidas da Companhia que são garantidas com garantia real e garantia fluante contam com as preferências e prerrogativas previstas em lei. Assim, em caso de concurso de credores, (i) as dívidas com garantia real têm prioridade para recebimento sobre as demais dívidas da Companhia, até o limite do valor do bem gravado, e (ii) as dívidas com garantia fluante preferem às dívidas quirográficas.

iv) eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário, bem como se o emissor vem cumprindo com essas restrições;

A Companhia é signatária de contratos que estabelecem limites mínimos e máximos sobre temas específicos além de restringir a Companhia na tomada de algumas ações. O descumprimento dos índices acordados ou a não observância das restrições estabelecidas podem acarretar no vencimento antecipado dos contratos.

Os principais pontos de restrição dos instrumentos financeiros, nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013, estão abaixo destacados:

- pedido de qualquer plano de recuperação judicial ou extrajudicial a qualquer credor ou classe de credores, independentemente de ter sido requerida ou obtida homologação judicial do referido plano; ou ingressar em juízo com requerimento de

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

recuperação judicial.

- ocorrência de alteração do controle acionário direto ou indireto da Emissora, nos termos do artigo 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das Sociedades por Ações"), que implique em rebaixamento da classificação de risco (rating) abaixo de classificação vigente no momento da emissão ou, em alguns casos, inferior a A- ou classificação de risco equivalente em escala nacional pelas principais agência classificadoras de risco.
- pagamento, pela Companhia, de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação nos lucros estatutariamente prevista, quando estiver em mora com as emissões vigentes na declaração do evento, ressalvado, entretanto, o pagamento do dividendo mínimo obrigatório previsto no artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;
- decretação de vencimento antecipado de quaisquer obrigações financeiras e dívidas da Companhia e/ou das suas Controladas Relevantes, no mercado local ou internacional;
- alteração ou modificação do objeto social da Companhia que faça com que a Companhia deixe de atuar como incorporadora e construtora imobiliária;
- transformação da Companhia em sociedade limitada, nos termos do artigo 220 a 222 da Lei das Sociedades por Ações;
- cisão, fusão ou incorporação da Companhia por outra sociedade, salvo se tal alteração societária for previamente aprovada pelos detentores dos títulos de dívidas ou for lhes garantido o direito de retirada;
- redução de capital social da Companhia que resulte em capital social inferior a 95% (noventa e cinco por cento) do capital social da existente, exceto (i) nos casos de redução de capital realizada com o objetivo de absorver prejuízos, nos termos do artigo 173 da Lei das Sociedades por Ações; ou (ii) se previamente autorizado pelos detentores dos títulos de dívidas;
- alienação, desapropriação, confisco ou qualquer outra forma de disposição pela Companhia de ativos permanentes de valor equivalente conforme de definidos nas escrituras e contratos e que possa afetar sua capacidade financeira.

As restrições descritas acima podem não se aplicar integralmente a todos os contratos em vigor nesta data, podendo estabelecer limites distintos para cada contrato.

A Companhia também comprometeu-se a manter os seguintes indicadores financeiros dentro dos limites estabelecidos. As fórmulas e os limites máximo e mínimo, bem como suas referências são apresentados a seguir:

	Em 31 de dezembro		
	2015	2014	2013
Sétima emissão			
Total de contas a receber mais estoques deve ser menor que zero ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida menos dívida de projetos (3).	-14,12 vezes	-9,33 vezes	-6,21 vezes
Dívida total, menos dívida de projetos (3), menos disponibilidades (1), não deve exceder a 75% do patrimônio líquido mais participações de acionistas não controladores.	-12,2%	-19,3%	-31,6%
Total de recebíveis mais receita a apropriar mais total de estoques concluídos deve ser maior que 1,5 vezes a dívida líquida mais imóveis a pagar mais custos a apropriar.	2,25 vezes	2,10 vezes	2,79 vezes
Oitava emissão - Primeira e segunda séries			
Total de contas a receber mais estoques de unidades concluídas deve ser menor que zero ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida menos dívida de projetos.	-7,73 vezes	-5,32 vezes	-4,31 vezes
Dívida total, menos dívida de projetos, menos disponibilidades (1) não deve exceder 75% do patrimônio líquido mais participações de acionistas não controladores.	-12,2%	-19,3%	-31,6%
Nona emissão			
Total de contas a receber mais total de estoques deve ser menor que zero ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida.	3,71 vezes	3,86 vezes	n/a

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Dívida líquida, não deve exceder 100% do patrimônio líquido mais participações de acionistas não controladores.	46,4%	46,7%	n/a
Décima emissão			
Total de contas a receber mais estoques deve ser menor que zero ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida menos dívida de projetos (3).	-14,12 vezes	n/a	n/a
Dívida total, menos dívida de projetos (3), menos disponibilidades (1), não deve exceder a 75% do patrimônio líquido mais participações de acionistas não controladores.	-12,2%	n/a	n/a
Primeira emissão – Tenda			
Total de contas a receber mais estoques deve ser igual ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida menos dívida com garantia real(3) ou menor que zero, sendo TR (4) mais TE (5) sempre maior que zero.	-6,79 vezes	-2,75 vezes	-2,49 vezes
Dívida líquida menos dívida com garantia real (3) não deve exceder a 50% do patrimônio líquido.	-21,47%	-46,7%	-57,0%
Total de recebíveis mais receita a apropriar mais total de estoques concluídos deve ser maior que 1,5 vezes a dívida líquida mais imóveis a pagar mais custos a apropriar.	2,47 vezes	2,89 vezes	56,85 vezes
CCBs e Outros Instrumentos			
Total de contas a receber mais estoques de unidades concluídas deve ser menor que zero ou maior que 2,0 vezes a dívida líquida menos dívida de projetos.	-7,73 vezes	-5,32 vezes	-4,31 vezes
Dívida total, menos dívida de projetos, menos disponibilidades (1), não deve exceder 75% do patrimônio líquido mais participações de acionistas não controladores.	-12,2%	-19,3%	-31,6%
(1) Disponibilidades referem-se a caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários.			
(2) Total de recebíveis, sempre quando mencionado, refere-se ao montante refletido no Balanço Patrimonial acrescidos da parcela não demonstrada no Balanço Patrimonial.			
(3) Dívida de projetos e dívida com garantia real refere-se às dívidas SFH, assim definidas como a somatória de todos os contratos de empréstimos desembolsados cujos recursos sejam oriundos do SFH, bem como a dívida referente à sétima emissão.			
(4) Total de recebíveis.			
(5) Total de estoques.			

Em 31 de dezembro de 2015 a Companhia estava adimplente em relação às cláusulas restritivas.

g) limites dos financiamentos contratados e percentuais já utilizados

Ao longo dos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2013, 2014 e 2015, os financiamentos à construção contratados pela Companhia junto às instituições nacionais julgadas pela empresa como de primeira linha no âmbito do SFH possuem seus recursos destinados exclusivamente para utilização nas obras dos respectivos empreendimentos. Os recursos contratados são liberados à Companhia conforme avanço físico-financeiro das obras. Além disso, a Companhia utilizou de outras fontes de financiamentos, como debêntures, Sistema de Financiamento Imobiliário e Cédulas de Créditos Bancários, liberados à Companhia no momento da contratação.

Em 31 de dezembro de 2015, a Companhia possuía contratado o montante total de R\$3.890 milhões, sendo que, deste montante, R\$3.180 milhões já foram liberados, representando uma utilização de 81,7% do recurso captado. Deste montante, o endividamento total da Companhia corresponde a R\$2.156 milhões, sendo R\$1.162 milhões referentes a contratos SFH.

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras**DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO CONSOLIDADO DO EXERCÍCIO**

	2015	Análise Vertical % 2015	2014	Análise Vertical % 2014	2013	Análise Vertical % 2013	Variação R\$000 2015 x 2014	Variação R\$000 2014 x 2013
Receita operacional bruta								
Incorporação e venda de imóveis e permuta	2.475.928	2129%	2.256.189	-11551%	2.618.737	652%	219.739	-362.548
Provisão para distratos	9.363	8%	69.479	-356%	81.122	20%	-60.116	-11.643

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Impostos sobre vendas de imóveis e serviços	-190.972	-164%	-174.670	894%	-218.648	-54%	-16.302	43.978
Receita operacional líquida	2.294.319	1973%	2.150.998	-11013%	2.481.211	617%	143.321	-330.213
Custos operacionais								
Incorporação e venda de imóveis	-1.667.505	-1434%	-1.609.246	8239%	-1.863.766	-464%	-58.259	254.520
Lucro bruto operacional	626.814	539%	541.752	-2774%	617.445	154%	85.062	-75.693
(Despesas) receitas Operacionais								
Despesas com vendas	-163.260	-140%	-148.041	758%	-215.649	-54%	-15.219	67.608
Despesas gerais e administrativas	-181.413	-156%	-211.906	1085%	-234.023	-58%	30.493	22.117
Resultado de equivalência patrimonial sobre investimentos	41.766	36%	19.263	-99%	7.370	2%	22.503	11.893
Resultado de investimento avaliado a valor justo	-	-	-	-	375.853	94%	-	-
Depreciação e amortização	-47.420	-41%	-79.251	406%	-63.014	-16%	31.831	-16.237
Outras receitas/(despesas), líquidas	-160.201	-138%	-141.349	724%	-86.111	-21%	-18.852	-55.238
Lucro/(prejuízo) antes das receitas e despesas financeiras e do imposto de renda e contribuição sindical	116.286	100%	-19.532	100%	401.871	100%	135.818	-421.403
Despesas financeiras	-162.258	-140%	-165.712	848%	-243.586	-61%	3.454	77.874
Receitas financeiras	124.131	107%	156.794	-803%	81.083	20%	-32.663	75.711
Lucro (prejuízo) antes do imposto de renda e contribuição sindical	78.159	67%	-28.450	146%	239.368	60%	106.609	-267.818
Imposto de renda e contribuição social corrente	-24.598	-21%	-33.330	171%	-23.690	-6%	8.732	-9.640
Imposto de renda e contribuição social diferido	17.418	15%	18.055	-92%	20.878	5%	-637	-2.823
Total de imposto de renda e contribuição sindical	-7.180	-6%	-15.275	78%	-2.812	-1%	8.095	-12.463
Resultado líquido das Operações Continuadas	70.979	61%	-43.725	224%	236.556	59%	114.704	-280.281
Resultado líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	631.122	157%	-	-
Lucro (prejuízo) do exercício	70.979	61%	-43.725	224%	867.678	216%	114.704	-911.403
(-) Lucro / (prejuízo) atribuível:								
Aos acionistas não controladores	-3.470	-3%	-1.176	6%	235	0%	-2294	-1411
À controladora	74.449	64%	-42.549	218%	867.443	216%	116.998	-909.992

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2015 comparados com 2014*****Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços***

A receita bruta gerada pela incorporação e venda de imóveis e permuta totalizou R\$2,48 bilhões no exercício findo em 2015, um aumento de R\$220 milhões ou 10% em comparação ao mesmo período de 2014, quando a receita bruta total totalizou R\$2,26 bilhões. Esse acréscimo é efeito do aumento da participação da receita proveniente de projetos do novo modelo de Tenda no volume total receitado.

Deduções da Receita Bruta – Impostos sobre Vendas Imóveis e Serviços

As deduções da receita bruta referentes aos impostos sobre vendas de imóveis e serviços aumentaram 10%, passando de R\$175 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2014 para R\$191 milhões no exercício de 2015, em linha com o aumento verificado na receita da Companhia.

Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços

Em bases consolidadas, a receita líquida do ano de 2015, reconhecida pelo método “PoC”, aumentou 6,7% na comparação anual, somando R\$2,29 bilhões, impactada pela menor participação dos projetos do legado e do maior volume de receita derivada dos novos projetos, especialmente no caso do segmento Tenda com a evolução no nível de lançamentos do novo modelo, permitindo uma contribuição mais representativa nos resultados consolidados. Durante o ano, a marca Gafisa foi responsável por 63% do recebimento líquido total, enquanto Tenda foi responsável pelos 37% restantes.

Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2015 totalizaram R\$1,66 bilhão, um aumento de 3,6% em comparação com R\$1,60 bilhão no exercício de 2014, impactados, principalmente, pelos custos de construção e terrenos, devido à escalada nos lançamentos do segmento Tenda.

Resultado Bruto

O lucro bruto reportado em 2015 foi de R\$626,8 milhões, comparado com R\$541,8 milhões em 2014. A variação deve-se, principalmente, por conta da estabilidade verificada nos resultados e rentabilidade dos projetos do segmento Gafisa e pelo maior volume e consolidação das operações do novo modelo de negócios, com maior nível de rentabilidade, do segmento Tenda. A margem bruta ficou em 27,3% em 2015, contra 25,2% no ano anterior.

Despesas com Vendas

As despesas com vendas no ano de 2015 totalizaram R\$163,3 milhões, representando um aumento de 10,3% em comparação com R\$148,0 milhões no ano de 2014. As despesas com vendas no exercício de 2015 representaram 7,1% da sua receita operacional líquida, ante 6,9% no exercício de 2014. Tal variação é resultado do esforço adicional e necessário para incremento do volume de vendas, dado o atual cenário macroeconômico, e também por conta do maior volume de lançamentos do segmento Tenda no ano de 2015.

Despesas Gerais e Administrativas e Despesas Decorrentes do Plano de Opções de Ações

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$181,4 milhões no exercício de 2015 em relação a R\$211,9 milhões no exercício de 2014, uma diminuição de 14,4%, ou R\$30,4 milhões, em função da redução no volume de projetos antigos e à maior adaptação da estrutura de despesas operacionais da Companhia às atuais condições de mercado:

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

(1) salários e encargos apresentaram redução de R\$5,3 milhões, ou 6,6% na variação anual;

(2) provisão e participação no lucro diminuíram em R\$9,5 milhões, ou 27,1% na comparação anual, totalizando R\$25,5 milhões em 2015; e

(3) despesas com serviços prestados apresentaram redução de R\$6,2 milhões, ou 20,3% na variação anual.

Depreciação e Amortização

A depreciação e amortização verificadas durante o exercício de 2015 totalizaram R\$47,4 milhões, apresentando uma redução de 40,2%, comparado com os R\$79,3 milhões verificados em 2014, refletindo o volume atual de negócios do segmento Gafisa, com um volume de lançamentos próximo de R\$1,0 bilhão nos últimos três anos.

Demais Despesas Operacionais

Em 2015, nossos resultados refletiram um impacto negativo de R\$160,2 milhões, em comparação com R\$141,3 milhões em 2014, devido ao aumento das despesas com demandas judiciais, no curso do grande fluxo de entregas de projetos antigos ocorrido em 2012, 2013 e 2014.

Receitas Financeiras

As receitas financeiras reduziram R\$32,7 milhões, totalizando R\$124,1 milhões ao final do ano, em função de um menor saldo de disponibilidades verificado no período.

Despesas Financeiras

As despesas financeiras atingiram R\$162,3 milhões em 2015, comparado aos R\$165,7 milhões em 2014, uma redução de 2% em bases anuais, em função da redução no nível de endividamento bruto no período.

Provisão para IR e Contribuição Social e IR Diferido

Em 2015, o total de imposto de renda, contribuição social e impostos diferidos alcançaram R\$7,2 milhões, comparado aos R\$15,3 milhões em 2014.

A variação do saldo deve-se, principalmente, ao reconhecimento de crédito de imposto de renda e contribuição social em aproximadamente R\$7,2 milhões, como consequência da atualização das perspectivas ante o plano de negócios da Companhia, o qual demonstra capacidade de recuperação total do estoque de prejuízo fiscal e diferenças temporárias ao longo dos próximos períodos.

Participação de Acionistas Não-Controladores

O aumento da participação de acionistas não-controladores (minoritários em subsidiárias nas quais a Companhia detém investimento) de R\$1,2 milhões para R\$3,5 milhões em 2015, por conta da variação de resultados das coligadas da Companhia.

Lucro Líquido (Prejuízo)

O Grupo Gafisa encerrou 2015 com lucro líquido de R\$74,4 milhões, comparado com o prejuízo líquido de R\$42,5 milhões em 2014. Esta variação reflete as melhorias implementadas ao longo dos últimos anos. A Companhia alcançou maior eficiência no seu ciclo operacional, com redução no período de construção e melhor gestão financeira em seus projetos. Além disso, a maior velocidade no processo de repasse e a conclusão da totalidade dos projetos antigos de Tenda contribuíram para um resultado líquido positivo.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2015 comparados com 2014 – Por Segmento de Atuação**

	Companhia (i)	Tenda	Total 2015
Receita operacional líquida	1.443.357	850.962	2.294.319
Custo operacional	(1.061.921)	(605.584)	(1.667.505)
Lucro bruto operacional	381.436	245.378	626.814
	Companhia (i)	Tenda	Total 2014
Receita operacional líquida	1.580.860	570.138	2.150.998
Custo operacional	(1.164.998)	(444.248)	(1.609.246)
Lucro bruto operacional	415.862	125.890	541.752
(i)	Inclui todas as subsidiárias, exceto Construtora Tenda S.A.		

Companhia – Segmento Gafisa***Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços***

A receita líquida de vendas e/ou serviços diminuiu 8,7%, passando de R\$1,6 bilhão no exercício de 2014 para R\$1,4 bilhão no exercício de 2015, efeito do mix de vendas do período, com maior concentração em projetos lançados a partir de 2014. Em 2015, o segmento Gafisa foi responsável por 63% da receita líquida consolidada da Companhia.

Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2015 totalizaram R\$1,1 bilhão, uma redução de 8,8% em comparação com R\$1,2 bilhão no exercício de 2014, em linha com o menor volume de projetos em execução.

Resultado Bruto

O lucro bruto no exercício de 2015 foi R\$381,4 milhões, representando uma redução de 8,3% em comparação com o lucro de R\$415,9 milhões no exercício de 2014. Em 2015, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos da Companhia aumentou para 26,4% em comparação aos 26,3% no mesmo período em 2014. Essa variação é resultado do menor volume de projetos em execução e do mix de vendas do período, com maior concentração em projetos lançados recentemente, que apresentam melhor rentabilidade.

Construtora Tenda S.A.***Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços***

A receita líquida de vendas e/ou serviços no exercício de 2015 totalizou R\$851,0 milhões, em relação a R\$570,1 milhões no exercício anterior, um aumento de 49,3%, impactada pela escalada no volume de lançamentos do novo modelo nos últimos anos. Em 2015, a Construtora Tenda S.A. foi responsável por 37% da receita líquida consolidada.

Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2015 totalizaram R\$605,6 milhões, em comparação com R\$444,2 milhões em 2014, um aumento de 36,3% quando comparado ao ano anterior, efeito da escalada no volume de projetos lançados nos últimos anos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Resultado Bruto

O lucro bruto nos exercícios de 2015 e 2014 foi R\$245,4 milhões e R\$125,9 milhões, respectivamente. Em 2015, a margem aumentou de 22,1% em 2014 para 28,8% em 2015. A rentabilidade da Construtora Tenda S.A. em 2015 foi marcada positivamente pela redução do impacto dos projetos antigos em seu resultado e também pela significativa contribuição dos lançamentos do novo modelo, que apresentam margens superiores às aquelas verificadas nos projetos antigos.

Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2014 comparados com 2013

Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços

A receita bruta gerada pela incorporação e venda de imóveis e permuta totalizou R\$2,26 bilhões no exercício findo em 2014, uma redução de R\$363 milhões ou 14% em comparação ao mesmo período de 2013, quando a receita bruta total totalizou R\$2,62 bilhões, efeito do menor volume de lançamentos nos últimos 2 anos.

Deduções da Receita Bruta – Impostos sobre Vendas Imóveis e Serviços

As deduções da receita bruta referentes aos impostos sobre vendas de imóveis e serviços diminuíram 20%, passando de R\$219 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2013 para R\$175 milhões no exercício de 2014, em linha com a redução verificada na receita da Companhia.

Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços

Em bases consolidadas, a receita líquida do ano de 2014, reconhecida pelo método “PoC”, diminuiu 13,3% na comparação anual, somando R\$2,15 bilhões, impactada pelo menor volume de lançamento nos últimos 2 anos no segmento Gafisa. Durante o ano, a marca Gafisa foi responsável por 73% das receitas líquidas e Tenda pelos 27% restantes.

Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2014 totalizaram R\$1,6 bilhão, um decréscimo de 14% em comparação com R\$1,9 bilhões no exercício de 2013, impactados pelo menor volume de projetos em desenvolvimento e a maior eficiência no processo construtivo, por conta da redução dos projetos do legado e do advento de novas tecnologias e gestão de obra.

Resultado Bruto

O lucro bruto reportado em 2014 foi de R\$541,8 milhões, comparado com R\$617,4 milhões em 2013. A variação deve-se, principalmente, por conta do menor volume de projetos lançados nos 2 últimos anos, especialmente no segmento Gafisa, o que acabou impactando o nível de receita e consequentemente o resultado bruto consolidado. A margem bruta ficou em 25,2%, contra 24,9% no ano anterior.

Despesas com Vendas

As despesas com vendas no ano de 2014 totalizaram R\$148,0 milhões, representando uma diminuição de 31% em comparação com R\$215,6 milhões no ano de 2013. As despesas com vendas no exercício de 2014 representaram 6,9% da sua receita operacional líquida, ante 8,7% no exercício de 2013. Tal variação é resultado da consolidação da operação em loja física da Tenda e da maior assertividade nas despesas com marketing e comissão de vendas da Gafisa.

Despesas Gerais e Administrativas e Despesas Decorrentes do Plano de Opções de Ações

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$211,9 milhões no exercício de 2014 em relação a R\$234,0 milhões no exercício de 2013, uma diminuição de 9,4%, ou R\$22,1 milhões, em função da maior eficiência operacional da Companhia, permitindo um nível de custos e despesas adequados ao seu ciclo de negócios.

(1) salários e encargos apresentaram redução de R\$13,1 milhões, ou 14,1% na variação anual;

(2) provisão e participação no lucro diminuíram em R\$24,6 milhões, ou 41,3% na comparação anual, totalizando R\$35,0 milhões em 2014.

Depreciação e Amortização

A depreciação e amortização verificadas durante o exercício de 2014 totalizaram R\$79,3 milhões, apresentando um aumento de 25,8%, comparado com os R\$63,0 milhões verificados em 2013, em função da incorporação integral de uma controlada no último trimestre de 2014, que gerou um impacto não-recorrente de R\$14,5 milhões referente a amortização de ágio.

Demais Despesas Operacionais

Em 2014, nossos resultados refletiram um impacto negativo de R\$141,3 milhões, em comparação com R\$86,1 milhões em 2013, devido, principalmente, ao aumento das despesas com demandas judiciais, consequência do grande volume de entregas relacionados a projetos de legado ao longo dos últimos 2 anos, além do impacto do provisionamento parcial do programa de opção de ações da antiga controlada Alphaville.

Receitas Financeiras

As receitas financeiras subiram R\$75,7 milhões, totalizando R\$156,8 milhões ao final do ano, em função da maior taxa de juros média verificada no período.

Despesas Financeiras

As despesas financeiras atingiram R\$165,7 milhões em 2014, comparado aos R\$243,6 milhões em 2013, uma redução de 32% em bases anuais, em função da redução no nível de endividamento bruto no período.

Provisão para IR e Contribuição Social e IR Diferido

Em 2014, o total de imposto de renda, contribuição social e impostos diferidos alcançaram R\$15,3 milhões.

A variação do saldo deve-se, principalmente, ao reconhecimento de crédito de imposto de renda e contribuição social em aproximadamente R\$15 milhões, como consequência de estudo de preparação preparado sobre o plano de negócios da Companhia, o qual demonstra capacidade de recuperação total do estoque de prejuízo fiscal e diferenças temporárias.

Participação de Acionistas Não-Controladores

O aumento da participação de acionistas não-controladores (minoritários em subsidiárias nas quais a Companhia detém investimento) de R\$0,2 milhões para R\$1,2 milhões em 2014, ocorreu em função da variação de resultados das coligadas da Companhia.

Lucro Líquido (Prejuízo)

O Grupo Gafisa encerrou 2014 com prejuízo líquido de R\$42,5 milhões, comparado com o lucro líquido de R\$867,4 milhões em 2013. Esta variação reflete o resultado da venda da antiga controlada Alphaville ao final de 2013, que impactou o resultado do referido ano.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2014 comparados com 2013 – Por Segmento de Atuação**

	Companhia (i)	Tenda	Total 2014
Receita operacional líquida	1.580.860	570.138	2.150.998
Custo operacional	(1.164.998)	(444.248)	(1.609.246)
Lucro bruto operacional	415.862	125.890	541.752

	Companhia (i)	Tenda	Total 2013 (ii)
Receita operacional líquida	1.663.751	817.460	2.481.211
Custo operacional	(1.111.550)	(752.216)	(1.863.766)
Lucro bruto operacional	552.201	65.244	617.445

(ii) Inclui todas as subsidiárias, exceto Construtora Tenda S.A.

(iii) Ao final de 2013, a Companhia concluiu a operação de venda de 70% de sua subsidiária Alphaville Urbanismo S.A. Dessa forma, a partir de 2014, Alphaville não é mais uma controlada de Gafisa, passando a ser consolidada via equivalência patrimonial em Gafisa. Portanto, o total apresentado soma apenas Gafisa e Tenda.

Companhia – Segmento Gafisa***Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços***

A receita líquida de vendas e/ou serviços diminuiu 5,0%, passando de R\$1,7 bilhão no exercício de 2013 para R\$1,6 bilhão no exercício de 2014, refletindo o menor volume de lançamentos. Em 2014, o segmento Gafisa foi responsável por 73% da receita líquida consolidada da Companhia.

Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2014 totalizaram R\$1,2 bilhão, um aumento de 4,8% em comparação com R\$1,1 bilhão no exercício de 2013, refletindo a variação dos custos de construção abaixo da inflação.

Resultado Bruto

O lucro bruto no exercício de 2014 foi R\$415,9 milhões, representando uma redução de 24,7% em comparação com o lucro de R\$552,2 milhões no exercício de 2013. Em 2014, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos da Companhia reduziu para 26,3% em comparação aos 33,2% no mesmo período em 2013. Essa redução é resultado do menor volume de projetos nos últimos 2 anos e também, devido alguns efeitos não recorrentes no último trimestre de 2014, como ajustes de *impairment* de terrenos e reavaliação da metodologia de cálculo da provisão de garantia

Construtora Tenda S.A.***Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços***

A receita líquida de vendas e/ou serviços no exercício de 2014 totalizou R\$570,1 milhões, em relação a R\$817,5 milhões no exercício anterior, uma diminuição de 30,3%, impactada pelo menor volume de entrega de projetos relacionados ao legado e que se concentraram especialmente no ano de 2013. Em 2014, a Construtora Tenda S.A. foi responsável por 38% da receita líquida consolidada.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2014 totalizaram R\$444,2 milhões, em comparação com R\$752,2 milhões em 2013, uma redução de 40,9% quando comparado ao ano anterior, efeito da consistente redução na exposição da Companhia ante os projetos antigos, diminuindo assim o custo ainda a incorrer relacionado a eles.

Resultado Bruto

O lucro bruto nos exercícios de 2014 e 2013 foi R\$125,9 milhões e R\$65,2 milhões, respectivamente. Em 2014, a margem aumentou de 8,0% em 2013 para 22,1% em 2014. A rentabilidade da Construtora Tenda S.A. em 2014 foi marcada positivamente pela redução do impacto dos projetos antigos em seu resultado e também pela incipiente contribuição dos lançamentos do novo modelo, que apresentam margens superiores àquelas verificadas nos projetos antigos.

BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO

	2015	Análise Vertical % 2015	2014	Análise Vertical % 2014	2013	Análise Vertical % 2013	Variação R\$000 2015 x 2014	Variação R\$000 2014 x 2013
Ativo								
Circulante								
Caixa e equivalentes de caixa	82.640	1%	109.895	2%	215.194	3%	-27.255	-105.299
Títulos e valores mobiliários	629.671	9%	1.047.359	15%	1.808.969	22%	-417.688	-761.610
Contas a receber de incorporação e serviços prestados	1.395.273	21%	1.440.498	20%	1.909.877	23%	-45.225	-469.379
Imóveis a comercializar	1.880.377	28%	1.695.817	24%	1.442.019	18%	184.560	253.798
Valores a receber de partes relacionadas	95.118	1%	142.732	2%	82.547	1%	-47.614	60.185
Ativo não circulante destinado à venda	105.857	2%	110.563	2%	114.847	1%	-4.706	-4.284
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	-	183	0%	-	-
Despesas pagas antecipadamente	7.171	0%	15.442	0%	35.188	0%	-8.271	-19.746
Demais contas a receber	120.657	2%	128.905	2%	71.083	1%	-8.248	57.822
Total do ativo circulante	4.316.764	64%	4.691.211	65%	5.679.907	69%	-374.447	-988.696
Não circulante								
Contas a receber de incorporação e serviços prestados	407.091	6%	384.821	5%	313.791	4%	22.270	71.030
Imóveis a comercializar	750.240	11%	816.525	11%	652.395	8%	-66.285	164.130
Valores a receber de partes relacionadas	109.193	2%	107.067	1%	136.508	2%	2.126	-29.441
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	-	-	-	-	-
Demais contas a receber	82.880	1%	112.241	2%	137.628	2%	-29.361	-25.387

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

	1.349.404	20%	1.420.654	20%	1.240.322	15%	-71.250	180.332	
Investimentos	967.646	14%	968.393	13%	1.120.076	14%	-747	-151.683	
Imobilizado	49.176	1%	48.691	1%	36.385	0%	485	12.306	
Intangível	77.342	1%	76.903	1%	106.340	1%	439	-29.437	
	1.094.164	16%	1.093.987	15%	1.262.801	15%	177	-168.814	
Total do ativo não circulante	2.443.568	36%	2.514.641	35%	2.503.123	31%	-71.073	11.518	
Total do ativo	6.760.332	100%	7.205.852	100%	8.183.030	100%	-445.520	-977.178	

	2015	Análise Vertical % 2015	2014	Análise Vertical % 2014	2013	Análise Vertical % 2013	Variação R\$000 2015 x 2014	Variação R\$000 2014 x 2013
Passivo								
Circulante								
Empréstimos e financiamentos	672.365	10%	550.058	8%	590.386	7%	122.307	-40.328
Debêntures	389.621	6%	504.387	7%	563.832	7%	-114.766	-59.445
Obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes	361.420	5%	490.605	7%	408.374	5%	-129.185	82.231
Fornecedores de materiais e serviços	57.335	1%	95.131	1%	79.342	1%	-37.796	15.789
Imposto de renda e contribuição social	-	-	-	-	90.309	1%	-	-
Impostos e contribuições	102.057	2%	114.424	2%	126.316	2%	-12.367	-11.892
Salários, encargos sociais e participações	60.102	1%	65.039	1%	96.187	1%	-4.937	-31.148
Dividendos mínimos obrigatórios	17.682	0%	-	-	150.067	2%	-	-
Provisão para demandas judiciais	100.312	1%	103.034	1%	72.119	1%	-2.722	30.915
Obrigações com cessão de créditos	23.482	0%	24.135	0%	82.787	1%	-653	-58.652
Valores a pagar para partes relacionadas	87.100	1%	156.503	2%	133.678	2%	-69.403	22.825
Instrumentos financeiros derivativos	14.056	0%	3.340	0%	-	-	10716	-
Outras obrigações	163.437	2%	164.213	2%	289.626	4%	-776	-125.413
Total do passivo circulante	2.048.969	30%	2.270.869	32%	2.683.023	33%	-221.900	-412.154
Não circulante								
Empréstimos e financiamentos	620.470	9%	847.367	12%	1.047.924	13%	-226.897	-200.557
Debêntures	468.337	7%	684.712	10%	857.386	10%	-216.375	-172.674
Obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes	248.514	4%	101.137	1%	79.975	1%	147.377	21.162
Imposto de renda e contribuição social diferidos	16.489	0%	34.740	0%	56.652	1%	-18.251	-21.912
Provisão para demandas judiciais	142.670	2%	136.540	2%	125.809	2%	6.130	10.731
Obrigações com cessão de créditos	35.811	1%	31.994	0%	37.110	0%	3.817	-5.116
Valores a pagar para partes relacionadas	41.002	1%	-	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivativos	7.618	0%	4.833	0%	-	-	2785	-

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Outras obrigações	33.216	0%	35.257	0%	80.668	1%	-2.041	-45.411
Total do passivo não circulante	1.614.127	24%	1.876.580	26%	2.285.524	28%	-262.453	-408.944
Patrimônio líquido								
Capital social	2.740.662	41%	2.740.662	38%	2.740.662	33%	0	0
Ações em tesouraria	-25.980	0%	-79.059	-1%	-73.070	-1%	53.079	-5.989
Reserva de capital e de outorga de opções de ações	76.834	1%	69.897	1%	54.383	1%	6.937	15.514
Reserva de lucros e (prejuízos acumulados)	303.975	4%	323.845	4%	468.749	6%	-19.870	-144.904
	3.095.491	46%	3.055.345	42%	3.190.724	39%	40.146	-135.379
Participação de acionistas não controladores	1.745	0%	3.058	0%	23.759	0%	-1.313	-20.701
Total do patrimônio líquido	3.097.236	46%	3.058.403	42%	3.214.483	39%	38.833	-156.080
Total do passivo e patrimônio líquido	6.760.332	100%	7.205.852	100%	8.183.030	100%	-445.520	-977.178

Balanço Patrimonial referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2015 comparado com 2014**Ativo Circulante****Disponibilidades – Caixa e Bancos, Aplicações Financeiras**

Em 31 de dezembro de 2015, as disponibilidades da Companhia totalizaram R\$712,3 milhões, comparados a R\$1,2 bilhão em 31 de dezembro de 2014, uma redução de R\$444,9 milhões, ou 38,4%. Esta redução deve-se, principalmente, à redução do endividamento consolidado da Companhia. No ano de 2015 foram efetuados pagamentos da ordem de R\$1,4 bilhão, permitindo uma amortização líquida do endividamento de R\$799,1 milhões.

Contas a receber de incorporação e serviços prestados – Circulante e Não circulante

As tabelas abaixo descrevem as contas a receber de clientes de incorporação e venda de imóveis da Companhia, bem como os recebíveis a serem apropriados, e a maturação da carteira da Companhia:

(em R\$ milhão)	Em 31 de dezembro de		
Clientes de incorporação e venda de imóveis	2015	2014	2013
Circulante	1.395	1.440	1.910
Não circulante	407	385	314
	1.802	1.825	2.224
(em R\$ milhão)	Em 31 de dezembro de		
Recebíveis a serem apropriados	2015	2014	2013
	793	1.064	1.863
Total de recebíveis	2.595	2.889	4.087

As parcelas circulante e não circulante têm vencimento nos seguintes exercícios sociais:

Vencimento

Vencidos

492

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

2016	949
2017	325
2018	81
2019	33
2020 em diante	54
	<u>1.934</u>
(-) Ajuste a valor presente	(31)
(-) Provisão para créditos de liquidação duvidosa e distratos	<u>(101)</u>
	<u>1.802</u>

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo de clientes por incorporação de imóveis totalizou R\$1,80 bilhão, comparado a R\$1,83 bilhão em 31 de dezembro de 2014. Essa estabilidade reflete o volume médio de lançamentos em torno de R\$1 bilhão verificado nos últimos 3 anos.

Todos os saldos de contas a receber aqui apresentados estão deduzidos pelo ajuste a valor presente conforme requerido pelo Pronunciamento Técnico CPC 12 "Ajuste a valor presente".

Imóveis a Comercializar – Circulante e Não circulante

O saldo de imóveis a comercializar estava assim composto, nos períodos indicados:

	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Terrenos	1.443.460	1.311.847	1.077.762
(-) Ajuste a valor presente	(16.771)	(5.503)	(883)
Imóveis em construção	857.619	905.190	630.407
Custo de imóveis no reconhecimento da provisão para distratos	21.764	52.309	107.172
Unidades concluídas	333.036	260.808	291.232
(-) Provisão para perda na realização de imóveis a comercializar	(8.491)	(12.309)	(11.276)
	<u>2.630.617</u>	<u>2.512.342</u>	<u>2.094.414</u>
Parcela circulante	1.880.377	1.695.817	1.442.019
Parcela não circulante	750.240	816.525	652.395

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo de imóveis a comercializar, circulante e não circulante, totalizou R\$2,6 bilhões, comparados a R\$2,5 bilhões em 31 de dezembro de 2014. No final de 2015, 12,7% do inventário total refletia unidades terminadas, enquanto as unidades em construção representam 32,6% do inventário total. A Companhia continua a se concentrar na redução de estoque, principalmente concentrada sob a marca Gafisa, que representa 72% do total do estoque.

Demais contas a receber – Circulante e Não Circulante

O saldo de demais contas a receber da Companhia em 31 de dezembro de 2015 era de R\$203,5 milhões, 15,6% menor que o saldo do mesmo período de 2014, efeito do menor volume de depósitos judiciais.

Intangível

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo de intangíveis atingiu R\$77,3 milhões frente aos R\$76,9 milhões em 31 de dezembro de 2014, demonstrando o alinhamento entre adições e baixas/amortizações de intangíveis no ano.

Imposto de renda e contribuição social diferidos

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2015 totalizou R\$16,5 milhões, uma redução de 52,5% sobre o saldo de R\$34,7 milhões verificado em 31 de dezembro de 2014. Os passivos estão sendo apresentados líquidos dos

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

ativos.

Passivo***Empréstimos, Financiamento e Debêntures – Circulante e Não Circulante***

Em 31 de dezembro de 2015, o total do endividamento da Companhia era de R\$2,2 bilhões, uma diminuição de 16,8% em relação ao saldo de R\$2,6 bilhões em 31 de dezembro de 2014, refletindo a postura conservadora da Companhia no que tange a sua disciplina de capital, e redução do endividamento bruto consolidado.

A tabela abaixo demonstra a evolução do endividamento líquido e obrigações com investidores da Companhia:

Endividamento total

(em R\$ mil)		Saldo em		
Tipo de Transação	Taxa	2015	2014	2013
Cédula de Crédito Bancário – CCB	117,90% do CDI 2,20% + CDI			
	13,20% Pré-fixado	131.128	268.911	550.052
Financiamento a Construção (SFH)	8,30% a 12,80% + TR 117% a 120% do CDI	1.161.707	1.128.514	1.088.258
		1.292.835	1.397.425	1.638.310
Parcela circulante		672.365	550.058	590.386
Parcela não circulante		620.470	847.367	1.047.924

Debêntures

Programa/emissões	Principal - R\$	Remuneração anual	Vencimento final	Consolidado		
				2015	2014	2013
Sexta emissão	-	-	-	-	-	151.513
Sétima emissão	450.000	TR + 9,8205%	Dezembro de 2017	452.568	502.033	551.855
Oitava emissão/primeira emissão	-	CDI + 1,95%	Outubro de 2015	-	147.640	294.073
Oitava emissão/segunda emissão	5.787	IPCA + 7,96%	Outubro de 2016	8.395	15.185	14.216
Nona emissão	132.026	CDI + 1,90%	Julho de 2018	130.394	134.624	-
Décima emissão	55.000	IPCA + 8,22	Janeiro de 2020	64.724	-	-
Primeira emissão (Tenda)	200.000	TR + 9,25%	Outubro de 2016	201.877	389.617	409.561
	200.000	TR + 9,02%	Outubro de 2016	857.958	1.189.099	1.421.218
Parcela circulante				389.621	504.387	563.832
Parcela não circulante				468.337	684.712	857.386

Obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes – Circulante e Não Circulante

Em 31 de dezembro de 2015, as obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes da Companhia totalizaram R\$609,9 milhões, um aumento de 3,1% em relação ao mesmo período de 2014. Esta variação pode ser atribuída, principalmente, ao aumento de obrigações por adiantamento de clientes de incorporação e serviços.

O quadro abaixo demonstra a evolução das obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes, bem como sua distribuição entre curto e longo prazo.

Saldo de obrigações por aquisição de imóveis e adiantamento de clientes

	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Parcela circulante	361.420	490.605	408.374
Parcela não circulante	248.514	101.137	79.975
Total	609.934	591.742	488.349

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Fornecedores de materiais e serviços*

O saldo de fornecedores de materiais e serviços em 31 de dezembro de 2015 era de R\$57,3 milhões, equivalente a uma redução de 39,7% sobre o saldo de 2014 de R\$95,1 milhões. A redução desta obrigação deve-se principalmente ao forte volume de entregas e consequente queda no volume de projetos em execução do segmento Gafisa.

Impostos e contribuições – Circulante

O saldo de impostos e contribuições sociais (circulante) em 31 de dezembro de 2015 era de R\$102,1 milhões, o que corresponde a uma diminuição de 10,8% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2014 de R\$114,4 milhões. Esta diminuição é fruto da elevação nos resultados correntes e de suas quitações, ao longo do exercício, com créditos de IRPJ e CSLL anteriormente retidos.

Imposto de renda e contribuição social – circulante e não circulante

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2015 totalizou R\$16,5 milhões, uma redução de 52,5% sobre o saldo de R\$34,7 milhões verificado em 31 de dezembro de 2014, em função da elevação das diferenças temporárias ativas, principalmente sobre provisão de contingências, impairment e distratos. Os passivos estão sendo apresentados líquidos dos ativos.

Provisão para Contingências – Circulante e Não circulante

A Companhia e suas controladas são parte em ações judiciais e processos administrativos perante vários tribunais e órgãos governamentais, decorrentes do curso normal das operações, envolvendo questões tributárias, trabalhistas, aspectos cíveis e outros assuntos. A Companhia, com base em informações de seus assessores jurídicos, análise das demandas judiciais pendentes e, quanto às ações trabalhistas, com base na experiência anterior referente às quantias reivindicadas, constituiu provisão em montante considerado suficiente para cobrir as perdas estimadas com as ações em curso.

A tabela abaixo demonstra a evolução das provisões para contingências da Companhia.

Consolidado	Processos cíveis	Processos tributários	Processos trabalhistas	Total
Saldo em 31 de dezembro de 2013	134.483	173	63.272	197.928
Complemento de provisão (Nota 23)	65.699	600	46.765	113.064
Pagamentos e reversão de provisão não utilizada	(42.340)	(359)	(28.719)	(71.418)
Saldo em 31 de dezembro de 2014	157.842	414	81.318	239.574
Complemento de provisão (Nota 23)	68.976	12.156	37.317	118.449
Pagamentos e reversão de provisão não utilizada	(77.197)	(12.170)	(25.674)	(115.041)
Saldo em 31 de dezembro de 2015	149.621	400	92.961	242.982
Circulante	84.576	220	15.516	100.312
Não circulante	65.045	180	77.445	142.670

Em 31 de dezembro de 2015, as provisões de processos cíveis incluem R\$42.296 mil referentes a processos judiciais, nos quais a Companhia foi incluída no polo passivo para responder patrimonialmente por cobranças de dívidas judiciais e extrajudiciais em que a devedora original é uma antiga acionista da Companhia, a Cimob Companhia Imobiliária ("Cimob"), ou envolvem outras sociedades do mesmo grupo econômico da Cimob. Nestas ações, o demandante alega que a Companhia deveria responder por dívidas da Cimob, por entender que estariam presentes os requisitos para desconsideração inversa da personalidade jurídica da Cimob para atingir a Companhia (sucessão empresarial, confusão patrimonial e/ou formação de um mesmo grupo econômico envolvendo a Companhia e o Grupo Cimob).

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

A Companhia não concorda com os fundamentos pelos quais vem sendo incluída nessas ações e permanece discutindo judicialmente a sua responsabilização patrimonial por dívidas de empresa terceira, assim como o valor de cobrança apresentado pelos demandantes. A Companhia já obteve decisões favoráveis e desfavoráveis com relação ao tema, razão pela qual não é possível prever um resultado uniforme para todas as ações. A Companhia também busca em ação proposta contra a Cimob e seus antigos e atuais controladores o reconhecimento de que não deve ser responsabilizada por dívidas daquela empresa, bem como a reparação dos valores já pagos pela Companhia em ações que cobram dívidas devidas apenas pela Cimob.

Demais contas a pagar – Circulante e Não Circulante

O saldo de demais contas a pagar em 31 de dezembro de 2015 era de R\$196,7 milhões, uma diminuição de 1,4% em relação ao saldo de R\$199,5 milhões em 31 de dezembro de 2014. A redução é efeito do menor volume de provisões para multa sobre atrasos de obras, fornecedores de longo prazo e obrigações com investidores.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo do patrimônio líquido da Companhia era de R\$3,10 bilhões, ante o saldo de R\$3,06 bilhões verificados no ano anterior, uma ligeira variação por conta do menor volume de aquisição de ações em tesouraria.

Demais contas

As demais contas do balanço patrimonial da Companhia não abordadas nas análises sofreram variações normais do curso dos negócios da Companhia ou não possuem relevância face ao total do balanço patrimonial consolidado.

Balanço Patrimonial referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2014 comparado com 2013Ativo Circulante*Disponibilidades – Caixa e Bancos, Aplicações Financeiras*

Em 31 de dezembro de 2014, as disponibilidades da Companhia totalizaram R\$1,2 bilhão, comparados a R\$2,0 bilhões em 31 de dezembro de 2013, uma redução de R\$866,9 milhões, ou 42,8%. Esta redução deve-se a utilização parcial dos recursos relativos a venda de participação em Alphaville ao final de 2013, e na redução do endividamento consolidado da Companhia, distribuição de valor ao acionista por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio e programas de recompra de ações durante 2014.

Contas a receber de incorporação e serviços prestados – Circulante e Não circulante

As tabelas abaixo descrevem as contas a receber de clientes de incorporação e venda de imóveis da Companhia, bem como os recebíveis a serem apropriados, e a maturação da carteira da Companhia:

(em R\$ milhão)	Em 31 de dezembro de		
	2014	2013	2012
Cientes de incorporação e venda de imóveis			
Circulante	1.440	1.910	2.189
Não circulante	385	314	443
	1.825	2.224	2.632
(em R\$ milhão)	Em 31 de dezembro de		
	2014	2013	2012
Recebíveis a serem apropriados			
	1.064	1.863	2.696
Total de recebíveis	2.889	4.087	5.328

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

(em R\$ milhão) Maturação dos recebíveis de 31 de dezembro de 2014	Até 31 de dezembro de				
	Total	2015	2016	2017	A partir 2018
Total	2.889	2.280	297	178	134

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de clientes por incorporação de imóveis totalizou R\$1,8 bilhão, comparado a R\$2,2 bilhões em 31 de dezembro de 2013. Essa redução foi principalmente atribuída à redução no volume de lançamentos nos últimos 2 anos, e consequentemente do volume de vendas no período.

Todos os saldos de contas a receber aqui apresentados estão deduzidos pelo ajuste a valor presente conforme requerido pelo Pronunciamento Técnico CPC 12 "Ajuste a valor presente".

Imóveis a Comercializar – Circulante e Não circulante

O saldo de imóveis a comercializar estava assim composto, nos períodos indicados:

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Terrenos	1.311.847	1.077.762	899.177
(-) Provisão realização de terrenos	(12.309)	(11.276)	(7.663)
(-) Ajuste a valor presente	(5.503)	(883)	(1.976)
Imóveis em construção	905.190	630.407	751.738
Custo de imóveis no reconhecimento da provisão para distratos (Nota 5(i))	52.309	107.172	180.399
Unidades concluídas	260.808	291.232	344.749
	2.512.342	2.094.414	2.166.424
Parcela circulante	1.695.817	1.442.019	2.049.084
Parcela não circulante	816.525	652.395	798.206

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de imóveis a comercializar, circulante e não circulante, totalizou R\$2,5 bilhões, comparados a R\$2,1 bilhões em 31 de dezembro de 2013. No final de 2014, 10,4% do inventário total refletia unidades terminadas, enquanto as unidades onde a construção é de até 30% completa representam 36,0% do inventário total. A Companhia continua a se concentrar na redução de estoque, principalmente concentrada sob a marca Gafisa, que representa 73% do total do estoque.

Demais contas a receber – Circulante e Não Circulante

O saldo de demais contas a receber da Companhia em 31 de dezembro de 2014 era de R\$241,1 milhões, 15,5% maior que o saldo do mesmo período de 2013, efeito do maior volume de impostos a recuperar e depósitos judiciais.

Intangível

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de intangíveis atingiu R\$76,9 milhões frente aos R\$106,3 milhões em 31 de dezembro de 2013, impacto principalmente da baixa de ágio referente à aquisição da parcela remanescente da Cipesa Empreendimentos Imobiliários.

Imposto de renda e contribuição social diferidos

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2014 totalizou R\$34,7 milhões, uma redução de 38,7% sobre o saldo de R\$56,7 milhões verificado em 31 de dezembro de 2013. Os passivos estão sendo apresentados líquidos dos ativos.

Passivo

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Empréstimos, Financiamento e Debêntures – Circulante e Não Circulante*

Em 31 de dezembro de 2014, o total do endividamento da Companhia era de R\$2,6 bilhões, uma diminuição de 18,4% em relação ao saldo de R\$3,2 bilhões em 31 de dezembro de 2013, refletindo a utilização dos recursos advindos da operação de venda do controle de Alphaville na adequação da estrutura de capital da Companhia, e redução do endividamento bruto consolidado.

A tabela abaixo demonstra a evolução do endividamento líquido e obrigações com investidores da Companhia:

Endividamento total

(em R\$ mil)		Saldo em		
Tipo de Transação	Taxa	2014	2013	2012
Cédula de Crédito Bancário – CCB	117,9% do CDI			
	2,20% + CDI	268.911	550.052	1.118.553
	13,20% Pré			
Notas Promissórias	125% do CDI	-	-	80.159
Financiamento a Construção (SFH)	8,30% a 11,00% + TR			
	117% do CDI	1.128.514	1.088.258	704.758
	12,87% Pré			
Assunção de dívidas decorrentes da incorporação de dívidas de controladas e outros	TR + 12%	-	-	1.064
		1.397.425	1.638.310	1.904.534
Parcela circulante		550.058	590.386	613.973
Parcela não circulante		847.367	1.047.924	1.290.561

Debêntures

Programa/emissões	Principal - R\$	Remuneração anual	Vencimento final	Consolidado		
				2014	2013	2012
						(reapresentado)
Terceiro programa/primeira emissão - Quinta emissão	250.000	120% do CDI	Maio/18	-	-	129.569
Sexta emissão	100.000	CDI + 1,30%	Junho/14	-	151.513	137.763
Sétima emissão	600.000	TR + 10,17%	Dezembro/17	502.033	551.855	601.200
Oitava emissão/primeira emissão	288.427	CDI + 1,95%	Outubro/15	147.640	294.073	291.956
Oitava emissão/segunda emissão	11.573	IPCA + 7,96%	Outubro/16	15.185	14.216	13.411
Nona emissão	130.000	TR + 9,21%	Julho/18	134.624	-	-
Primeira emissão (Tenda)	600.000	TR + 9,21%	Outubro/15	389.617	409.561	562.004
				1.189.099	1.421.218	1.735.903
Parcela circulante				504.387	563.832	346.360
Parcela não circulante				684.712	857.386	1.389.543

Obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes – Circulante e Não Circulante

Em 31 de dezembro de 2014, as obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes da Companhia totalizaram R\$591,7 milhões, um aumento de 21,2% em relação ao mesmo período de 2013. Esta variação pode ser atribuída, principalmente, ao aumento de obrigações por permuta física.

O quadro abaixo demonstra a evolução das obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes, bem como sua distribuição entre curto e longo prazo.

Saldo de obrigações por aquisição de imóveis e adiantamento de clientes

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Parcela circulante	490.605	408.374	503.889
Parcela não circulante	101.137	79.975	70.194

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Total	591.742	488.349	574.083
-------	---------	---------	---------

Fornecedores de materiais e serviços

O saldo de fornecedores de materiais e serviços em 31 de dezembro de 2014 era de R\$95,1 milhões, equivalente aumento de 19,9% sobre o saldo de 2013 de R\$79,3 milhões. O aumento desta obrigação deve-se principalmente ao aumento do volume de construções de empreendimentos imobiliários do segmento Tenda.

Impostos e contribuições – Circulante

O saldo de impostos e contribuições sociais (circulante) em 31 de dezembro de 2014 era de R\$114,4 milhões, o que corresponde a uma diminuição de 9,4% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2013 de R\$126,3 milhões. Esta diminuição reflete a diminuição no volume das operações da Companhia.

Imposto de renda e contribuição social – circulante e não circulante

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2014 totalizou R\$34,7 milhões, uma redução de 38,7% sobre o saldo de R\$56,7 milhões verificado em 31 de dezembro de 2013. Os passivos estão sendo apresentados líquidos dos ativos.

Provisão para Contingências – Circulante e Não circulante

A Companhia e suas controladas são parte em ações judiciais e processos administrativos perante vários tribunais e órgãos governamentais, decorrentes do curso normal das operações, envolvendo questões tributárias, trabalhistas, aspectos cíveis e outros assuntos. A Companhia, com base em informações de seus assessores jurídicos, análise das demandas judiciais pendentes e, quanto às ações trabalhistas, com base na experiência anterior referente às quantias reivindicadas, constituiu provisão em montante considerado suficiente para cobrir as perdas estimadas com as ações em curso.

A tabela abaixo demonstra a evolução das provisões para contingências da Companhia.

Consolidado	Cíveis	Tributários	Trabalhistas	Consolidado
Saldo em 31 de dezembro de 2012	138.615	14.670	55.075	208.360
Complemento de provisão	48.844	(152)	29.709	78.402
Pagamentos e reversão de provisão não utilizada	(47.289)	(590)	(29.852)	(77.371)
AUSA – Pagtos. e reversão de prov. não utilizada	551	12.346	692	(11.103)
Saldo em 31 de dezembro de 2013	140.722	1.582	55.624	197.928
Complemento de provisão	65.699	600	46.765	113.064
Pagamentos e reversão de provisão não utilizada	(42.340)	(359)	(28.719)	(71.418)
Saldo em 31 de dezembro de 2014	157.842	414	81.318	239.574
Circulante	91.665	218	11.151	103.034
Não Circulante	66.177	196	70.167	136.540

Em 31 de dezembro de 2014, as provisões para contingências de processos cíveis no montante de R\$157,8 milhões, incluem também processos nos quais a Companhia foi citada como sucessora em ações de execução em que a devedora original é uma antiga acionista da Cimob Companhia Imobiliária, entre outras sociedades do grupo. O demandante alega que a Companhia deveria responder por dívidas da Cimob Companhia Imobiliária.

A Companhia está recorrendo de todas estas decisões, por considerar que a inclusão da Companhia nos processos é descabida juridicamente, objetivando, pois, a liberação de seus valores e o reconhecimento de que não pode ser responsabilizada por uma dívida de uma empresa que não tem qualquer ligação com a Companhia. A Companhia obteve, em alguns casos similares, êxito, conseguindo

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

obter, em definitivo, decisão reconhecendo a anuência de responsabilidade por dívidas da Cimob Companhia Imobiliária. A decisão final da apelação da Companhia, no entanto, não pode ser prevista neste momento

Demais contas a pagar – Circulante e Não Circulante

O saldo de demais contas a pagar em 31 de dezembro de 2014 era de R\$188,4 milhões, uma diminuição de 23,6% em relação ao saldo de R\$246,6 milhões em 31 de dezembro de 2013. A redução é efeito do menor volume de provisões para multa sobre atrasos de obras e fornecedores de longo prazo.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo do patrimônio líquido da Companhia era de R\$3,1 bilhões, ante o saldo de R\$3,2 bilhões verificados no ano anterior, uma ligeira variação por conta do resultado negativo do período e da aquisição de ações em tesouraria.

Demais contas

As demais contas do balanço patrimonial da Companhia não abordadas nas análises sofreram variações normais do curso dos negócios da Companhia ou não possuem relevância face ao total do balanço patrimonial consolidado.

Fluxo de Caixa referente ao Exercício Findo em 31 de dezembro de 2015 comparado com 2014

Atividades Operacionais

Em 2015, o caixa líquido verificado nas operações totalizou R\$91,7 milhões, em comparação a R\$41,9 milhões em 2014. Esse aumento reflete a melhor gestão operacional e financeira dos segmentos Gafisa e Tenda, com um maior volume de vendas e receitas advindas de projetos com margens brutas mais elevadas. Os R\$91,7 milhões foram, principalmente, compostos por: (1) uma diminuição nas despesas que não impactam o capital de giro totalizando R\$279,9 milhões em 2015; (2) um aumento em imóveis destinados à venda de R\$130,9 milhões atribuíveis principalmente a landbank e imóveis em construção; e (3) outras variações menos significativas em outras categorias operacionais.

Atividades de Investimento

O caixa líquido verificado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$361,5 milhões em 2015. O caixa utilizado em 2015 foi relacionado, principalmente, a investimentos em títulos e valores mobiliários, cauções e créditos.

Atividades de Financiamento

Em 2015, o consumo de caixa verificado nas atividades de financiamento foi de R\$480,5 milhões, em comparação aos R\$899,1 milhões em 2014. Esse consumo de caixa deve-se, principalmente, à amortização de empréstimos e financiamentos, líquido de novas liberações, totalizando R\$524,7 milhões, reafirmando a posição conservadora da Companhia com relação a sua disciplina de capital, e à recompra de ações no montante de R\$24,2 milhões.

Segue abaixo a variação do caixa ao longo do ano:

	4T14*	1T15	2T15	3T15	4T15
Disponibilidades	1.157.254	1.116.169	876.813	921.828	712.311
<i>Variação das Disponibilidades(1)</i>		(41.085)	(239.356)	45.015	(209.517)

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Dívida Total + Obrigação com Investidores	2.597.554	2.651.383	2.440.095	2.493.639	2.155.688
<i>Var. da Dívida Total + Obrig. com Investidores (2)</i>		53.829	(211.288)	53.544	(337.950)
Outros investimentos	426.509	208.740	208.740	210.761	210.761
<i>Variação outros investimentos (3)</i>		25.162	-	2.021	-
Geração de Caixa no Período (1) - (2) + (3)		(69.753)	(28.068)	(6.508)	128.433
Geração Acumulada de Caixa Final		(69.753)	(97.821)	(104.329)	24.106

Fluxo de Caixa referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2014 comparado com 2013*Atividades Operacionais*

Em 2014, o caixa líquido verificado nas operações totalizou R\$41,9 milhões, em comparação a R\$297,7 milhões em 2013. Os R\$41,9 milhões foi composto principalmente por: (1) uma diminuição nas despesas (receitas) que não afetam o capital de giro, totalizando R \$ 305,0 milhões em 2014; (2) um aumento nas propriedades para venda de R \$ 462,4 milhões atribuíveis à landbank e construção; (3) uma redução nas contas a receber de R \$ 391,6 milhões; e (4) outros aumentos/diminuições menos significativos em outras categorias operacionais. A redução do caixa gerado de 2013 para 2014 pode ser atribuído principalmente a um aumento nas propriedades para venda, devido a um maior volume de entregas, combinado com a redução das vendas no último ano. Além disso, a Gafisa teve um desembolso adicional com imposto sobre ganho de capital na operação de venda de 70% de participação em Alphaville.

Atividades de Investimento

O caixa líquido verificado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$752,0 milhões em 2014. A variação do caixa em 2015 foi relacionado, principalmente, a investimentos em títulos e valores mobiliários, cauções e créditos, no montante de R\$761,6 milhões e a investimentos em aquisição de bens e equipamentos no total de R\$88,5 milhões.

Atividades de Financiamento

Durante 2013 e 2014 a Companhia utilizou parte dos recursos obtidos com a operação de Alphaville, concluída em 09 de dezembro de 2013, para reduzir a sua dívida bruta. O valor amortizado em 2014 foi de R\$1,6 bilhão em dívida bruta, além de R\$423 milhões amortizados em dezembro de 2013. Além disso, R\$208,7 milhões foram utilizados para financiar programas de recompra de ações nos últimos 24 meses. Em 2014, o consumo de caixa verificado nas atividades de financiamento foi de R\$899,1 milhões, em comparação aos R\$568,1 milhões em 2013. O caixa utilizado em 2014 foi principalmente atribuível a amortização de empréstimos e financiamentos, líquida de novas liberações, totalizando R\$541,7 milhões, pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio no montante de R\$150,0 milhões e recompra de ações no montante de R\$115,3 milhões.

Segue abaixo a variação do caixa ao longo do ano:

	4T13*	1T14	2T14	3T14	4T14
Disponibilidades	2.024.162	1.563.226	1.279.568	1.463.425	1.157.254
<i>Variação das Disponibilidades(1)</i>	-	(460.937)	(283.658)	183.857	(306.200)
Dívida Total + Obrigação com Investidores	3.183.208	2.967.050	2.687.851	2.848.249	2.597.554
<i>Var. da Dívida Total + Obrig. com Investidores (2)</i>	-	(216.158)	(279.199)	160.399	(250.695)
Outros investimentos	64.241	329.524	332.711	332.711	426.509
<i>Variação outros investimentos (3)</i>	-	265.284	3.187	-	93.798
Geração de Caixa no Período (1) - (2) + (3)	-	20.505	(1.273)	23.488	38.293
Geração Acumulada de Caixa Final	-	20.505	19.233	42.721	81.014

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**a) resultados das operações da Companhia***Descrição de quaisquer componentes importantes da receita*

A Companhia gera suas receitas principalmente a partir da incorporação e venda de empreendimentos imobiliários. Em menor escala, a Companhia também gera receitas a partir de serviços imobiliários tais como administração de construção, gerência técnica e imobiliária, presta a terceiros.

	2015	2014	2013
Incorporação, venda de imóveis e prestação de serviços de construção	2.475.928	2.256.189	2.618.737
(Constituição) reversão de provisão para devedores duvidosos e distratos	9.363	69.479	81.122
Impostos sobre vendas de imóveis e serviços	(190.972)	(174.670)	(218.648)
Total receita líquida	2.294.319	2.150.998	2.481.211

Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, a receita operacional líquida apresentou um decréscimo de 11,5% das receitas em relação às receitas no mesmo período de 2012, que deve-se, ao menor volume de lançamentos em relação aos anos de 2012 e 2011 e ao menor volume de entregas, que gera menor reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2014, a receita operacional líquida apresentou um decréscimo de 13,3% em relação a 2013, devido ao menor volume de lançamento nos últimos dois anos no segmento Gafisa. Durante o exercício, a marca Gafisa foi responsável por 73% da receita líquida e Tenda pelos 27% remanescentes.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2015, a receita operacional líquida apresentou um aumento de 6,7% em relação a 2014, devido ao maior volume de lançamentos no segmento Tenda e a menor contribuição de projetos de legado nos resultados da Companhia. Durante o exercício, a marca Gafisa foi responsável por 63% da receita líquida e Tenda pelos 37% remanescentes.

b) variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços

A Companhia reconhece as receitas resultantes de empreendimentos imobiliários em função de suas construções, com base em uma mensuração financeira de conclusão dos empreendimentos e não à época da celebração dos contratos de venda. Os principais impactos nas variações das receitas entre os exercícios de 2015, 2014 e 2013 são explicados em decorrência de alterações em volumes de vendas, introdução de novos produtos e serviços da Companhia e revisão detalhada das operações da Companhia e de sua estratégia de atuação definidas em 2011.

O aumento de 6,7% do montante de receita líquida em 2015, em relação ao exercício de 2014, deve-se à redução da representatividade dos projetos de legado nos resultados da Companhia e à expansão dos lançamentos do novo modelo de negócios de Tenda.

A redução em 13,3% do montante de receita líquida em 2014, em relação ao exercício de 2013, deve-se ao menor volume de lançamentos nos últimos dois anos do segmento Gafisa e o consequente menor reconhecimento de receita pelo andamento das obras de vendas de períodos anteriores.

A variação de -11,5% das receitas no ano de 2013 da Companhia em relação às receitas no mesmo período de 2012 deve-se ao menor volume de lançamentos em relação aos anos de 2012 e 2011 e ao volume de entregas, que gera menor reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

R\$'000	2015	2014	2013	2015 vs 2014	2014 vs 2013
Vendas Contratadas	1.930.927	1.207.013	1.451.603	60,0%	-16,8%
Lançamentos	2.085.257	1.636.311	1.424.117	27,4%	14,9%
Receita Líquida	2.294.319	2.150.998	2.481.211	6,7%	-13,3%

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**c) impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro da Companhia, quando relevante**

Conforme mencionado no item 5.1 do Formulário de Referência, as principais taxas indexadoras presentes no plano de negócios da Companhia são o INCC, IGP-M, CDI e TR:

INCC: a maior parte dos custos da Companhia, e toda a sua carteira de recebimentos de projetos não finalizados são atualizados por este índice. Hipoteticamente, um aumento de 1% no INCC representaria um incremento de R\$2.558 mil nas receitas operacionais da Companhia com base no atual nível de ativos atrelados a este índice.

IGP-M e IPCA: toda a carteira de recebimentos de projetos finalizados pela Companhia é atualizada por estes índices. Hipoteticamente, um aumento de 1% no IGP-M ou no IPCA não representaria uma variação significativa nas receitas operacionais da Companhia com base no atual nível de ativos atrelados a estes índices.

CDI: Todas as aplicações financeiras da Companhia e aproximadamente 30% do seu endividamento total estão atrelados a este índice. Hipoteticamente, um aumento de 1% no CDI representaria um decréscimo de R\$489 mil no resultado financeiro da Companhia com base no atual nível de endividamento atrelado a este índice.

TR: Aproximadamente 70% do endividamento total está atrelado à TR. Hipoteticamente, um aumento de 1% na TR representaria um decréscimo de R\$218 mil no resultado financeiro da Companhia com base no atual nível de endividamento atrelado a este índice.

Taxas de câmbio: A Companhia não possui dívidas ou valores a receber denominados em moeda estrangeira e nenhum dos custos relevantes da Companhia é denominado em moeda estrangeira.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs***a) introdução ou alienação de segmento operacional***

A Companhia atua em praticamente todos os segmentos de renda do mercado imobiliário residencial nacional e possui uma plataforma de negócios adequada para a execução de seus planos futuros.

Em 7 de fevereiro de 2014, a Companhia anunciou o início de estudos para uma potencial separação das unidades de negócio Gafisa e Tenda em duas companhias abertas e independentes. A avaliação da Companhia é de que a separação seria o próximo passo dentro de um amplo plano da Administração com o intuito final de aprimorar e reforçar a capacidade de geração de valor de ambas as unidades de negócios.

O processo de separação das unidades de negócio continua em andamento e atualmente, as marcas já operam de forma independente, com estruturas próprias e adequadas às especificidades de seus modelos de negócio e a Companhia está trabalhando com parceiros e agentes financeiros com o intuito de atingir condições consideradas adequadas para o modelo de estrutura de capital correspondente aos ciclos de negócios de cada uma das unidades de negócio.

Conforme Fato Relevante divulgado ao mercado em 29 de abril de 2015, tais ações continuam em andamento, mas consumindo prazo maior que o inicialmente previsto. Em função disto, e sendo esta definição um passo necessário no processo de separação, ainda não é possível precisar o prazo de conclusão da potencial separação.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Nos últimos 3 anos os principais eventos relevantes relacionados à constituição, aquisição ou alienação de participação societária referem-se à antiga controlada Alphaville Urbanismo S.A.

Em junho de 2013, a Companhia celebrou o “Contrato de Compra e Venda de Ações” com Private Equity AE Investimentos e Participações S.A., sociedade controlada por Pátria Investimentos Ltda. e Blackstone Real Estate Advisors L.P., para venda da participação majoritária detida pela Companhia na Alphaville Urbanismo S.A., empresa de desenvolvimento de condomínios residenciais no Brasil, com foco na identificação, desenvolvimento e venda de condomínios residenciais de alta qualidade em regiões metropolitanas brasileiras, cujo público-alvo consiste em famílias de classe alta e média.

Em julho de 2013, foi concluída a terceira, e última, etapa da aquisição, através da aquisição, pela Construtora Tenda S.A., controlada da Companhia, da totalidade das ações da EVP Participações S.A. (nova denominação da Alphaville Participações S.A.), cujo principal ativo consistia em ações representativas de 20% do capital social da Alphaville Urbanismo S.A. Como consequência da aquisição, os sócios da EVP Participações S.A., Renato de Albuquerque e Nuno Luís de Carvalho Lopes Alves, receberam o valor correspondente a R\$366.661.985,11, pagos pela Companhia em moeda corrente nacional. Finalizada esta transação, a Companhia passou a deter, direta e indiretamente, 100% do capital social da Alphaville Urbanismo S.A.

Em 9 de dezembro de 2013, a Companhia e a Construtora Tenda S.A. anunciaram a conclusão da transação da alienação de participação na Alphaville Urbanismo S.A., através da venda ao Private Equity AE Investimentos e Participações S.A. de uma participação de 50% pela Companhia e 20% pela Construtora Tenda S.A.. Com a conclusão desta transação, o capital da Alphaville Urbanismo S.A. passou a ser composto da seguinte maneira: (i) 70% detido diretamente pelo Private Equity AE Investimentos e Participações S.A.; e (ii) 30% detido pela Companhia, sendo 10% do capital detido diretamente, e os 20% restante, indiretamente, através da Shertis Empreendimentos e Participações S.A. Em outubro de 2014, a Shertis Empreendimentos e Participações S.A. foi incorporada pela Companhia e extinta, de forma que a Companhia passou a deter, diretamente, 30% do capital social da Alphaville Urbanismo S.A.

Os diretores informam que nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014 e 2015 não houve constituição, aquisição ou

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs

alienação de participação societária relevante de forma a promover impacto nas demonstrações financeiras e resultados da Companhia.
<i>c) eventos ou operações não usuais</i>
Não há eventos ou operações não usuais.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**a) Mudanças significativas nas práticas contábeis****Novas normas, alterações e interpretações de normas emitidas e ainda não adotadas em 31 de dezembro de 2015**

- IFRS 9 – Instrumentos Financeiros

A IFRS 9 inclui orientação revista sobre a classificação e mensuração de instrumentos financeiros, um novo modelo de perda esperada de crédito para o cálculo da redução ao valor recuperável de ativos financeiros e novos requisitos sobre a contabilização de hedge. A norma mantém as orientações existentes sobre o reconhecimento e desreconhecimento de instrumentos financeiros da IAS 39. A IFRS 9 é efetiva para exercícios iniciados em ou após 1º de janeiro de 2018.

- IFRS 15 – Receita de contrato com clientes

Essa norma traz novos requisitos para a mensuração e o reconhecimento de receita em ambos IFRS e U.S. GAAP. A IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, exige de uma entidade o reconhecimento do montante da receita refletindo a contraprestação que espera receber em troca do controle desses bens ou serviços. A nova norma vai substituir a maior parte da orientação detalhada sobre o reconhecimento de receita que existe atualmente em IFRS e U.S. GAAP quando esta for adotada. A nova norma é aplicável a partir de ou após 1º de janeiro de 2018. A norma poderá ser adotada de forma retrospectiva, utilizando uma abordagem de efeitos cumulativos.

- IFRS 16 – Operações de Arrendamento Mercantil

Essa norma substitui a norma anterior de arrendamento mercantil, IAS 17/CPC 06 (R1) – Operações de Arrendamento Mercantil, e interpretações relacionadas, e estabelece os princípios para o reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação de arrendamentos para ambas as partes de um contrato, ou seja, os clientes (arrendatários) e os fornecedores (arrendadores). Os arrendatários são requeridos a reconhecer um passivo de arrendamento refletindo futuros pagamentos do arrendamento e um “direito de uso de um ativo” para praticamente todos os contratos de arrendamento, com exceção de certos arrendamentos de curto prazo e contratos de ativos de baixo valor. Para os arrendadores, os critérios de reconhecimento e mensuração dos arrendamentos nas demonstrações financeiras ficam substancialmente mantidos. Essa norma entra em vigor a partir de 1º de janeiro de 2019.

A Companhia está avaliando os efeitos das IFRS 9, 15 e 16 em suas demonstrações financeiras e ainda não concluiu suas análises sobre o impacto de sua adoção.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis ainda não emitiu pronunciamento contábil ou alteração nos pronunciamentos vigentes correspondentes a todas as novas IFRS. Portanto, a adoção antecipada dessas IFRS não é permitida para entidades que divulgam as suas demonstrações financeiras de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

Não existem outras normas, alterações de normas e interpretações emitidas e ainda não adotadas, que possam, na opinião da Administração, ter um impacto significativo decorrente de sua aplicação em suas demonstrações financeiras.

Pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações adotadas a partir de 1º de janeiro de 2014

A Companhia adotou todos os pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações emitidas pelo CPC, aplicáveis às suas operações, que estavam em vigor em 31 de dezembro de 2014.

Os pronunciamentos (novos ou revisados) e as interpretações listados a seguir, que foram emitidos pelo CPC e deliberados pela CVM,

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

possuem aplicação obrigatória para os exercícios sociais iniciados a partir de 1º de janeiro de 2014. São eles:

- OCPC 07 – Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil-Financeiros de Propósito Geral – Deliberação CVM nº 727 de 11 de novembro de 2014;

O objetivo da norma é tratar dos requisitos básicos de elaboração e evidenciação a serem observados quando da divulgação dos relatórios contábil-financeiros de propósito geral. Especificamente, dispõe sobre a evidenciação das informações próprias das demonstrações contábil-financeiras anuais e intermediárias, em especial das contidas nas notas explicativas.

A norma trata que as informações evidenciadas devem ser relevantes para os usuários externos. E só são relevantes se influenciarem no processo de decisão dos investidores e credores. Consequentemente, as não relevantes não devem ser divulgadas

- ICPC 09 (R2) – Demonstrações Contábeis Individuais, Demonstrações Separadas, Demonstrações Consolidadas e Aplicação do Método de Equivalência Patrimonial – Deliberação CVM nº 729 de 27 de novembro de 2014;

O objetivo da revisão da ICPC 09 decorre, substancialmente, da emissão dos pronunciamentos técnicos CPC 18 (R2), CPC 19 (R2) e CPC 36 (R3), em função das alterações feitas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) na norma internacional de contabilidade IAS 28, IFRS 10 e IFRS 11. Outros itens também foram revistos visando ajustar o texto às necessidades atuais e mantê-los convergentes com as normas internacionais.

- ICPC 19 – Tributos – Deliberação CVM nº 730 de 27 de novembro de 2014;

A Interpretação está correlacionada com a *IFRIC Interpretation 21 – Levies*, emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). O documento dispõe sobre a contabilização de obrigação de pagar um tributo, se a obrigação estiver no alcance do Pronunciamento Técnico CPC 25 e ainda trata da contabilização de obrigação de pagar tributo cuja época e valor sejam certos.

- Alteração ao CPC 01/IAS 36 - "Redução no Valor Recuperável de Ativos" sobre a divulgação do valor recuperável de ativos não financeiros. Essa alteração elimina determinadas divulgações do valor recuperável de Unidades Geradoras de Caixa (UGC) que haviam sido incluídas no IAS 36 com a emissão do IFRS 13.
- Alteração ao CPC 39/IAS 32 - "Instrumentos Financeiros: Apresentação", sobre compensação de ativos e passivos financeiros. Esta alteração esclarece que o direito de compensação não deve ser contingente em um evento futuro. Ele também deve ser legalmente aplicável para todas as contrapartes no curso normal do negócio, bem como no caso de inadimplência, insolvência ou falência. A alteração também considera os mecanismos de liquidação.
- Revisão Pronunciamento Técnico nº 07 - "Método de Equivalência Patrimonial em Demonstrações Separadas", altera a redação do CPC 35 - "Demonstrações Separadas" para incorporar as modificações efetuadas pelo IASB no IAS 27 - *Separate Financial Statements*, que passa a permitir a adoção do método de equivalência patrimonial em controladas nas demonstrações separadas, alinhando, dessa forma, as práticas contábeis brasileiras às normas internacionais de contabilidade. Especialmente para fins de IFRS, as modificações do IAS 27 foram adotadas antecipadamente.

Não existem outras normas e interpretações emitidas e ainda não adotadas que possam, na opinião da Administração, ter impacto significativo no resultado do exercício ou no patrimônio líquido divulgados pela Companhia.

Normas e interpretações novas e revisadas já emitidas e ainda não adotadas em 31 de dezembro de 2014

- IFRS 9 - "Instrumentos Financeiros", aborda a classificação, a mensuração e o reconhecimento de ativos e passivos financeiros.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

O projeto de revisão dos normativos sobre instrumentos financeiros é composto por três fases:

Fase 1: Classificação e mensuração dos ativos e passivos financeiros

Com relação à classificação e mensuração nos termos da IFRS 9, todos os ativos financeiros reconhecidos, que atualmente estejam incluídos no escopo da IAS 39, serão posteriormente mensurados ao custo amortizado ou ao valor justo.

Fase 2: Metodologia de redução ao valor recuperável

O modelo de redução ao valor recuperável da IFRS 9 reflete as perdas de crédito esperadas, em vez de perdas de crédito incorridas, nos termos da IAS 39. De acordo com a abordagem de redução ao valor recuperável na IFRS 9, não é mais necessário que um evento de crédito tenha ocorrido antes do reconhecimento das perdas de crédito. Em vez disso, uma entidade sempre contabiliza perdas de crédito esperadas e as variações nessas perdas de crédito esperadas. O valor das perdas de crédito esperadas deve ser atualizado em cada data das demonstrações financeiras para refletir as mudanças no risco de crédito desde o reconhecimento inicial.

Fase 3: Contabilização de hedge

As exigências de contabilização de hedge trazidas pela IFRS 9 mantêm os três tipos de mecanismo de contabilização de hedge da IAS 39. Por outro lado, o novo normativo trouxe maior flexibilidade no que tange os tipos de transações elegíveis à contabilização de hedge, mais especificamente a ampliação dos tipos de instrumentos que se qualificam como instrumentos de hedge e os tipos de componentes de risco de itens não financeiros elegíveis à contabilização de hedge. Adicionalmente, o teste de efetividade foi renovado e substituído pelo princípio de “relacionamento econômico”. A avaliação retroativa da efetividade do hedge não é mais necessária. Foram introduzidas exigências adicionais de divulgação relacionadas às atividades de gestão de riscos de uma entidade.

Aplicável para períodos anuais iniciados em ou após 1º de janeiro de 2018. A adoção antecipada de normas, embora encorajada pelo IASB, não é permitida, no Brasil, pelo Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC).

- IFRS 15 – Receita de contrato com clientes

Em 28 de maio de 2014, o *International Accounting Standards Board* (IASB) e o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) emitiram novos requisitos para o reconhecimento de receita em ambos IFRS e U.S. GAAP, respectivamente. O IFRS 15 - Receita de Contratos com Clientes, exige de uma entidade o reconhecimento do montante da receita refletindo a contraprestação que espera receber em troca do controle desses bens ou serviços. A nova norma vai substituir a maior parte da orientação detalhada sobre o reconhecimento de receita que existe atualmente em IFRS e U.S. GAAP quando esta for adotada. A aplicação é necessária para exercícios anuais iniciados em ou após 01 de janeiro de 2017, com adoção antecipada permitida para fins de IFRS e não permitida localmente antes da harmonização e aprovação do CPC e CVM.

A Companhia está avaliando os efeitos do IFRS 15 e do IFRS 9 nas suas demonstrações financeiras e ainda não concluiu suas análises até o presente momento, não podendo estimar o impacto da adoção da presente norma.

Não há outras normas IFRS ou interpretações IFRIC que ainda não entraram em vigor que poderiam ter impacto significativo sobre a Companhia.

Pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações adotadas a partir de 2013 ou aplicáveis a partir de 1º de janeiro de 2014 e 2015

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**Pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações adotadas a partir de 1º de janeiro de 2013**

A Companhia adotou todos os pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações emitidas pelo CPC, aplicáveis às suas operações, que estavam em vigor em 31 de dezembro de 2013.

Os pronunciamentos (novos ou revisados) e as interpretações listados a seguir, que foram emitidos pelo CPC e deliberados pela CVM, possuem aplicação obrigatória para os exercícios sociais iniciados a partir de 1º de janeiro de 2013. São eles:

- CPC 18 (R2) – Investimento em coligada, em controlada e em empreendimento controlado em conjunto – Deliberação CVM nº 696 de 13 de dezembro de 2012;
- CPC 19 (R2) – Negócios em conjunto – Deliberação CVM nº 694 de 23 de novembro de 2012;
- CPC 33 (R1) – Benefícios a empregados – Deliberação CVM nº 695 de 13 de dezembro de 2012;
- CPC 36 (R3) – Demonstrações consolidadas – Deliberação CVM nº 698 de 20 de dezembro de 2012;
- CPC 44 – Demonstrações combinadas – Deliberação CVM nº 708 de 2 de maio de 2013;
- CPC 45 – Divulgação de participações em outras entidades – Deliberação CVM nº 697 de 13 de dezembro de 2012;
- CPC 46 – Mensuração do valor justo – Deliberação CVM nº 699 de 20 de dezembro de 2012; e
- OCPC 06 – Apresentação de Informações Financeiras Pro Forma – Deliberação CVM nº 709 de 2 de maio de 2013.

Dos pronunciamentos listados acima, os únicos que impactaram a Companhia foram os CPC 19(R2), por consequência o CPC 18(R2) e o CPC 36(R3). Estes pronunciamentos determinam que as controladas são integralmente consolidadas a partir da data de aquisição do controle, e continuam a ser consolidadas até a data em que esse controle deixar de existir, exceto os empreendimentos controlados em conjunto com outras entidades (joint venture), os quais devem ser avaliados pelo método de equivalência patrimonial nas demonstrações financeiras individuais e consolidadas.

Não existem outras normas e interpretações emitidas e ainda não adotadas que possam, na opinião da Administração, ter impacto significativo no resultado do exercício ou no patrimônio líquido divulgados pela Companhia.

Pronunciamentos (novos ou revisados) e interpretações aplicáveis para exercícios sociais iniciados a partir de 1º de janeiro de 2014 e 2015

- IFRIC 21 - "Taxas", emitido em maio de 2013. A interpretação IFRIC 21 esclarece quando uma entidade deve reconhecer uma obrigação de pagar taxas de acordo com a legislação. A obrigação somente deve ser reconhecida quando o evento que gera a obrigação ocorre. Essa interpretação é aplicável a partir de 1º de janeiro de 2014.
- IFRS 9 - "Instrumentos Financeiros", aborda a classificação, a mensuração e o reconhecimento de ativos e passivos financeiros. O IFRS 9 foi emitido em novembro de 2009 e outubro de 2010 e substitui trechos do IAS 39 relacionados à classificação e mensuração de instrumentos financeiros.

O IFRS 9 requer a classificação dos ativos financeiros em duas categorias: mensurados ao valor justo e mensurados ao custo amortizado. A determinação é feita no reconhecimento inicial. A base de classificação depende do modelo de negócios da entidade e das características contratuais do fluxo de caixa dos instrumentos financeiros. Com relação ao passivo financeiro, a norma mantém a maioria das exigências estabelecidas pelo IAS 39. A principal mudança é a de que nos casos em que a opção de valor justo é adotada para passivos financeiros, a porção de mudança no valor justo devido ao risco de crédito da própria entidade é

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

registrada em outros resultados abrangentes e não na demonstração dos resultados, exceto quando resultar em descasamento contábil. A Companhia está avaliando o impacto do IFRS 9.

Tais normas emitidas ainda não estão vigentes no exercício de 2013. A adoção antecipada de normas, embora encorajada pelo IASB, não é permitida no Brasil pelo Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC).

Não há outras normas IFRS ou interpretações IFRIC que ainda não entraram em vigor e que poderiam ter impacto significativo sobre a Companhia.

b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

No exercício findo em 31 de dezembro de 2015, conforme demonstrado acima, não houve a adoção de novos pronunciamentos e desse modo, não houve impacto de forma significativa nas demonstrações financeiras da Companhia.

A Companhia está avaliando os efeitos das IFRS 9, 15 e 16 em suas demonstrações financeiras e ainda não concluiu suas análises sobre o impacto de sua adoção.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2014, a adoção dos pronunciamentos não impactou de forma significativa as demonstrações financeiras da Companhia.

A Companhia está avaliando os efeitos do IFRS 15 e do IFRS 9 nas suas demonstrações financeiras e ainda não concluiu suas análises até o presente momento, não podendo estimar o impacto da adoção da presente norma.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2013, conforme mencionado no item 10.4.a, dos pronunciamentos listados acima, os únicos que impactaram a Companhia foram os CPC 19(R2), por consequência o CPC 18(R2) e o CPC 36(R3). Estes pronunciamentos determinam que as controladas são integralmente consolidadas a partir da data de aquisição do controle, e continuam a ser consolidadas até a data em que esse controle deixar de existir, exceto os empreendimentos controlados em conjunto com outras entidades (joint venture), os quais devem ser avaliados pelo método de equivalência patrimonial nas demonstrações financeiras individuais e consolidadas.

As demonstrações financeiras das controladas e controladas em conjunto são elaboradas para o mesmo exercício de divulgação que as da controladora, utilizando políticas contábeis consistentes com as políticas adotadas pela controladora. Para a consolidação os seguintes critérios são adotados:

- (i) eliminação dos investimentos em empresas controladas, bem como os resultados das equivalências patrimoniais das mesmas;
- (ii) os lucros provenientes de operações realizadas entre as empresas consolidadas, assim como os correspondentes saldos de ativos e passivos são igualmente eliminados; e
- (iii) o valor da participação dos acionistas minoritários é calculado e demonstrado separadamente.

Os seguintes empreendimentos controlados em conjunto, que até 31 de dezembro de 2012 eram contabilizados nas demonstrações consolidadas pelo método da consolidação proporcional, passaram a ser contabilizadas com base no método de equivalência patrimonial, a partir de 1º de janeiro de 2013, bem como os períodos correspondentes apresentados nessas demonstrações financeiras.

Investidas	% - Participação	
	2013	2012

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

Gafisa SPE 48 S.A. (**)	80%	80%
Sítio Jatiuca Emp Im.SPE Ltda.	50%	50%
GAFISA SPE-116 Emp. Imob. Ltda.	50%	50%
Gafisa SPE 47 Emp. Imob. Ltda. (**)	80%	80%
Gafisa SPE 85 Emp. Imob. Ltda. (**)	80%	80%
Gafisa SPE 71 Emp. Imob. Ltda. (**)	80%	80%
Manhattan Square Emp. Imob. Coml. 1 SPE Ltda.	50%	50%
Manhattan Square Emp. Imob. Residencial. 1 SPE Ltda.	50%	50%
Jardins da Barra Des. Imob. S.A.	50%	50%
Gafisa SPE 65 Emp. Imob. Ltda. (**)	80%	80%
Costa Maggiore Emp. Imob. Ltda	50%	50%
Gafisa SPE 73 Emp. Imob. Ltda. (**)	80%	80%
Gafisa SPE 46 Emp. Imob. Ltda.	60%	60%
Dubai Residencial Emp. Imob. Ltda.	50%	50%
Gafisa SPE 113 Emp. Imob. Ltda.	60%	60%
Grand Park-Parque das Arvores Em. Im. Ltda	50%	50%
O Bosque Empr. Imob. Ltda.	60%	60%
Grand Park - Parque das Aguas Emp Im Ltda.	50%	50%
Outras (*)	Diversos	Diversos
(*) Incluem empresas com saldo de investimentos inferiores a R\$5.000.		
(**) Na adoção do CPC 18(R2) - Investimentos em Coligada, em Controlada e Empreendimentos controlados em Conjunto, conforme análise dos atos societários e históricos de decisões, a Companhia identificou que não possui o controle destas empresas, sendo aplicado o método de equivalência patrimonial.		

Não existem outras normas e interpretações emitidas e ainda não adotadas que possam, na opinião da Administração, ter impacto significativo no resultado do exercício ou no patrimônio líquido divulgados pela Companhia.

c) ressalvas e ênfases presentes no relatório do auditor

O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013 não contém ressalvas.

O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015 contém ênfase relacionada ao fato de que as demonstrações financeiras individuais e consolidadas foram elaboradas de acordo com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária, as quais consideram, adicionalmente, a Orientação OCPC04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Essa orientação trata do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias, conforme descrito em maiores detalhes na Nota 2.2.2 das Demonstrações Financeiras. A opinião dos auditores independentes não está modificada em função desse assunto.

O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2014 contém ênfase relacionada ao fato de que as demonstrações financeiras individuais e consolidadas foram preparadas de acordo com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária, as quais consideram, adicionalmente, a Orientação OCPC04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Essa orientação trata do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias, conforme descrito em maiores detalhes na Nota 2.2.2 das Demonstrações Financeiras. A opinião dos auditores independentes não está modificada em função desse assunto.

O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2013 contém ênfase relacionada ao fato das demonstrações financeiras individuais (controladora) e consolidadas foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, conforme Nota 2.1 das demonstrações financeiras. As demonstrações financeiras consolidadas preparadas de acordo com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária consideram adicionalmente a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento da receita desse setor.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

Determinados assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias serão analisados pelo *International Financial Reporting Interpretation Committee (IFRIC)*. Entretanto, em função do projeto para edição de uma norma revisada para reconhecimento de receitas, o IFRIC está discutindo este tópico em sua agenda, por entender que o conceito para reconhecimento de receita está contido na norma presentemente em discussão. Assim, espera-se que o assunto seja concluído somente após a edição da norma revisada para reconhecimento de receitas.

As únicas ênfases apresentadas no parecer dos auditores independentes sobre a elaboração das demonstrações financeiras relativas aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013 são aquelas aplicáveis a todas as entidades do segmento de incorporação imobiliária no país, em linha com a Orientação OCPC04 e aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras. A Administração da Companhia entende que tal parágrafo de ênfase é padronizado entre as empresas de auditorias e alinhado com as entidades do setor de incorporação imobiliária e órgãos reguladores em função da aplicação da Orientação OCPC04, em adição às normas de internacionais de relatório financeiro (IFRS) e não possuem comentários adicionais às ênfases em questão. Os auditores reforçaram ainda que a opinião deles não está modificada em função deste assunto.

A Administração da Companhia não possui comentários às ressalvas dos auditores, tendo em visto não ter havido quaisquer ressalvas no parecer dos auditores independentes sobre a elaboração das demonstrações financeiras relativas aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

As demonstrações financeiras individuais, identificadas como “controladora”, foram preparadas e estão sendo apresentadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil, incluindo os pronunciamentos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPCs), referendados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e são divulgadas em conjunto com demonstrações financeiras consolidadas.

As demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, foram preparadas e estão sendo apresentadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil, incluindo os pronunciamentos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPCs), referendados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e conforme as normas internacionais de relatório financeiro (*International Financial Reporting Standards* (IFRS)) emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB)).

As demonstrações financeiras individuais da Companhia não são consideradas em conformidade com o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), uma vez que consideram a capitalização de juros sobre os ativos qualificáveis das investidas nas demonstrações financeiras separadas da controladora. Pelo fato de não haver diferença entre os patrimônios líquidos e os resultados da controladora e consolidado, a Companhia optou por apresentar essas informações individuais e consolidadas em um único conjunto.

Especificamente, as demonstrações financeiras consolidadas estão em conformidade com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) aplicáveis às entidades de incorporação imobiliária no Brasil, incluindo a Orientação OCPC 04 - Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às entidades de incorporação imobiliária brasileiras, no que diz respeito ao tratamento do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados à aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle das unidades imobiliárias vendidas.

As demonstrações financeiras foram elaboradas no curso normal dos negócios. A Administração efetua uma avaliação da capacidade da Companhia de dar continuidade às suas atividades durante a elaboração das demonstrações financeiras.

Todos os valores apresentados nestas demonstrações financeiras estão expressos em milhares de reais, exceto quando indicado de outra forma.

Demonstrações financeiras consolidadas

As demonstrações financeiras consolidadas da Companhia incluem as demonstrações financeiras da Gafisa, de suas controladas diretas e indiretas. A Companhia controla uma entidade quando está exposta ou tem direito a retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a entidade e tem a capacidade de interferir nesses retornos devido ao poder que exerce sobre a entidade. A existência e os efeitos de potenciais direitos de voto, que são atualmente exercíveis ou conversíveis, são levados em consideração ao avaliar se a Companhia controla outra entidade. As controladas são integralmente consolidadas a partir da data em que o controle é transferido e deixam de ser consolidadas a partir da data em que o controle cessa.

As práticas contábeis foram aplicadas de maneira uniforme em todas as controladas incluídas nas demonstrações financeiras consolidadas e o exercício social dessas entidades coincide com o da Companhia.

Moeda funcional e de apresentação

A moeda funcional e de apresentação da Companhia é o Real.

Apresentação de informação por segmentos

As informações por segmentos operacionais são apresentadas de modo consistente com o relatório interno fornecido para os principais tomadores de decisões operacionais, representados pela Diretoria Executiva e Conselho de Administração, os quais são responsáveis pela alocação de recursos, avaliação de desempenho dos segmentos operacionais e pela tomada das decisões estratégicas.

Julgamentos, estimativas e premissas contábeis

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

As estimativas e os julgamentos contábeis são continuamente avaliados e baseiam-se na experiência histórica e em outros fatores, incluindo expectativas de eventos futuros, consideradas razoáveis para as circunstâncias.

(i) *Julgamentos*

A preparação das demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia requer que a Administração faça julgamentos e estimativas e adote premissas que afetam os valores apresentados de receitas, despesas, ativos e passivos, bem como a divulgação de passivos contingentes, na data-base das demonstrações financeiras.

(ii) *Estimativas e premissas*

Ativos e passivos sujeitos a estimativas e premissas incluem provisão para redução ao valor recuperável de ativos, transações com pagamentos baseados em ações, provisão para demandas judiciais, valor justo de instrumentos financeiros, mensuração do custo orçado de empreendimentos, impostos diferidos ativos, dentre outros.

As principais premissas relativas às fontes de incerteza nas estimativas futuras e outras importantes fontes de incerteza em estimativas na data do balanço, que podem resultar em valores diferentes quando da liquidação, são discutidas a seguir:

a) Perda por redução ao valor recuperável de ativos

Uma perda por redução ao valor recuperável existe quando o valor contábil de um ativo excede o seu valor recuperável, o qual é o maior entre o valor justo menos custos de venda e o valor em uso.

O cálculo do valor justo menos custos de venda é baseado em informações disponíveis de transações de venda de ativos similares ou preços de mercado menos custos adicionais para descartar o ativo. O cálculo do valor em uso é baseado no modelo de fluxo de caixa descontado.

Os fluxos de caixa derivam do orçamento para os próximos cinco anos e não incluem atividades de reorganização com as quais a Companhia ainda não tenha se comprometido ou investimentos futuros significativos que melhorarão a base de ativos da unidade geradora de caixa objeto de teste. O valor recuperável é sensível à taxa de desconto utilizada no método de fluxo de caixa descontado, bem como aos recebimentos de caixa futuro esperados e à taxa de crescimento utilizada para fins de extrapolação.

O teste de perda por redução ao valor recuperável de ativos intangíveis de vida útil indefinida e ágio por expectativa de rentabilidade futura é efetuado anualmente e/ou quando as circunstâncias indicarem perda por desvalorização do valor contábil. As principais premissas utilizadas para determinar o valor recuperável das unidades geradoras de caixa são detalhadas na Nota 11 das Demonstrações Financeiras da Companhia.

b) Transações com pagamentos baseados em ações

A Companhia mensura o custo de transações a ser liquidado com ações com funcionários baseado no valor justo dos instrumentos patrimoniais na data da sua outorga. Para as transações baseadas em ações com liquidação em dinheiro, o passivo precisa ser remensurado ao final de cada período de divulgação até a data de liquidação, reconhecendo no resultado eventuais variações no valor justo, o que exige reavaliação das estimativas utilizadas ao final de cada período de divulgação. A estimativa do valor justo dos pagamentos com base em ações requer a determinação do modelo de avaliação mais adequado para a concessão de instrumentos patrimoniais, o que depende dos termos e condições da concessão.

Isso requer também a determinação dos dados mais adequados para o modelo de avaliação, incluindo a vida esperada da opção, volatilidade e rendimento de dividendos e correspondentes premissas. As premissas e modelos utilizados para estimar o valor justo dos pagamentos baseados em ações são divulgados na Nota 18.3 das Demonstrações Financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

c) Provisões para demandas judiciais

A Companhia reconhece provisão para causas tributárias, trabalhistas e cíveis (Nota 16 das Demonstrações Financeiras de 2015). A avaliação da probabilidade de perda inclui a avaliação das evidências disponíveis, a hierarquia das leis, as jurisprudências disponíveis, as decisões mais recentes nos tribunais e sua relevância no ordenamento jurídico, bem como a avaliação dos advogados externos. As provisões são revisadas e ajustadas para levar em conta alterações nas circunstâncias, tais como prazo de prescrição aplicável, conclusões de inspeções fiscais ou exposições adicionais identificadas com base em novos assuntos ou decisões de tribunais.

Existem incertezas em relação à interpretação de regulamentos tributários complexos e ao valor e época de resultados tributáveis futuros. A Companhia e suas controladas estão sujeitas no curso normal dos negócios a investigações, auditorias, processos judiciais e procedimentos administrativos em matérias cíveis, tributárias e trabalhistas.

d) Valor justo de instrumentos financeiros

Quando o valor justo de ativos e passivos financeiros apresentados no balanço patrimonial não puder ser obtido em mercado ativo, o mesmo é determinado utilizando técnicas de avaliação, incluindo o método do fluxo de caixa descontado.

Os dados para esses métodos se baseiam naqueles praticados no mercado, quando possível, contudo, quando isso não for viável, julgamento é requerido para estabelecer o valor justo. O julgamento inclui considerações sobre os dados utilizados como, por exemplo, taxa de juros, risco de liquidez, risco de crédito e volatilidade. Mudanças nas premissas sobre esses fatores poderiam afetar o valor justo apresentado dos instrumentos financeiros.

e) Custos orçados dos empreendimentos

Os custos orçados, compostos, principalmente, pelos custos incorridos e custos previstos a incorrer para o encerramento das obras, são regularmente revisados, conforme evolução das obras, e eventuais ajustes identificados com base nesta revisão são refletidos nos resultados da Companhia. O efeito de tais revisões nas estimativas afeta o resultado.

f) Realização do imposto de renda diferido

O reconhecimento inicial e as posteriores análises da realização do imposto de renda diferido ocorre quando seja provável que o lucro tributável dos próximos anos esteja disponível para ser usado na compensação do ativo fiscal diferido, com base em projeções de resultados elaboradas e fundamentadas em premissas internas e em cenários econômicos futuros que possibilitem a sua utilização total ou parcial.

As demais provisões reconhecidas na Companhia estão descritas na Nota 2.2.23 das Demonstrações Financeiras.

A seguir, são apresentadas as informações resumidas relativas às principais práticas contábeis da Companhia.

Reconhecimento de receitas e despesas

(i) Apuração do resultado de incorporação e venda de imóveis

(a) Nas vendas de unidades concluídas, o resultado é apropriado no momento em que a venda é efetivada com a transferência significativa dos riscos e direitos, independentemente do prazo de recebimento do valor contratual.

(b) Nas vendas de unidades não concluídas, são observados os seguintes procedimentos:

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

- O custo incorrido (incluindo o custo do terreno e demais gastos relacionados diretamente com a formação do estoque) correspondente às unidades vendidas é apropriado integralmente ao resultado. Para as unidades ainda não comercializadas, o custo incorrido é apropriado ao estoque;
- As receitas de vendas são apropriadas ao resultado, utilizando-se o método do percentual de conclusão de cada empreendimento, sendo esse percentual mensurado em razão do custo incorrido em relação ao custo total orçado dos respectivos empreendimentos;
- Os montantes das receitas de vendas reconhecidos que sejam superiores aos valores efetivamente recebidos de clientes, são registrados em ativo circulante ou realizável a longo prazo, na rubrica "Contas a receber de incorporação e serviços prestados". Os montantes recebidos com relação à venda de unidades que sejam superiores aos valores reconhecidos de receitas, são contabilizados na rubrica "Obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes";
- Os juros e a variação monetária, incidentes sobre o saldo de contas a receber a partir da entrega das chaves, assim como o ajuste a valor presente do saldo de contas a receber, são apropriados ao resultado de incorporação e venda de imóveis quando incorridos, obedecendo ao regime de competência dos exercícios "pro rata temporis";
- Os encargos financeiros de contas a pagar por aquisição de terrenos e os diretamente associados ao financiamento da construção, são capitalizados e registrados aos estoques de imóveis a comercializar, e apropriados ao custo incorrido das unidades em construção até a sua conclusão e observando-se os mesmos critérios de apropriação do custo de incorporação imobiliária na proporção das unidades vendidas em construção;
- Os tributos incidentes e diferidos sobre a diferença entre a receita incorrida de incorporação imobiliária e a receita acumulada submetida à tributação são calculados e refletidos contabilmente por ocasião do reconhecimento dessa diferença de receita;
- As demais despesas, incluindo, de propaganda e publicidade são apropriadas ao resultado quando incorridas.

(ii) *Prestação de serviços de construção*

Receitas decorrentes da prestação de serviços imobiliários são reconhecidas na medida em que os serviços são prestados, e estão vinculadas com a atividade de administração de construção para terceiros e consultoria técnica.

(iii) *Operações de permuta*

A permuta de terrenos tem por objeto o recebimento de terrenos de terceiros para liquidação por meio da entrega de unidades imobiliárias ou o repasse de parcelas provenientes das vendas das unidades imobiliárias dos empreendimentos. Os terrenos adquiridos pela Companhia e por suas controladas são registrados pelo seu valor justo, como um componente do estoque, em contrapartida a adiantamento de clientes no passivo. As receitas e os custos decorrentes de operações de permutas são apropriados ao resultado ao longo do período de construção dos empreendimentos, conforme consta no item (b) descrito anteriormente.

Contas a receber de incorporação e serviços prestados

São apresentados aos valores presentes e de realização. A classificação entre circulante e não circulante é realizada com base na expectativa de vencimento das parcelas dos contratos.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

As parcelas em aberto são atualizadas com base no Índice Nacional da Construção Civil (INCC) para a fase de construção do projeto, e pelo Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) e juros de 12% ao ano, após a data de entrega das chaves das unidades concluídas.

O ajuste a valor presente é calculado entre o momento da assinatura do contrato e a data prevista para entrega das chaves do imóvel ao promitente comprador, utilizando uma taxa de desconto representada pela taxa média dos financiamentos obtidos pela Companhia, líquida do efeito inflacionário.

A reversão do ajuste a valor presente, considerando-se que parte importante do contexto operacional da Companhia é a de financiar os seus clientes até a entrega das chaves, foi realizada, tendo como contrapartida o próprio grupo de receitas de incorporação imobiliária, de forma consistente com os juros incorridos sobre a parcela do saldo de contas a receber referentes ao período “pós-chaves”.

Imóveis a comercializar

A Companhia e suas controladas adquirem terrenos para futuras incorporações, com condições de pagamento em moeda corrente ou por intermédio de permuta. Os terrenos adquiridos por intermédio de operações de permuta são demonstrados ao valor justo das unidades a serem entregues e a receita e o custo são reconhecidos seguindo os critérios descritos anteriormente.

Os imóveis são demonstrados ao custo de construção, e reduzidos por provisão quando tal valor exceder seu valor líquido realizável. No caso de imóveis em construção, a parcela em estoque corresponde ao custo incorrido das unidades ainda não comercializadas. O custo incorrido compreende os gastos com construção (materiais, mão de obra própria ou contratada de terceiros e outros relacionados), as despesas de legalização do terreno e empreendimento, os custos com terrenos e os encargos financeiros aplicados no empreendimento incorridos durante a fase de construção.

A classificação de terrenos entre o ativo circulante e o ativo não circulante é realizada pela Administração com base na expectativa de prazo do lançamento dos empreendimentos imobiliários. A Administração revisa periodicamente as estimativas de lançamentos dos empreendimentos imobiliários.

As práticas contábeis foram aplicadas de maneira uniforme em todas as controladas e controladas em conjunto incluídas nas demonstrações financeiras consolidadas e o exercício social dessas empresas coincide com o da Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs***a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial***

A Companhia não possui ativos ou passivos materiais que não estejam refletidos nesse Formulário e nas demonstrações financeiras e suas notas explicativas.

b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

A Companhia não possui outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados

<i>a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras da Companhia</i>
Conforme explanado no item 10.6 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.
<i>b) natureza e propósito da operação</i>
Conforme explanado no item 10.6 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.
<i>c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor da Companhia em decorrência da operação</i>
Conforme explanado no item 10.6 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios***a) investimentos (inclusive descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, fontes de financiamento dos investimentos e desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos)******i. descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos***

O caixa líquido em 2015, gerado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$361,47 milhões, devido principalmente aplicação líquida em títulos e valores mobiliários em R\$417,69 milhões e investimentos em bens e equipamentos no montante de R\$54,59 milhões.

O caixa líquido em 2014, gerado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$751,95 milhões, devido principalmente resgate líquido em títulos e valores mobiliários em R\$761,61 milhões e ao recebimento de dividendos no valor de R\$49,85 milhões.

O caixa líquido em 2013, gerado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$53,46 milhões, devido principalmente ao recebimento de dividendos no valor de R\$342,17 milhões, acréscimo de investimentos R\$102,64 milhões e investimentos em bens e equipamentos no valor de R\$80,99 milhões.

Os desembolsos da Companhia ao longo de 2015 estavam principalmente relacionados aos investimentos em bens, *stands* de vendas, *softwares*, e benfeitorias, no valor de R\$54,59 milhões frente a R\$88,53 milhões em 2014, e uma aplicação líquida em títulos e valores mobiliários em R\$361,47 milhões em 2014, comparado a uma aplicação líquida em R\$761,61 milhões em 2014.

Os desembolsos da Companhia ao longo de 2014 estavam principalmente relacionados aos investimentos em bens, *stands* de vendas, *softwares*, e benfeitorias, no valor de R\$88,53 milhões frente a R\$80,99 milhões em 2013, e uma aplicação líquida em títulos e valores mobiliários em R\$761,61 milhões em 2014, comparado a uma aplicação líquida em R\$992,94 milhões em 2013.

Os desembolsos da Companhia ao longo de 2013 estavam principalmente relacionados aos investimentos em bens, *stands* de vendas, *softwares*, e benfeitorias, no valor de R\$80,99 milhões frente a R\$108,73 milhões em 2012, e uma aplicação líquida em títulos e valores mobiliários em R\$992,94 milhões em 2013, comparado a uma aplicação líquida de R\$27,3 milhões, em 2012.

i. fontes de financiamento dos investimentos

A Companhia conta com os recursos provenientes da alienação de ações de tesouraria, captações já mencionadas de dívidas corporativas, debêntures e linhas decorrentes do SFH.

ii. desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos

Não há desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos.

b) aquisições já divulgadas de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que podem influenciar materialmente a capacidade produtiva da Companhia

Não há aquisições já divulgadas de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que possam influenciar materialmente a capacidade produtiva da Companhia.

c) novos produtos e serviços

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

Não há novos produtos ou serviços.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

Todas as informações relevantes e pertinentes a este tópico foram divulgadas nos itens acima.