

## Índice

---

### 5. Gerenciamento de riscos e controles internos

|  |    |
|--|----|
| 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos            | 1  |
| 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado | 6  |
| 5.3 - Descrição - Controles Internos                 | 9  |
| 5.4 - Alterações significativas                      | 10 |

### 10. Comentários dos diretores

|  |    |
|--|----|
| 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais          | 11 |
| 10.2 - Resultado operacional e financeiro          | 34 |
| 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs                  | 36 |
| 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases | 37 |
| 10.5 - Políticas contábeis críticas                | 44 |
| 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs   | 48 |
| 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados            | 52 |
| 10.8 - Plano de Negócios                           | 53 |
| 10.9 - Outros fatores com influência relevante     | 54 |

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

### 5.1. RISCOS DE MERCADO A QUE A COMPANHIA ESTÁ EXPOSTA, INCLUSIVE EM RELAÇÃO A RISCOS CAMBIAIS E A TAXA DE JUROS:

Os riscos de mercado aos quais a Companhia está exposta referem-se basicamente àqueles do curso normal de seus negócios. Os contratos firmados pela Companhia são, em geral, indexados às taxas Certificados de Depósito Interbancário ("CDI"), Índice Geral de Preços de Mercado ("IGP-M"), Índice Nacional de Custo da Construção ("INCC") e Taxa Referencial ("TR"). Riscos cambiais e condições internacionais do mercado afetam a Companhia apenas indiretamente, uma vez que a Companhia não realiza projetos no exterior.

O saldo de recebíveis da Companhia, de R\$9,5 bilhões, incluindo parcela a apropriar no balanço patrimonial (Resolução CFC nº 963), é composto em sua quase totalidade por ativos indexados pelo INCC e pelo IGP-M. Na posição passiva a Companhia tem em vigor contratos de empréstimos indexados pelo CDI e TR, representando um total de R\$3,7 bilhões do seu passivo.

A Companhia também está exposta a riscos relacionados à variação nos preços dos insumos e mão-de-obra para construção, bem como à variação dos preços dos terrenos.

Também está exposta a riscos relativos à volatilidade e a liquidez limitada do mercado de capitais brasileiro podendo afetar negativamente a liquidez e o valor de mercado de ações da Companhia.

Abaixo encontram-se melhor detalhados os principais fatores de risco a esse respeito:

**A inflação e as medidas governamentais para combatê-la poderão contribuir para a incerteza econômica no Brasil, o que poderá vir a causar um efeito adverso no mercado de capitais brasileiro, nas atividades da Companhia e no preço de mercado de suas ações ou ADR.**

O Brasil teve, no passado, taxas de inflação bastante elevadas, que foram reduzidas com a implementação do Plano Real em 1994. De acordo com o IGP-M, as taxas de inflação no Brasil foram de 3,8% em 2006, 7,8% em 2007, 9,8% em 2008, -1,7% em 2009, 11,32% em 2010, 5,10% em 2011. De acordo com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo ("IPC-A"), as taxas de inflação de preços no Brasil foram de 3,1% em 2006, 4,5% em 2007, 5,9% em 2008, 4,3% em 2009, 5,91% em 2010 e 6,50% em 2011. As medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação incluem a manutenção de política monetária restritiva, com altas taxas de juros e a consequente limitação à disponibilidade de crédito e a redução do crescimento econômico. A inflação, as medidas para combatê-la e a especulação pública a respeito das prováveis medidas adicionais a serem tomadas pelo Governo Federal também contribuem de forma significativa para a incerteza econômica no Brasil e para o aumento da volatilidade de valores mobiliários nos mercados brasileiros.

Caso as taxas de inflação venham a aumentar, uma eventual política anti-inflacionária adotada pelo Governo Federal pode vir a resultar em desaceleração no nível de atividade econômica e na redução do poder aquisitivo da população, o que resultaria na diminuição da demanda dos produtos da Companhia e na redução das vendas líquidas. Uma elevação na taxa de inflação pode, ademais, aumentar alguns dos custos e despesas da Companhia, que talvez não consiga repassá-los aos clientes, o que pode, em consequência, reduzir suas margens de lucro e o seu lucro líquido. Além disso, um aumento da taxa de inflação pode gerar uma elevação na taxa de juros interna, o que, por conseguinte, elevaria os custos do serviço com dívidas

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

expressas em reais da Companhia, acarretando lucro líquido menor. A elevação da taxa de inflação e seu efeito sobre a taxa de juros interna pode, ademais, acarretar redução da liquidez nos mercados internos de capitais e de crédito, o que afetaria a capacidade da Companhia de refinanciar seu endividamento. Adicionalmente, a elevação da taxa de inflação tem reflexo direto no aumento do valor das parcelas devidas por clientes da Companhia, podendo gerar um aumento de inadimplência, comprometendo o fluxo de caixa da Companhia. Qualquer deterioração da situação financeira da Companhia pode ocasionar a redução do preço de mercado de suas ações.

**Flutuações da taxa de juros poderão aumentar o custo das dívidas da Companhia ocasionando efeitos adversos sobre seus negócios e sobre o preço de suas ações.**

O Banco Central do Brasil estabelece a meta da taxa básica de juros para o sistema financeiro brasileiro tomando por referência, dentre outros, o nível de crescimento econômico da economia brasileira, o nível de inflação e outros indicadores econômicos. O endividamento de empresas no setor imobiliário, como a Companhia, está sujeito à flutuação das taxas de juros. No caso de as taxas de juros subirem, os custos relativos ao endividamento também crescerão.

Em 31 de dezembro de 2011 a quase totalidade do endividamento da Companhia estava expressa em reais e atrelada a taxas flutuantes, como a TR, o CDI e o IGP-M. Qualquer aumento da TR, do CDI ou do IGP-M poderá gerar impacto negativo sobre as despesas financeiras, resultados operacionais e o valor de ações da Companhia. A Companhia detém instrumentos financeiros de proteção a variação das taxas de juros (*hedge*) em função de seu endividamento atual.

**O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como a conjuntura econômica e a política brasileira, pode vir a causar um efeito adverso relevante nas atividades, nos resultados operacionais e mesmo no preço das ações da Companhia.**

A economia brasileira é caracterizada por intervenções do Governo Federal e também pela ocorrência de ciclos econômicos instáveis. O Governo Federal frequentemente intervém na economia do País e ocasionalmente realiza modificações significativas em suas políticas e normas monetárias, fiscais, creditícias e tarifárias. As medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, frequentemente implicaram no aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de salários e preços, bloqueio ao acesso a contas bancárias, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações, dentre outras medidas. As atividades, situação financeira, resultados operacionais e o preço de mercado das ações de emissão da Companhia podem vir a ser prejudicados de maneira relevante por modificações nas políticas ou normas que envolvam ou afetem certos fatores, tais como:

- movimentos de taxas de câmbio;
- taxas de políticas de controle;
- expansão ou contração da economia brasileira, conforme medida por taxas de crescimento do Produto Interno Bruto;

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

- inflação;
- política fiscal;
- outros acontecimentos econômicos, políticos, diplomáticos e sociais, que venham a ocorrer no Brasil ou que o afetem;
- taxas de juros;
- fornecimento de energia elétrica;
- liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos; e
- instabilidade social e política.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do Governo Federal nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores no futuro pode contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e dos valores mobiliários emitidos no exterior por companhias brasileiras. Sendo assim, tais incertezas e os acontecimentos futuros na economia brasileira podem prejudicar as atividades e os resultados operacionais da Companhia, podendo, inclusive, vir a afetar adversamente o preço de negociação de suas ações e debêntures.

**Eventos políticos, econômicos e sociais e a percepção de riscos em outros países, sobretudo de economias emergentes, podem afetar adversamente a economia brasileira, os negócios da Companhia e o valor de mercado dos seus valores mobiliários.**

O mercado de valores mobiliários de emissão de companhias brasileiras é influenciado pelas condições econômicas e de mercado do Brasil, em determinado grau, de outros países da América Latina e de outras economias emergentes. Ainda que as condições econômicas sejam diferentes em cada país, a reação dos investidores aos acontecimentos em um país pode levar o mercado de capitais de outros países a sofrer flutuações.

Acontecimentos ou uma conjuntura econômica adversa em outros países emergentes e da América Latina por vezes acarretam saída significativa de recursos do Brasil e a diminuição do volume de moeda estrangeira investida no País. Por exemplo, em 2001, após uma recessão prolongada, seguida por instabilidade política, a Argentina anunciou que deixaria de proceder ao pagamento de sua dívida pública. A crise econômica na Argentina afetou negativamente a percepção dos investidores em valores mobiliários brasileiros por vários anos. Crises econômicas ou políticas na América Latina ou em outros mercados emergentes podem afetar de maneira significativa a percepção dos riscos inerentes ao investimento na região, inclusive no Brasil.

A economia brasileira também é afetada pela conjuntura econômica e condições de mercados internacionais em geral, especialmente pela conjuntura econômica e condições de mercado existentes nos Estados Unidos. Os preços das ações na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, por exemplo, são historicamente afetados por flutuações nas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, bem como pelas variações dos principais índices de ações norte-americanos, assim como ocorrido em 2008, quando o

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

mercado nacional foi fortemente afetado pelo desempenho do mercado de capitais norte-americano. Acontecimentos em outros países e mercados de capitais poderão prejudicar o valor de mercado das ações e debêntures da Companhia, podendo, ademais, dificultar ou impedir totalmente o acesso da Companhia aos mercados de capitais e ao financiamento de suas operações no futuro em termos aceitáveis.

**A relativa volatilidade e a liquidez limitada do mercado de capitais brasileiro podem afetar negativamente a liquidez e o valor de mercado de ações da Companhia.**

Em 31 de março de 2012, a capitalização total das empresas listadas na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros era equivalente a aproximadamente R\$2,56 trilhões, e as 10 maiores empresas listadas na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros representavam, aproximadamente, 46,14% do valor negociado no mercado à vista (lote padrão). Embora quaisquer das ações de uma empresa listada possam ser negociadas na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, na maioria dos casos nem todas as ações listadas estão efetivamente disponíveis para negociação pública, sendo uma parte detida por pequenos grupos de investidores, por instituições governamentais ou por um único acionista principal. Além disso, a eventual falta de liquidez no mercado de capitais pode limitar substancialmente a capacidade do investidor de vender as ações na ocasião em que gostaria e pelo preço desejado, o que poderia acarretar impacto negativo sobre o valor de mercado desses valores mobiliários.

Dado o *free float* acima de 99%, a Companhia espera continuar dentre as mais líquidas da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

**Questões econômicas e de mercado, especialmente nos Estados Unidos, podem afetar adversamente o preço de mercado dos ADR e de ações da Companhia.**

O mercado de valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras é influenciado, em diferentes níveis, pelas condições internacionais de mercado em geral.

Os ADRs da Companhia estão listados na Bolsa de Valores de Nova York (*New York Stock Exchange – NYSE*) e, assim, condições adversas de mercado, econômica e/ou de crises políticas, especialmente nos Estados Unidos, tal como a crise do crédito hipotecário, podem vir a resultar em impactos negativos significativos sobre o preço de mercado dos ADRs da Companhia e, talvez, de suas ações. Os clientes da Companhia são financiados por ela própria ou por bancos brasileiros, através de recursos obtidos no mercado local, não sendo assim diretamente expostos à crise do crédito hipotecário nos Estados Unidos. Todavia, há incertezas quanto ao efeito indireto desta crise no setor imobiliário residencial em todo o mundo.

**Modificações nas práticas contábeis adotadas no Brasil em função de sua convergência às práticas contábeis internacionais (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) podem afetar adversamente os resultados da Companhia.**

As demonstrações financeiras consolidadas foram preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil que compreendem as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os pronunciamentos, interpretações e orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e estão em conformidade com

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

as normas internacionais de relatório financeiro (International Financial Reporting Standards – IFRS) aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), incluindo a Orientação OCPC 04 - Orientação OCPC 04 - Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras - no que diz respeito ao reconhecimento de receitas e respectivos custos e despesas decorrentes de operações de incorporação imobiliária durante o andamento da obra (método da percentagem completada – POC).

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). Os resultados dessa análise podem fazer com que a Companhia tenha que revisar suas práticas contábeis relacionadas ao reconhecimento de receitas.

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado****5.2. POLÍTICA DE GERENCIAMENTO DE RISCOS DE MERCADO DA COMPANHIA, OBJETIVOS, ESTRATÉGIAS E INSTRUMENTOS:**

| <b><i>a) Riscos para os quais se busca proteção, b) estratégia de proteção patrimonial (hedge) e c) instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (hedge)</i></b>   |
|---|
| <p>Os riscos para os quais a Companhia busca proteção patrimonial, bem como a estratégia e os instrumentos utilizados para tal proteção são:</p> <p>(i) Risco de crédito</p> <p>A Companhia e suas controladas restringem a exposição a riscos de crédito associados a caixa e equivalentes de caixa, e como estratégia de proteção patrimonial efetua seus investimentos em instituições financeiras avaliadas como de primeira linha e com remuneração em títulos de curto prazo, sendo estes os instrumentos utilizados pela Companhia para tal proteção patrimonial.</p> <p>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 contínua. 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.</p> <p>(ii) Risco de taxa de juros</p> <p>Decorre da possibilidade de a Companhia e as suas controladas sofrerem ganhos ou perdas decorrentes de oscilações de taxas de juros incidentes sobre seus ativos e passivos financeiros. A estratégia e os instrumentos utilizados pela Companhia e suas controladas para a mitigação desse tipo de risco, consiste na diversificação da captação de recursos em termos de taxas prefixadas ou pós-fixadas. Sobre o saldo de contas a receber de imóveis concluídos, incide juros de 12% ao ano, apropriado "<i>pro rata temporis</i>". Durante o ano de 2011 a Companhia manteve contratos derivativos com objetivo de proteção as oscilações de taxa de juros.</p> <p>(iii) Risco de Moeda</p> <p>A Companhia tem como política e estratégia efetuar operações com instrumentos financeiros derivativos com o objetivo de mitigar ou de eliminar riscos de moeda à sua operação.</p> <p>Durante o exercício de 2009, a Companhia possuiu instrumentos financeiros derivativos visando proteger contra oscilações nas taxas de câmbio, instrumentos estes que foram encerrados no respectivo exercício.</p> |
| <b><i>d) Parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos</i></b>   |
| <p>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. 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</p>  |

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

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. Durante o período de construção não existem históricos de perdas relevantes devido à existência de garantia real de recuperação dos produtos comercializados.

***e) 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 2011, a Companhia manteve instrumentos derivativos com o objetivo de mitigar o risco de sua exposição à volatilidade de taxas de juros, reconhecidos por seu valor justo diretamente no resultado do exercício.

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2009, a Companhia manteve instrumentos derivativos com o objetivo de mitigar o risco de sua exposição à volatilidade de moedas, reconhecidos por seu valor justo diretamente no resultado do exercício. Tais instrumentos foram liquidados até o término do exercício findo em 31 de dezembro de 2009, de forma que a Companhia não possui, no presente momento, qualquer instrumento dessa natureza.

De acordo com suas políticas de tesouraria, a Companhia não possui ou emite instrumentos financeiros derivativos para fins outros que não os de proteção. Os derivativos são reconhecidos inicialmente pelo seu valor justo e os custos de transação atribuíveis são reconhecidos no resultado quando incorridos. Posteriormente ao reconhecimento inicial, os derivativos são mensurados pelo valor justo e as alterações são contabilizadas no resultado.

***f) Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos e g) adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada***

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 políticas 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 Companhia estabeleceu as seguintes políticas, entre outras: Política de Gente e Gestão, Política de Relacionamento com Investidores, Política de Compras (Suprimentos), Política de Controladoria



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

(Contabilidade e Tributário/Fiscal), Política de Vendas, Política de Tecnologia da Informação, Política de Incorporação, Política de Construção, Política de Contas a Pagar, Política de Contas a Receber, Política de Tesouraria, Jurídico e de Crédito Imobiliário.

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

### **5.3. ALTERAÇÕES SIGNIFICATIVAS NOS PRINCIPAIS RISCOS DE MERCADO OU NA POLÍTICA DE GERENCIAMENTO DE RISCO EM RELAÇÃO AO ÚLTIMO EXERCÍCIO SOCIAL:**

No último exercício social não houve alterações significativas nos principais riscos de mercado ou no monitoramento de riscos adotado pela Companhia.

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

### **5.4. OUTRAS INFORMAÇÕES RELEVANTES:**

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

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****10.1.*****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, gerencia 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, são suficientes para atender o financiamento de suas atividades e cobrir sua necessidade de recursos, no mínimo, para os próximos 12 (doze) 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.

No quarto trimestre de 2011, promovemos uma revisão detalhada das operações da Companhia e de suas controladas e da sua estratégia de atuação. Como resultado dessa revisão, as seguintes mudanças foram implementadas:

- Estabelecimento de uma nova estrutura organizacional dividida por marcas nomeando responsáveis pelas respectivas estruturas;
- Redução temporária das operações da marca Tenda, até que possamos operar de forma eficiente dentro do fundamento deste segmento, i.e., produção com custos competitivos (utilizando tecnologia de forma de alumínio) e repasse imediato logo após a venda, dos clientes para instituição financeira;
- Aumento dos investimentos na marca Alphaville, por ser o segmento mais rentável do nosso portfólio de produtos; e
- Direcionamento da marca Gafisa no mercado de São Paulo e Rio de Janeiro.

Como consequência desta revisão e da nova estrutura implementada, uma série de medidas foram tomadas:

- Revisão detalhada de todos os orçamentos de custo das obras em andamento;
- Revisão da totalidade da carteira de clientes da Construtora Tenda S.A. no sentido de confirmar o enquadramento dos mesmos às exigências das instituições financeiras; e
- Análise da recuperabilidade dos terrenos localizados em regiões não prioritárias.

Por conta dessas mudanças e revisões realizadas, a Companhia registrou ajustes e provisões da ordem de 33,4% do Patrimônio líquido, equivalentes a R\$738,649 milhões no exercício de 2011 e R\$150,900 milhões no exercício de 2010. Tais ajustes e provisões não causaram impacto na posição de liquidez da Companhia e não devem impactar sua capacidade de honrar os compromissos, pelos seguintes motivos:

- A Companhia possui R\$983,660 milhões de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários, aplicações caucionadas e créditos restritos em 31 de dezembro de 2011;

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

- A Companhia possui capital circulante líquido, pós-classificação de obrigações financeiras para o curto prazo (devido ao rompimento das cláusulas restritivas dos *covenants*, já renegociadas) de 1,5 vez, excluindo a obrigação reclassificada seria de 2,5 vezes;
- A Companhia possui recebíveis de unidades entregues em torno de R\$300 milhões; e

A Companhia possui linhas de crédito para financiamento imobiliário de R\$2,2 bilhões.

**b) estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas**

O patrimônio líquido da Companhia, em 31 de dezembro de 2011, era de R\$2,7 bilhões, um decréscimo de 25%, ou R\$899 milhões, em relação a 31 de dezembro de 2010. Esta redução deve-se principalmente aos ajustes de R\$889,5 milhões, sendo 31% de Gafisa e 69% de Tenda, distribuídos entre o ano de 2010 e 2011, sendo 81% contabilizados em 2011 e 19% contabilizado em 2010.

Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$983,660 milhões. Na mesma data, a dívida líquida somada às obrigações com investidores totalizava R\$3,2 bilhões e o índice dívida líquida e obrigações com investidores sobre patrimônio líquido e minoritários era de 118,1% comparado a 68,6% em 31 de dezembro de 2010.

O patrimônio líquido da Companhia, em 31 de dezembro de 2010, era de R\$3,6 bilhões, um acréscimo de 52%, ou R\$1,2 bilhões, em relação a 31 de dezembro de 2009. Deste aumento, R\$1,1 bilhão deve-se ao aumento de capital decorrente da oferta pública de ações ordinárias concluída em março de 2010, e R\$246,6 milhões foram provenientes do lucro do exercício e R\$98,8 milhões referente a distribuição de dividendos.

Em 31 de dezembro de 2010, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$1,2 bilhão. Na mesma data, a dívida líquida somada às obrigações com investidores totalizava R\$2,5 bilhão e o índice dívida líquida e obrigações com investidores sobre patrimônio líquido e minoritários era de 68,6% comparado a 84,3% em 31 de dezembro de 2009.

O patrimônio líquido da Companhia, em 31 de dezembro de 2009, era de R\$2,3 bilhões, um acréscimo de 44%, ou R\$713,2 milhões, em relação a 31 de dezembro de 2008. Deste aumento, R\$213,5 milhões foram provenientes do lucro do exercício. Em 31 de dezembro de 2007, o patrimônio líquido da Companhia era de R\$1,5 bilhão.

Em 31 de dezembro de 2009, a Companhia tinha uma posição de caixa de R\$1,4 bilhões. Na mesma data, a dívida líquida somada às obrigações com investidores totalizava R\$2,0 bilhões e o índice dívida líquida e obrigações com investidores sobre patrimônio líquido e minoritários era de 84,3% comparado a 59,8% em 31 de dezembro de 2008.

Não há hipóteses de resgate de ações de emissão da Companhia além das legalmente previstas.

**c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos**

No ano de 2008, efetuamos a emissão da quinta série de debêntures da Companhia captando R\$250 milhões para a Companhia, aplicamos grande parte dos recursos captados no exercício anterior, e em virtude da crise financeira que atingiu os principais mercados mundiais. Em 31 de dezembro de 2008, apresentamos uma dívida líquida somada às obrigações com investidores de R\$1.247 milhões, representando 59,8% do patrimônio líquido e minoritários nesta data.

No ano de 2009, efetuamos a emissão da sexta e sétima série de debêntures da Companhia captando R\$250 milhões e R\$600 milhões respectivamente para a Companhia. Em 31 de dezembro de 2009, apresentamos uma dívida líquida somada às obrigações com investidores de R\$2.009 milhões, representando 84,3% do patrimônio líquido e minoritários nesta data.

Em março de 2010, efetuamos a emissão de ações captando aproximadamente R\$1 bilhão. Em novembro de 2010 efetuamos a oitava emissão de debêntures da Companhia captando R\$300 milhões. Em 31 de dezembro de 2010, apresentamos uma dívida líquida somada às obrigações com investidores de R\$2,493

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

milhões, representando 68,6% do patrimônio líquido e minoritários nesta data.

No ano de 2011 captamos cerca de R\$840 milhões, sendo R\$230 milhões por meio de Notas Promissórias Comerciais, R\$530 milhões via CCB-I e R\$80 milhões através da constituição de usufruto oneroso sobre os dividendos de controladas. Em 31 de dezembro de 2011, apresentamos uma dívida líquida, acrescida das obrigações com investidores, de R\$3,245 milhões, representando 118,1% do patrimônio líquido e minoritários na mesma data.

Dessa forma, nosso patrimônio líquido apresentou índice de cobertura de 0,85 vezes a nossa dívida líquida. Isso significa que a cada R\$1,00 de dívida líquida temos R\$0,85 de patrimônio líquido para a cobertura desse saldo. Desta forma, acreditamos que os recursos existentes e nossa geração de caixa operacional serão suficientes para atender nossas necessidades de liquidez e a nossos compromissos financeiros já contratados.

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

Quando apropriado, a Companhia incorre em endividamento junto ao SFH, o qual oferece taxas de juros menores do que o mercado privado, cuja amortização se dá através da transferência dos recebíveis dos clientes aos bancos. Os diretores pretendem que a Companhia continue com sua estratégia de manutenção de baixos índices de dívida, constituídos principalmente das operações com o SFH, debêntures com a Caixa Econômica Federal ou das operações de longo prazo.

As operações da Companhia são financiadas principalmente através da contratação de financiamento imobiliário, securitização de recebíveis e, de forma mais relevante, pelos fluxos de caixa gerados pelas suas operações. Se necessário e em conformidade com as demandas de mercado, a Companhia realiza financiamento de longo prazo para a venda de seus empreendimentos.

Adicionalmente, a Companhia utiliza recursos provenientes de emissão de debêntures como fonte de capital de giro (maiores detalhes sobre as emissões de debêntures da Companhia estão descritos no Item 18.5).

Ainda, a fim de minimizar a necessidade de capital de giro e maximizar o retorno, a Companhia repassa aos bancos e vende ao mercado a carteira de recebíveis de suas unidades já concluídas.

Em 2009, além das operações junto ao SFH, capital de giro e recursos provenientes de emissão de debêntures, a Companhia utilizou ainda a venda dos recebíveis de unidades concluídas, obtendo com esta operação recursos líquidos no montante de R\$139 milhões.

Em 2010, a Companhia novamente utilizou como fontes de financiamento as operações junto ao SFH, capital de giro e recursos provenientes de emissão de debêntures.

Em 2011, a Companhia utilizou como fontes de financiamento as operações junto ao SFH, capital de giro e recursos provenientes de emissão de Notas Promissórias.

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 não possui nenhuma linha aprovada para novas contratações de capital de giro, pois todo o limite que possui está tomado. Contudo, isto 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. Atualmente, o perfil do financiamento para capital de giro da Companhia é composto, principalmente, por debêntures, cédulas de crédito bancário (CCB) e Notas Promissórias (NP). Para maiores informações acerca do endividamento da Companhia, vide notas explicativas 10 e 11 das Demonstrações Financeiras Padronizadas e Item 10.1(f) do Formulário de Referência.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****f) níveis de endividamento e características das dívidas**

Em 31 de dezembro de 2011:

| R\$ 000                  | Total     | Até Dez/2012 | Até Dez/2013 | Até Dez/2014 | Até Dez/2015 | Após 2016 |
|--------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| Debêntures               | 1.899.200 | 1.899.200    |              |              |              |           |
| SFH                      | 684.642   | 287.550      | 136.928      | 74.763       | 92.016       | 93.385    |
| Capital de giro          | 1.171.967 | 480.506      | 351.590      | 138.225      | 192.203      | 9.443     |
| Dívida total consolidada | 3.755.809 | 2.667.256    | 488.518      | 212.988      | 284.219      | 102.828   |
| % Total                  |           | 71%          | 13%          | 6%           | 8%           | 3%        |

| Composição da dívida |  | R\$ mil   | %      |
|----------------------|--|-----------|--------|
| Debêntures           |  | 1.899.200 | 50,57% |
| Bradesco             |  | 601.996   | 16,03% |
| Votorantim           |  | 252.622   | 6,73%  |
| HSBC                 |  | 245.476   | 6,54%  |
| Banco do Brasil      |  | 244.294   | 6,50%  |
| Outros               |  | 512.221   | 13,64% |

Em 31 de dezembro de 2010:

| R\$ 000                  | Total     | Até Dez/2011 | Até Dez/2012 | Até Dez/2013 | Até Dez/2014 | Após 2015 |
|--------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| Debêntures               | 1.879.932 | 26.532       | 272.557      | 722.557      | 558.708      | 299.578   |
| SFH                      | 745.707   | 548.303      | 156.760      | 40.644       | -            | -         |
| Capital de giro          | 664.471   | 249.600      | 88.405       | 79.268       | 247.198      | -         |
| Dívida total consolidada | 3.290.110 | 824.435      | 517.722      | 842.469      | 805.906      | 299.578   |
| % Total                  |           | 25%          | 16%          | 26%          | 24%          | 9%        |

| Composição da dívida |  | R\$ mil   | %      |
|----------------------|--|-----------|--------|
| Debêntures           |  | 1.879.932 | 57,14% |
| Itaú Unibanco        |  | 383.314   | 11,65% |
| Santander            |  | 246.500   | 7,49%  |
| Mercado              |  | 307.810   | 9,36%  |
| Votorantim           |  | 222.450   | 6,76%  |
| Banco do Brasil      |  | 113.625   | 3,45%  |
| Outros               |  | 136.479   | 4,15%  |

Em 31 de dezembro de 2009:

| (R\$000)                 | Total     | Até Dez/2010 | Até Dez/2011 | Até Dez/2012 | Até Dez/2013 | Após Dez/2013 |
|--------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Debêntures               | 1.918.377 | 122.377      | 346.000      | 275.000      | 725.000      | 450.000       |
| SFH                      | 467.019   | 269.986      | 168.737      | 23.536       | 4.760        | -             |
| Capital de giro          | 736.736   | 408.326      | 244.846      | 48.318       | 35.246       | -             |
| Dívida total consolidada | 3.122.132 | 800.689      | 759.583      | 346.854      | 765.006      | 450.000       |
| % Total                  |           | 26%          | 24%          | 11%          | 25%          | 14%           |

| Composição da dívida |  | R\$ mil   | %     |
|----------------------|--|-----------|-------|
| Debêntures           |  | 1.918.378 | 61,4% |
| Itaú Unibanco        |  | 545.458   | 17,5% |
| Votorantim           |  | 111.814   | 3,6%  |
| Banco do Brasil      |  | 107.269   | 3,4%  |
| HSBC                 |  | 103.916   | 3,3%  |
| ABN Amro Real        |  | 93.179    | 3,0%  |
| Outros               |  | 242.119   | 7,8%  |

O endividamento da Companhia em 31 de dezembro de 2009 aumentou para R\$3,122 bilhões principalmente pela emissão de novas debêntures contratadas durante o ano de 2009.

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

O endividamento da Companhia em 31 de dezembro de 2010 aumentou para R\$3,290 bilhões principalmente pela emissão da nova debênture durante o ano de 2010.

O endividamento da Companhia em 31 de dezembro de 2011 aumentou para R\$3,756 bilhões principalmente pela emissão de novas cédulas de crédito bancário (CCB). Dentre as métricas utilizadas pela Companhia para avaliar o nível de endividamento, uma das principais é o nível de dívida líquida em relação ao patrimônio líquido. Em 31 de dezembro de 2010 esse indicador atingiu 68,6%, aumentando para 118,1% no final de dezembro de 2011. Esse aumento reflete o consumo de caixa do período que foi parcialmente financiado pela emissão de novas dívidas. O objetivo de longo prazo da companhia é manter esse índice abaixo de 70%.

Com relação ao endividamento da Companhia decorrente de emissão de debêntures, favor verificar o item 18.5 abaixo.

**g) limites de utilização dos financiamentos já contratados**

Ao longo dos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2009, 2010 e também para o período findo em 31 de dezembro de 2011, os financiamentos contratados pela Companhia à construção advinda dos maiores bancos brasileiros para a Companhia no âmbito do SFH possuem seus recursos destinados exclusivamente para utilização nas obras dos respectivos empreendimentos. Os recursos são liberados conforme avanço físico-financeiro das obras.

A posição de linhas de financiamentos no âmbito SFH em dezembro de 2009 somavam R\$1,2 bilhões com um saldo devedor de R\$467 milhões, e em 2010 as linhas de financiamento no âmbito SFH somavam R\$2,4 bilhões com um saldo devedor de R\$745,7 milhões.

Em 31 de dezembro de 2011 a posição de linhas de financiamentos no âmbito SFH era de R\$2,2 bilhões com um saldo devedor de R\$684,6 milhões.

A Companhia não é signatária de instrumentos financeiros com exposição à variação cambial.

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

|   | <b>2011</b>            | <b>2010</b>      | <b>2009</b>      |
|---|------------------------|------------------|------------------|
|   | <b>(reapresentado)</b> |                  |                  |
| Receita operacional bruta   |                        |                  |                  |
| Incorporação e venda de imóveis e permuta                           | 3.441.279              | 3.834.230        | 3.096.881        |
| Provisão para distratos   | (301.394)              | (182.832)        |                  |
| Prestação de serviços de construção                                 | 29.607                 | 24.289           | 47.999           |
| Deduções da receita bruta   | (228.986)              | (272.637)        | (108.523)        |
| <b>Receita operacional líquida</b>                                  | <b>2.940.506</b>       | <b>3.403.050</b> | <b>3.036.357</b> |
| Custos operacionais   |                        |                  |                  |
| Incorporação e venda de imóveis                                     | (2.678.338)            | (2.460.918)      | (2.143.762)      |
| <b>Lucro Bruto Operacional</b>                                      | <b>262.168</b>         | <b>942.132</b>   | <b>892.595</b>   |
| (Despesas) receitas Operacionais                                    |                        |                  |                  |
| Despesas com vendas   | (393.181)              | (266.660)        | (240.232)        |
| Despesas gerais e administrativas                                   | (251.458)              | (236.754)        | (233.129)        |
| Resultado de equivalência patrimonial                               | -                      | -                | -                |
| Depreciação e amortização   | (83.428)               | (33.816)         | (34.170)         |
| Outros  | (34.540)               | (12.173)         | (92.884)         |
| Despesas com redução ao valor recuperável de ativos não financeiros | (102.485)              | -                | -                |
| <b>Lucro bruto antes das receitas e despesas financeiras</b>        | <b>(602.924)</b>       | <b>392.729</b>   | <b>291.780</b>   |
| <b>Despesas financeiras</b>   | <b>(252.876)</b>       | <b>(210.202)</b> | <b>(240.572)</b> |



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

|  |                  |                 |                 |
|--|------------------|-----------------|-----------------|
| Receitas financeiras   | 92.973           | 128.085         | 129.566         |
| Lucro antes do imposto de renda e contribuição social e de acionistas não controladores  | <b>(762.827)</b> | <b>310.612</b>  | <b>180.774</b>  |
| Despesa com imposto de renda e contribuição social corrente                              | (73.207)         | (11.834)        | (20.147)        |
| (Despesa) receita com imposto de renda e contribuição social diferido                    | (69.155)         | (10.294)        | (17.665)        |
| Total de (despesas) receitas com impostos  | <b>(142.362)</b> | <b>(22.128)</b> | <b>(37.812)</b> |
| Lucro líquido antes da participação de acionistas não controladores                      | <b>(905.189)</b> | 288.484         | 142.962         |
| (-) Lucro líquido do exercício atribuível à participação de acionistas não controladores | <b>(39.679)</b>  | (23.919)        | (41.222)        |
| Lucro líquido do exercício   | <b>(944.868)</b> | <b>264.565</b>  | <b>101.740</b>  |

**Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2011 comparados com 2010****Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços**

A receita bruta de serviços de construção aumentou 22%, passando de R\$24,3 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2010 para R\$30 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2011. A receita bruta gerada pela Incorporação e venda de imóveis e permuta totalizou R\$3,8 bilhões no exercício findo em 2011, uma diminuição de R\$393 milhões ou 10,2% em comparação ao mesmo período de 2010, quando a receita bruta total totalizou R\$3,2 bilhões, refletindo o impacto dos custos elevados do período, principalmente relacionados à Construtora Tenda S.A., bem como a reversão de receitas dos distratos realizados no período.

**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 16%, passando de R\$273 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2010 para R\$229 milhões no exercício de 2011. Essa diminuição deve-se principalmente à queda da receita, decorrente do menor volume de vendas no período.

**Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços**

A receita líquida de vendas e/ou serviços diminuiu 14%, passando de R\$3,4 bilhões no exercício de 2010 para R\$2,9 bilhões no exercício de 2011. Essa queda deve-se principalmente aos ajustes de R\$739 milhões (Gafisa 23% e Tenda 77%). Os resultados para 2011 foram impactados principalmente pelos seguintes fatores: (i) revisão de custos da Companhia e da Construtora Tenda S.A. (R\$213,7 milhões e R\$227,2 milhões, respectivamente); (ii) distratos efetuados no 4º trimestre de 2011 da Construtora Tenda S.A. (ajuste de prejuízo bruto de R\$91 milhões); (iii) provisão para devedores duvidosos da Construtora Tenda S.A. (ajuste de despesa operacional de R\$105 milhões); (iv) provisão para distratos da Construtora Tenda S.A. (ajuste de prejuízo bruto de R\$80 milhões); (v) *impairment* de ativos da Companhia e da Construtora Tenda S.A. (total de ajustes de R\$52,9 milhões e R\$68,5 milhões, respectivamente); (vi) provisão de multa por atraso de obras do segmento Gafisa e do segmento Tenda (total de ajustes de R\$12,7 milhões e R\$38,5 milhões, respectivamente); e (vii) cancelamentos de projetos da Construtora Tenda S.A. (total de ajustes de R\$17,5 milhões).

**Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel**

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2011 totalizaram R\$2,8 bilhões, um aumento de 9% em comparação com R\$2,5 bilhões no exercício de 2010. Essa elevação deve-se

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

ao maior volume de projetos em construção.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2011 foi R\$262 milhões, representando uma queda de 72% em comparação com o lucro de R\$942 milhões em relação ao exercício de 2010. Essa queda pode ser atribuída principalmente a custos operacionais mais elevados e uma receita bruta menos acentuada no ano de 2011. No exercício de 2011, a margem bruta das atividades da Companhia declinou para 9%, comparado a 28% em 2010. Essa forte queda deve-se ao maior reconhecimento de margens menores proveniente de projetos recentes.

*Despesas com Vendas*

As despesas com vendas no ano de 2011 totalizaram R\$393 milhões, representando um aumento de 47% em comparação com R\$267 milhões no ano de 2010. As despesas com vendas no exercício de 2011 representaram 13,4% da sua receita operacional líquida, ante 7,4% no exercício de 2010, demonstrando uma diminuição da eficiência operacional, em função principalmente da provisão para devedores duvidosos de R\$87 milhões, registrados como despesas adicionais. Se excluirmos esse valor, as despesas com vendas totalizaram R\$124 milhões, um aumento de 15% sobre 2010.

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

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$251 milhões no exercício de 2011 em relação a R\$237 milhões no exercício de 2010, um aumento de 6%, ou R\$14,7 milhões, abaixo da inflação (IPCA - 6,5%) no mesmo período. Essas despesas são compostas por despesas com participação dos funcionários e administradores e demais despesas administrativas.

*Depreciação e Amortização*

A depreciação e amortização verificadas durante o exercício de 2011 totalizaram R\$83 milhões, apresentando um aumento comparado com os R\$34 milhões verificados em 2010. Depreciações dos stands de vendas representaram 6% das despesas no período.

*Demais Despesas Operacionais*

Em 2011, nossos resultados refletiram um impacto negativo de R\$79,2 milhões, em comparação com R\$18,9 milhões em 2010, principalmente devido a um maior nível de provisões para contingências no último trimestre do ano, refletindo uma postura mais conservadora e uma baixa contábil de R\$57,9 milhões (Construtora Tenda S.A.) e R\$37,9 milhões (Gafisa) nas despesas relacionadas a uma avaliação para baixo do banco de terrenos, como resultado da estratégia de redução da expansão geográfica da Companhia.

*Receitas Financeiras*

As receitas financeiras diminuíram para R\$93 milhões no exercício de 2011 em comparação com R\$128 milhões em 2010, devido a uma posição menor de caixa. A diferença pode ser explicada pela diminuição de 27% nas receitas financeiras.

*Despesas Financeiras*

As despesas financeiras líquidas totalizaram R\$253 milhões em 2011, em comparação com despesas financeiras líquidas de R\$210 milhões em 2010, um aumento de 20% devido ao maior nível de alavancagem e, conseqüentemente, despesas com juros.

*Provisão para IR e Contribuição Social e IR Diferido*

A contribuição social e o imposto de renda no exercício de 2011 totalizaram despesas no montante de R\$142 milhões, 543% mais elevado do que no exercício de 2010, em que o imposto de renda e a contribuição social totalizaram R\$69 milhões. Nos exercícios de 2011 e 2010, as alíquotas efetivas combinadas do imposto de renda e da contribuição social, calculadas como uma porcentagem da renda antes do imposto de renda, foram de 20,5% e 7,2%, respectivamente. Essa variação deve-se à provisão de perda integral constituída sobre os

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

ativos diferidos devido à não realização do ativo de imposto de renda e contribuição social diferidos.

*Participação de Acionistas Não-Controladores*

O aumento da participação de acionistas não-controladores (minoritários em subsidiárias nas quais a Companhia detém investimento) de R\$24 milhões em 2010 para R\$40 milhões em 2011, um crescimento de 66% comparado com o ano anterior.

*Lucro Líquido (Prejuízo)*

O prejuízo no exercício de 2011 foi de R\$945 milhões, o que representa um declínio de 457% em comparação com o exercício de 2010 quando o lucro foi de R\$265 milhões.

Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2010 comparados com 2009

*Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços*

A receita bruta de prestação de serviços de construção diminuiu 24%, passando de R\$48 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2009 para R\$24 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2010. A receita bruta gerada pela incorporação e venda de imóveis e permuta física totalizou R\$3,8 bilhões no exercício findo em 2010, um aumento de R\$737 milhões ou 24% em comparação ao mesmo período de 2009, quando a receita gerada da venda de imóveis e permuta física totalizou R\$3,1 milhões, refletindo o crescimento geral do mercado imobiliário no Brasil e a consolidação dos resultados de Construtora Tenda S.A..

*Deduções da Receita Bruta – Impostos sobre Vendas Imóveis*

As deduções da receita bruta aumentaram 152%, passando de R\$108 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2009 para R\$273 milhões no exercício de 2010. Esse aumento deve-se principalmente ao aumento da receita, decorrente do maior volume de vendas no período. Os impostos sobre vendas de imóveis e serviços no valor de R\$108,5 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2009 aumentaram por conta do aumento do maior volume de negócios da Companhia.

*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços aumentou 13%, passando de R\$3,0 bilhões no exercício de 2009 para R\$3,4 bilhões no exercício de 2010. Essa elevação deve-se principalmente ao maior reconhecimento de receita no período, provenientes de um sólido desempenho de vendas, tanto de projetos lançados quanto de estoques, e de um ritmo forte de construção.

*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2010 totalizaram R\$2,5 bilhões, um aumento de 15% em comparação com R\$2,1 bilhões no exercício de 2009. Essa elevação deve-se ao grande volume de construções em andamento durante 2010, se comparado com o volume de 2009. Os custos com terrenos e permuta física passaram a representar 12,3% do total de custos operacionais no exercício de 2010, frente a 11,3% em 2009. Os custos de construção e incorporação passaram a representar 87,1% do total de custos operacionais do exercício de 2010, enquanto representaram 81,8% no exercício de 2009. Estas variações deveram-se, principalmente, ao aumento da operação ao longo do ano.

Os custos de incorporação e vendas de imóvel, como porcentagem da receita operacional líquida, representam 74% em 2010 comparado com 71% em 2009, basicamente devido ao maior volume de vendas.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2010 foi R\$942 milhões, representando um aumento de 7% em comparação

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

com o lucro de R\$879 milhões em relação ao exercício de 2009. Essa elevação pode ser atribuída principalmente a uma receita operacional bruta mais elevada derivada de atividades mais expressivas no ano de 2010. No exercício de 2010, a margem bruta das atividades da Companhia diminuiu para 28% comparado a 29% em 2009. Essa estabilidade deve-se ao menor reconhecimento de margens proveniente de projetos recentes da companhia.

*Despesas com Vendas*

As despesas com vendas no ano de 2010 totalizaram R\$267 milhões, representando um aumento de 18% em comparação com R\$240 milhões no ano de 2009. Esse aumento reflete (i) o aumento do volume de vendas e lançamentos da companhia e (ii) o marketing ativo da Companhia e sua estratégia de crescimento por meio de diversificação geográfica e de segmento de renda. As despesas com vendas no exercício de 2010 representaram 7,5% da sua receita operacional líquida ante 7,9% no exercício de 2009, demonstrando um aumento da eficiência operacional.

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

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$237 milhões no exercício de 2010 em relação a R\$233 milhões no exercício de 2009, um aumento de 2%, ou R\$4 milhões. Essas despesas são compostas por despesas com participação dos funcionários e administradores e demais despesas administrativas.

*Depreciação e Amortização*

A depreciação e amortização verificadas durante o exercício de 2010 totalizaram R\$34 milhões, permanecendo estável em comparação com R\$34 milhões verificados em 2009. Depreciações dos stands de vendas representaram 60% das despesas no período.

*Demais Despesas Operacionais*

As outras despesas operacionais relativas ao exercício de 2010 totalizaram um valor negativo de R\$12 milhões frente a R\$93 milhões de 2009, uma diminuição de 87% em relação ao ano anterior. O valor de despesas ao longo de 2010 foi reduzido, pois, em 2009 houve um registro de provisão para contingências em processos que a Companhia foi citada como sucessora em ações de execução em que a devedora original é uma antiga acionista da Companhia, Cimob Companhia Imobiliária, no valor de R\$65,8 milhões. 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.

*Receitas Financeiras*

As receitas financeiras permaneceram estáveis em R\$128 milhões no exercício de 2010 em comparação com R\$130 milhões em 2009, devido principalmente aos juros recebidos sobre os saldos de caixa médio ter sido próximo ao ano anterior.

*Despesas Financeiras*

As despesas financeiras durante o exercício de 2010 totalizaram R\$210 milhões frente a despesas financeiras de R\$240 milhões no exercício de 2009. Essa redução deve-se a maior capitalização de juros a serem alocados nos custos operacionais, realizada ao longo do ano, o que foi parcialmente compensado pelo maior endividamento médio ao longo de 2010.

*Provisão para IR e Contribuição Social e IR Diferido*

A contribuição social e o imposto de renda no exercício de 2010 totalizaram R\$20 milhões, o que é 41% mais baixo do que no exercício de 2009, em que o imposto de renda e a contribuição social totalizaram R\$11 milhões. Nos exercícios de 2010 e 2009, as alíquotas efetivas combinadas do imposto de renda e da contribuição social, calculadas como uma porcentagem da renda antes do imposto de renda, foram de 7% e 20,9%, respectivamente. Esse resultado deve-se à otimização do planejamento fiscal que maximizou a redução das obrigações tributárias, resultando na redução do saldo de imposto diferido provisionado no balanço da Companhia.

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

As alíquotas efetivas combinadas durante esses períodos foram menores do que a alíquota fiscal combinada correspondente a 34%, uma vez que algumas subsidiárias sob controle conjunto calcularam seus impostos sob o regime de lucro presumido.

### *Participação de Acionistas Não-Controladores*

A redução da participação de acionistas não-controladores (minoritários em subsidiárias nas quais a Companhia detém investimento) de R\$41 milhões em 2009 para R\$24 milhões em 2010, deve-se principalmente ao aumento de participação em uma de nossa subsidiária no ano de 2010, a Alphaville Urbanismos S.A..

### *Lucro Líquido*

O lucro líquido no exercício de 2010 foi R\$265 milhões, o que representa um aumento de 160% em comparação com o exercício de 2009 quando o lucro foi de R\$102 milhões.

### Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2011 comparados com 2010 – Por Segmento de Atuação

|                             | <b>Gafisa (i)</b> | <b>Tenda</b> | <b>AUSA</b> | <b>Total 2011</b> |
|-----------------------------|-------------------|--------------|-------------|-------------------|
| Receita operacional líquida | 1.821.925         | 445.982      | 672.599     | 2.940.506         |
| Custo operacional           | (1.601.727)       | (725.459)    | (351.152)   | (2.678.338)       |
| Lucro bruto operacional     | 220.198           | (279.477)    | 321.447     | 262.168           |

  

|                             | <b>Gafisa (i)</b> | <b>Tenda</b>    | <b>AUSA</b>     | <b>Total 2010</b> |
|-----------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
|                             | (reapresentado)   | (reapresentado) | (reapresentado) | (reapresentado)   |
| Receita operacional líquida | 1.894.498         | 1.235.226       | 446.964         | 3.576.688         |
| Custo operacional           | (1.477.751)       | (905.629)       | (251.176)       | (2.634.556)       |
| Lucro bruto operacional     | 416.747           | 329.597         | 195.788         | 942.132           |

(i) Inclui todas as subsidiárias, exceto Construtora Tenda S.A. e Alphaville Urbanismo S.A.

### Companhia – Segmento Gafisa

#### *Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços diminuiu 3,4%, passando de R\$1,9 bilhões no exercício de 2010 para R\$1,8 bilhões no exercício de 2011. O menor faturamento está relacionado à reversão de receitas de R\$214 milhões, por conta dos ajustes de custo. O segmento Gafisa foi responsável por 23% do total dos ajustes de custos da Companhia. Em 2011, o segmento Gafisa foi responsável por 62% 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 2011 totalizaram R\$1,6 bilhões, um aumento de 8,4% em comparação com R\$1,5 bilhões no exercício de 2010. Este aumento deve-se principalmente um *impairment* de despesas de desenvolvimento relacionadas com o processo de aquisição de terras da Companhia de R\$15 milhões reconhecidos como custos perdidos. O declínio reflete também uma revisão de custos de orçamento que levou a uma reversão de receita de R\$161 milhões na Companhia, referentes a construções administradas por terceiros e regiões descontinuadas.

#### *Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2011 foi R\$220 milhões, representando um declínio de 47% em comparação com o lucro de R\$417 milhões no exercício de 2010. A queda no lucro bruto é essencialmente atribuída a um estouro de custos, dos quais 60% são pertinentes às construções de terceiros e 27% de praças descontinuadas. Em 2011, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos da Companhia reduziu para 12% em comparação aos 22% no mesmo período em 2010.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Construtora Tenda S.A.*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços no exercício de 2011 totalizou R\$446 milhões, em relação a R\$1,0 bilhões no exercício anterior, uma queda de 58% quando comparado com o ano anterior. Em 2011, a Construtora Tenda S.A. foi responsável por 15% da receita líquida consolidada. Os principais motivos pela queda foram (i) o estouro de custo de R\$227 milhões; (ii) um ajuste de R\$35 milhões em projetos cancelados; (iii) uma perda de receita de R\$284 milhões em distratos efetivos; (iv) um custo de R\$35 milhões relacionado as multas por atraso de entrega de obra; e (v) um *impairment* de R\$51 milhões. O total de ajustes do segmento foi responsável por 77% do total dos ajustes da Companhia.

*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2011 totalizaram R\$725,5 milhões, em comparação com R\$906 milhões em 2010, um aumento de 20% comparado ao ano anterior. Esse aumento deve-se a (i) provisão de distratos de R\$159 milhões impactando as despesas de vendas; (ii) um custo de R\$23 milhões em projetos cancelados; (iii) um custo de R\$193 milhões em distratos efetivos; (iv) um custo de R\$35 milhões de penalidades de projetos em atraso; e (v) e um *impairment* de R\$58 milhões.

*Resultado Bruto*

O prejuízo bruto no exercício de 2011 em comparação a 2010 foi R\$279 milhões e R\$330 milhões, respectivamente. Em 2010, as margens de vendas reduziram de 27% em 2010 para -63% em 2011, devido aos ajustes de estouro de custos, provisões para distratos, projetos cancelados, distratos efetivos, penalidades de projetos em atraso, e *impairments* conforme detalhado anteriormente.

Alphaville Urbanismo S.A.*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços aumentou 51%, passando para R\$446 milhões no exercício de 2011 de R\$1,1 bilhão no exercício de 2010. Essa elevação deve-se principalmente à grande demanda contínua dos imóveis da Alphaville Urbanismo S.A. e ao reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores. Em 2011, a Alphaville Urbanismo S.A. foi responsável por 21% 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 2011 totalizaram R\$351 milhões, um aumento de 40% em comparação com R\$251 milhões no exercício de 2010. Este aumento deve-se ao maior volume de construção em andamento durante 2011 em comparação a 2010.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2011 foi R\$322 milhões, representando um aumento de 64,2% em comparação com o lucro de R\$196 milhões no exercício de 2010. O aumento no lucro bruto é essencialmente atribuído à receita bruta mais alta oriunda do grande número de empreendimentos em execução. Em 2011, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos aumentou para 48% em comparação aos 44% no mesmo período em 2010. Essa elevação se deve a margens de vendas mais altas na medida em que reconhecemos as receitas provenientes de empreendimentos lançados em anos anteriores.

Resultados Operacionais referentes aos Exercícios Findos em 31 de Dezembro de 2010 comparados com 2009 – Por Segmento de Atuação

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

|                             | <b>Gafisa (i)</b> | <b>Tenda</b>    | <b>AUSA</b>     | <b>Total 2010</b> |
|-----------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
|                             | (reapresentado)   | (reapresentado) | (reapresentado) | (reapresentado)   |
| Receita operacional líquida | 1.894.498         | 1.235.226       | 446.964         | 3.576.688         |
| Custo operacional           | (1.477.751)       | (905.629)       | (251.176)       | (2.634.556)       |
| Lucro bruto operacional     | 416.747           | 329.597         | 195.788         | 942.132           |

  

|                             | <b>Gafisa (i)</b> | <b>Tenda</b>    | <b>AUSA</b>     | <b>Total 2009</b> |
|-----------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
|                             | (reapresentado)   | (reapresentado) | (reapresentado) | (reapresentado)   |
| Receita operacional líquida | 1.770.158         | 988.444         | 277.755         | <b>3.036.357</b>  |
| Custo operacional           | (1.297.036)       | (671.629)       | (175.097)       | (2.143.762)       |
| Lucro bruto operacional     | <b>473.122</b>    | <b>316.815</b>  | <b>102.658</b>  | <b>892.595</b>    |

(i) Inclui todas as subsidiárias, exceto Construtora Tenda S.A. e Alphaville Urbanismo S.A.

**Companhia – Segmento Gafisa**

*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços aumentou 8%, passando de R\$1,8 bilhões no exercício de 2009 para R\$1,9 bilhões no exercício de 2010. Essa elevação deve-se principalmente à grande demanda contínua pelos imóveis da Companhia e ao aumento do reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2010 totalizaram R\$1,5 bilhões, um aumento de 14% em comparação com R\$1,3 bilhões no exercício de 2009. Este aumento deve-se principalmente ao maior volume de construção em andamento durante 2010 em comparação a 2009.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2010 foi R\$417 milhões, representando um aumento de 13% em comparação com o lucro de R\$473 milhões no exercício de 2009. O aumento no lucro bruto é essencialmente atribuído à receita bruta mais alta oriunda do grande número de empreendimentos. Em 2010, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos da Companhia reduziu para 22% em comparação aos 27% no mesmo período em 2009. Essa redução deve-se principalmente a despesas de amortização mais altas decorrentes de juros capitalizados e a um mix menos lucrativo de unidades em execução provenientes do processo de diversificação geográfica ocorrido em anos anteriores, principalmente, de alguns projetos localizados no Rio de Janeiro.

**Construtora Tenda S.A.**

*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços no exercício de 2010 totalizou R\$1,1 bilhões, em relação a R\$988 milhões no exercício anterior. No ano de 2010 houve um aumento da demanda por imóveis da Construtora Tenda S.A., provenientes do aumento da demanda interna proporcionada pelo programa do governo federal “Minha Casa, Minha Vida”.

*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2010 totalizaram R\$906 milhões, em comparação com R\$672 milhões em 2009. Esse aumento deve-se ao crescimento contínuo do volume de unidades em construção da companhia ao longo dos anos.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2010 em comparação a 2009 foi R\$330 milhões e R\$317 milhões, respectivamente. Em 2009, as margens de vendas reduziram de 32,1% em 2010 para 26,7% em 2009, como consequência de um maior reconhecimento de receita de empreendimentos com margens menores, provenientes de produtos de safras anteriores a 2008.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Alphaville Urbanismo S.A.*Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços*

A receita líquida de vendas e/ou serviços aumentou 61%, passando de R\$278 milhões no exercício de 2009 para R\$448 milhões no exercício de 2010. Essa elevação deve-se principalmente à grande demanda contínua dos imóveis da Alphaville Urbanismo S.A. e ao reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

*Custos de Incorporação e Vendas de Imóvel*

Os custos de incorporação e vendas de imóvel e permuta física no exercício de 2010 totalizaram R\$251 milhões, um aumento de 43% em comparação com R\$175 milhões no exercício de 2009. Este aumento deve-se ao maior volume de construção em andamento durante 2010 em comparação a 2009.

*Resultado Bruto*

O lucro bruto no exercício de 2010 foi R\$196 milhões, representando um aumento de 90% em comparação com o lucro de R\$103 milhões no exercício de 2009. O aumento no lucro bruto é essencialmente atribuído à receita bruta mais alta oriunda do grande número de empreendimentos em execução. Em 2010, a margem bruta gerada pelas vendas de empreendimentos aumentou para 44% em comparação aos 37% no mesmo período em 2009. Essa elevação se deve a margens de vendas mais altas na medida em que reconhecemos as receitas provenientes de empreendimentos lançados em anos anteriores.

**BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO**

|  | <b>2011</b>            | <b>2010</b>      | <b>2009</b>            |
|--|------------------------|------------------|------------------------|
|  | <b>(reapresentado)</b> |                  | <b>(reapresentado)</b> |
| <b>Ativo</b>   |                        |                  |                        |
| <b>Ativo circulante</b>  |                        |                  |                        |
| Caixa e equivalentes de caixa  | 137.598                | 256.382          | 292.940                |
| Títulos e valores mobiliários, aplicações caucionadas e créditos restritos | 846.062                | 944.766          | 1.131.113              |
| Contas a receber de incorporação e serviços prestados                      | 3.962.574              | 3.704.709        | 2.008.464              |
| Imóveis a comercializar  | 2.049.084              | 1.707.892        | 1.332.374              |
| Demais contas a Receber e outros   | 111.072                | 178.305          | 108.791                |
| Despesas pagas antecipadamente e outros                                    | 73.532                 | 21.216           | 18.766                 |
| Imóveis destinados à venda   | 93.188                 |                  |                        |
| Instrumentos financeiros derivativos                                       | 7.735                  |                  |                        |
| <b>Total do ativo circulante</b>   | <b>7.314.358</b>       | <b>6.813.270</b> | <b>4.892.448</b>       |
| <b>Ativo não circulante</b>  |                        |                  |                        |
| <b>Realizável a longo prazo</b>  |                        |                  |                        |
| Contas a receber de incorporação e serviços prestados                      | 863.874                | 1.247.265        | 1.768.182              |
| Imóveis a comercializar  | 798.206                | 498.180          | 416.083                |
| Partes relacionadas  | 104.059                | 71.163           | 17.344                 |
| Demais contas a receber e outros   | 143.850                | 120.107          | 100.202                |
|  | 1.909.989              | 1.936.715        | 2.301.811              |
| <b>Investimentos em controladas</b>  |                        |                  |                        |
| Imobilizado  | 52.793                 | 68.977           | 56.476                 |
| Intangível   | 229.484                | 221.829          | 204.686                |
|  | 282.277                | 290.806          | 261.162                |



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

|  |                  |                         |                         |
|--|------------------|-------------------------|-------------------------|
| Total do ativo não circulante  | 2.192.266        | 2.227.521               | 2.562.973               |
| Total do ativo   | <b>9.506.624</b> | 9.040.791               | 7.455.421               |
|  | 2011             | 2010<br>(reapresentado) | 2009<br>(reapresentado) |
| Passivo e patrimônio líquido   |                  |                         |                         |
| Passivo circulante   |                  |                         |                         |
| Empréstimos e financiamentos   | 843.283          | 797.903                 | 678.312                 |
| Empréstimos e financiamentos - reclassificação do longo prazo  | 292.260          | 0                       |                         |
| Debêntures   | 303.239          | 26.532                  | 122.377                 |
| Debêntures - reclassificação do longo prazo  | 1.595.961        | 0                       | 0                       |
| Obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes  | 610.555          | 420.199                 | 475.409                 |
| Fornecedores de materiais e serviços   | 135.720          | 190.461                 | 194.331                 |
| Impostos e contribuições   | 250.578          | 230.888                 | 177.392                 |
| Salários, encargos sociais e participações   | 75.002           | 72.154                  | 61.320                  |
| Dividendos mínimos obrigatórios  | 11.774           | 102.767                 | 54.279                  |
| Provisão para demandas judiciais e compromissos  | 34.875           | 14.155                  | 11.266                  |
| Obrigações com investidores e outros   | 662.692          | 149.873                 | 205.657                 |
| Total do passivo circulante  | <b>4.815.939</b> | 2.004.932               | 1.980.343               |
| Passivo não circulante   |                  |                         |                         |
| Empréstimos e financiamentos   | 721.067          | 612.275                 | 525.443                 |
| Debêntures   | 0                | 1.853.399               | 1.796.000               |
| Obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes   | 177.135          | 177.860                 | 146.401                 |
| Imposto de renda e contribuição social diferidos   | 83.002           | 13.847                  | 3.553                   |
| Provisão para demandas judiciais e compromissos  | 134.914          | 124.537                 | 110.073                 |
| Obrigações com investidores e outros   | 827.473          | 621.768                 | 509.427                 |
| Total do passivo não circulante  | <b>1.943.591</b> | 3.403.686               | 3.090.897               |
| Patrimônio líquido   |                  |                         |                         |
| Capital social   | 2.734.157        | 2.729.198               | 1.627.275               |
| Ações em tesouraria  | -1.731           | (1.731)                 | (1.731)                 |
| Reserva de capital e de outorga de opções de ações   | 18.076           | 295.879                 | 318.439                 |
| Reservas de lucros   | -                | 547.403                 | 381.651                 |
| Lucros (Prejuízos) acumulados  | <b>(102.109)</b> | -                       | -                       |
|  | <b>2.648.473</b> | 3.570.749               | 2.325.634               |
| Participação de acionistas não controladores   | 98.621           | 61.423                  | 58.547                  |
| Total do patrimônio líquido  | <b>2.747.094</b> | 3.632.172               | 2.384.181               |
| Total do passivo e patrimônio líquido  | <b>9.506.624</b> | 9.040.791               | 7.455.421               |
| <b>Balanço Patrimonial referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2011 comparado com 2010</b> |                  |                         |                         |
| <b>Ativo Circulante</b>  |                  |                         |                         |
| <b>Disponibilidades – Caixa e Bancos, Aplicações Financeiras</b>                                     |                  |                         |                         |

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

Em 31 de dezembro de 2011, as disponibilidades da Companhia totalizaram R\$984 milhões, comparados a R\$1,2 bilhões em 31 de dezembro de 2010, uma redução de R\$217 milhões, ou 18%. Esta redução deve-se, principalmente ao consumo de caixa do período e amortização de dívida.

*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)                            | <b>Em 31 de dezembro de</b>            |              |              |
|--|--|--------------|--------------|
| Cientes de incorporação e venda de imóveis | <b>2011</b>                            | <b>2010</b>  | <b>2009</b>  |
|  | <b>(reapresentado) (reapresentado)</b> |              |              |
| Circulante                                 | 3.962                                  | 3.705        | 2.009        |
| Não circulante                             | 864                                    | 1.247        | 1.768        |
|  | <b>4.826</b>                           | <b>4.952</b> | <b>3.777</b> |

| (em R\$ milhão)                | <b>Em 31 de dezembro de</b>            |              |              |
|--------------------------------|--|--------------|--------------|
| Recebíveis a serem apropriados | <b>2011</b>                            | <b>2010</b>  | <b>2009</b>  |
|                                | <b>(reapresentado) (reapresentado)</b> |              |              |
|                                | <b>4.686</b>                           | <b>4.113</b> | <b>3.139</b> |

Total de recebíveis 9.512 9.065 6.916

| (em R\$ milhão)                                    | <b>Até 31 de dezembro de</b> |                |                |                |              |                  |
|--|------------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|------------------|
| Maturação dos recebíveis de 31 de dezembro de 2011 | Total                        | 2012           | 2013           | 2014           | 2015         | A partir de 2016 |
| <b>Total</b>                                       | <b>9.512,6</b>               | <b>3.962,6</b> | <b>3.220,9</b> | <b>1.418,4</b> | <b>224,3</b> | <b>686,5</b>     |

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de clientes por incorporação de imóveis totalizou R\$4,8 bilhões, comparado a R\$5,0 bilhões em 31 de dezembro de 2010. Esse declínio de 3% foi principalmente atribuído a um aumento significativo no distratos de clientes, já que clientes a receber retornam ao inventário. Em 2011, os recebíveis de serviços e construção foram de R\$11 milhões ante a R\$60 milhões em 2010, representando uma redução de 81%, devido ao término de algumas obras executadas para terceiros.

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:

|   | <b>31/12/2011</b>                      | <b>31/12/2010</b> | <b>31/12/2009</b> |
|---|--|-------------------|-------------------|
|   | <b>(reapresentado) (reapresentado)</b> |                   |                   |
| Terrenos  | 1.209.400                              | 854.652           | 744.200           |
| (-) Provisão realização de terrenos                                       | (50.049)                               | -                 | -                 |
| (-) Ajuste a valor presente   | (8.183)                                | (20.343)          | (11.962)          |
| Imóveis em construção   | 1.181.950                              | 924.066           | 895.085           |
| Custo de imóveis no reconhecimento da provisão para distratos (Nota 5(i)) | 394.830                                | 174.774           | -                 |
| Unidades concluídas   | 119.342                                | 272.923           | 121.134           |
|   | <b>2.847.290</b>                       | <b>2.206.072</b>  | <b>1.748.457</b>  |
| Parcela circulante  | 2.049.084                              | 1.707.892         | 1.332.374         |
| Parcela não circulante  | 798.206                                | 498.180           | 416.083           |

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de imóveis a comercializar, circulante e não circulante, totalizou R\$2.9 bilhões, comparados a R\$2.1 bilhões em 31 de dezembro de 2010. O aumento no saldo de imóveis a

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

comercializar deve-se principalmente ao aumento de unidades em construção e quantidade de terrenos. No final de 2011, 10% do inventário total refletia unidades terminadas, enquanto as unidades onde a construção é de até 30% completa representam 20% do inventário total. Continuamos a nos concentrar na redução de estoque acabado principalmente concentrada sob a marca Gafisa que representa 57% do total do estoque final.

*Demais contas a receber - Circulante*

O saldo das demais contas a receber da Companhia em 31 de dezembro de 2011 era de R\$111 milhões, 24% menor que o saldo do mesmo período de 2010. Esta queda ocorreu, principalmente, pela provisão para potencial distrato e cancelamentos de projetos por inviabilidade técnica ou financeira.

*Intangível*

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de intangíveis concluiu em R\$229 milhões frente a R\$222 milhões em 31 de dezembro de 2010. Amortizamos R\$10 milhões da CIPESA Empreendimentos Imobiliários S.A..

*Imposto de renda e contribuição social diferidos*

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2011 totalizou R\$80 milhões, um aumento de 94% sobre o saldo de R\$42 milhões verificado em 31 de dezembro de 2010. Os passivos estão sendo apresentados líquidos dos ativos. O aumento é devido aos impairments nos ativos.

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

Em 31 de dezembro de 2011, o total do endividamento da Companhia era de R\$1,8 bilhões, um incremento de 32% em relação ao saldo de R\$1,4 bilhões em 31 de dezembro de 2010. Este aumento foi gerado, principalmente, por empréstimos atrelados ao financiamento à construção, refletindo a capacidade da companhia em financiar seus projetos em andamento, aumentando o nível da alavancagem da Companhia.

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                 | 2011      | 2010      | 2009      |
| Cédula de Crédito Bancário - CCB   | 1,30% a 2,20% + CDI  | 937.019   | 664.471   | 736.736   |
| Notas Promissórias   | 25% a 126% do CDI    | 231.068   | -         | -         |
| Financiamento a Construção (SFH)   | TR + 8,3% até 12,68% | 684.642   | 745.707   | 467.019   |
| Assunção de dívidas decorrentes da incorporação de dívidas de controladas e outros | TR + 12%             | 3.881     | -         | -         |
|  |                      | 1.856.610 | 1.410.178 | 1.203.755 |
| Parcela circulante   |                      | 1.135.543 | 797.903   | 678.312   |
| Parcela não circulante   |                      | 721.067   | 612.275   | 525.443   |

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

Em 31 de dezembro de 2011, as obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes da Companhia totalizaram R\$788 milhões, um aumento de 32% em relação ao mesmo período de 2010. Desse total, 77%, ou R\$611 milhões, vencem no curto prazo. Os R\$177 milhões com vencimento de longo prazo correspondem integralmente à aquisição o de imóveis.

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*

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

|                        | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 |
|------------------------|------------|------------|------------|
| Parcela circulante     | 610.555    | 420.199    | 475.409    |
| Parcela não circulante | 177.135    | 177.860    | 146.401    |
| Total                  | 787.690    | 598.059    | 621.810    |

*Fornecedores de materiais e serviços*

O saldo de fornecedores de materiais e serviços em 31 de dezembro de 2011 era de R\$136 milhões, equivalente a uma diminuição de 29% sobre o saldo de 2010, no valor de R\$191 milhões. A redução desta obrigação deve-se a manutenção do volume de construções de empreendimentos imobiliários.

*Impostos e contribuições – Circulante*

O saldo de impostos e contribuições sociais (circulante) em 31 de dezembro de 2011 era de R\$251 milhões, o que corresponde a um aumento de 30% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2010 de R\$231 milhões. Este aumento reflete o aumento das operações da Companhia.

*Imposto de renda e contribuição social diferidos – circulante e não circulante*

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de imposto de renda e contribuição social diferidos, no passivo circulante e não circulante totaliza R\$83 milhões, um aumento de 499% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2010 de R\$14 milhões. Esta variação deve-se aos prejuízos relacionados a SPE e ao prejuízo líquido.

*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 Consolidado |
|---|------------------|-----------------------|------------------------|-------------------|
| Saldo em 31 de dezembro de 2010                 | 92.821           | 10.894                | 17.624                 | 121.339           |
| Complemento de provisão                         | 18.432           | 1.869                 | 16.354                 | 36.655            |
| Pagamentos e reversão de provisão não utilizada | (8.425)          | (655)                 | (10.222)               | (19.302)          |
| Saldo em 31 de dezembro de 2011                 | 102.828          | 12.108                | 23.756                 | 138.692           |
| Complemento de provisão                         | 22.874           | 4.379                 | 30.649                 | 57.902            |
| Pagamentos e reversão de provisão não utilizada | (11.525)         | (635)                 | (14.645)               | (26.805)          |
| Saldo em 31 de dezembro de 2011                 | 114.177          | 15.852                | 39.760                 | 169.789           |

Em 31 de dezembro de 2011, as provisões para contingências de processos cíveis incluem R\$114 milhões referentes a processos legais, 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. Algumas ações, no valor de R\$7 milhões, estão asseguradas por seguro garantia judicial, adicionalmente, há depósito judicial no montante de R\$64 milhões, decorrentes do bloqueio de contas bancárias da Companhia, e há também bloqueio de ações em tesouraria da Companhia para garantir a execução.

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

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

Companhia. A Companhia obteve, em alguns casos similares, êxito, conseguindo 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 2011 era de R\$574 milhões, um aumento de 137% em relação ao saldo de R\$242 milhões em 31 de dezembro de 2010. A variação do saldo deve-se principalmente a provisões de R\$135 milhões.

*Patrimônio Líquido*

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo do patrimônio líquido da Companhia era de R\$2,7 bilhões, uma queda de 25%, ou R\$3,6 milhões, em relação a 31 de dezembro de 2010.

*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 2010 comparado com 2009

Ativo Circulante

*Disponibilidades – Caixa e Bancos, Aplicações Financeiras*

Em 31 de dezembro de 2011, as disponibilidades da Companhia totalizaram R\$983,660 milhões, comparados a R\$1,2 bilhões em 31 de dezembro de 2010, uma redução de R\$217 milhões, ou 8%. Esta redução deve-se, principalmente ao consumo de caixa do período.

*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)                            | <b>Em 31 de dezembro de</b>            |              |                   |
|--|--|--------------|-------------------|
| Cientes de incorporação e venda de imóveis | <b>2010</b>                            | <b>2009</b>  | <b>01/01/2009</b> |
|  | <b>(reapresentado) (reapresentado)</b> |              |                   |
| Circulante                                 | 3.705                                  | 2.009        | 1.255             |
| Não circulante                             | 1.247                                  | 1.768        | 864               |
|  | <b>4.952</b>                           | <b>3.777</b> | <b>2.119</b>      |

| (em R\$ milhão)                | <b>Em 31 de dezembro de</b>            |              |                   |
|--------------------------------|--|--------------|-------------------|
| Recebíveis a serem apropriados | <b>2010</b>                            | <b>2009</b>  | <b>01/01/2009</b> |
|                                | <b>(reapresentado) (reapresentado)</b> |              |                   |
| Circulante                     | 2.466                                  | 1.556        | 812               |
| Não circulante                 | 1.647                                  | 1.583        | 2.755             |
|                                | <b>4.113</b>                           | <b>3.139</b> | <b>3.567</b>      |

|                     |              |       |       |
|---------------------|--------------|-------|-------|
| Total de recebíveis | <b>9.065</b> | 6.916 | 5.685 |
|---------------------|--------------|-------|-------|

| (em R\$ milhão)                                    | <b>Até 31 de dezembro de</b> |             |             |             |             |                         |
|--|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|
| Maturação dos recebíveis de 31 de dezembro de 2010 | <b>Total</b>                 | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>A partir de 2015</b> |
| Total  | 9.065                        | 3.705       | 2.445       | 1.839       | 438         | 639                     |

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

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de clientes por incorporação de imóveis totalizou R\$5 milhões, comparado a R\$4 milhões em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento de 35% ocorreu em função do aumento das vendas da Companhia em 2010. Em 2010, os recebíveis de serviços e construção foram de R\$60 milhões ante a R\$96 milhões em 2009, representando uma redução de 38%, devido ao termino de algumas obras executadas para terceiros.

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:

|  | 31/12/2010<br>(reapresentado) | 31/12/2009<br>(reapresentado) | 01/01/2009<br>(reapresentado) |
|--|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Terrenos   | 854.652                       | 744.200                       | 758.155                       |
| (-) Provisão realização de terrenos  | -                             | -                             | -                             |
| (-) Ajuste a valor presente  | (20.343)                      | (11.962)                      | (7.600)                       |
| Imóveis em construção  | 924.066                       | 895.085                       | 1.181.930                     |
| Custo de imóveis no reconhecimento da provisão para distratos (Nota 5(ii)) | 174.774                       | -                             | -                             |
| Unidades concluídas  | 272.923                       | 121.134                       | 96.491                        |
|  | <u>2.206.072</u>              | <u>1.748.457</u>              | <u>1.748.457</u>              |
| Parcela circulante   | 1.707.892                     | 1.332.374                     | 2.028.976                     |
| Parcela não circulante   | 498.180                       | 416.083                       | 333.846                       |

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de imóveis a comercializar, circulante e não circulante, totalizou R\$2,2 bilhões, comparados a R\$1,7 bilhões em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento deve-se ao crescimento do volume de projetos lançados pela companhia no período, que estão em processo construtivo.

### *Demais contas a receber - Circulante*

O saldo das demais contas a receber da Companhia em 31 de dezembro de 2010 era de R\$178 milhões, 64% maior que o saldo do mesmo período de 2009. Este aumento ocorreu, principalmente, por conta do aumento de contas a receber de condomínios e consórcios para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários.

### *Intangível*

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de intangíveis concluiu em R\$222 milhões frente a R\$ 205 milhões em 31 de dezembro de 2009. Durante o exercício de 2010, não houveram mudanças no saldo de ágios líquidos, uma vez que os ágios deixaram de ser amortizados a partir de primeiro de janeiro de 2009, conforme a nova prática contábil em vigor.

### *Imposto de renda e contribuição social diferidos*

O saldo de impostos de renda e contribuição social diferidos em 31 de dezembro de 2010 totalizou R\$338 milhões, uma queda de 100% sobre o saldo de R\$281 milhões verificado em 31 de dezembro de 2009. A variação foi decorrente do aumento das diferenças temporárias fiscais, base para constituição de crédito de impostos e do saldo de prejuízos fiscais e bases negativas de imposto de renda e contribuição social.

### Passivo

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

Em 31 de dezembro de 2011, o total do endividamento da Companhia era de R\$3,8 bilhões, um incremento de 5% em relação ao saldo de R\$3,1 bilhões em 31 de dezembro de 2009. Este aumento foi gerado, principalmente, por empréstimos atrelados ao financiamento a construção, refletindo a capacidade da

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

companhia em financiar seus projetos em andamento.

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

*Endividamento total*

| (em R\$ mil)<br>Tipo de transação | Taxa                    | Saldo em 31 de dezembro de |           |           |
|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------|-----------|-----------|
|                                   |                         | 2011                       | 2010      | 2009      |
| Debêntures                        | CDI + (1,5%-            |                            |           |           |
| Financiamento à construção (SFH)  | 1,95%)/(8,25%-9,06%) +  |                            |           |           |
| Incorporação da controladora pela | TR                      | 1.899.200                  | 1.879.931 | 1.918.377 |
| subsidiária                       | TR + 8,3%-12% a.a.      | 684.642                    | 745.707   | 467.019   |
| Capital de giro                   | TR + 10% a.a.           | -                          | -         | -         |
| Dívida total                      | CDI + (1,30%-4,9% a.a.) | 1.171.968                  | 664.471   | 736.736   |
|                                   |                         | 983.660                    | 1.201.148 | 1.424.053 |
| Disponibilidades                  |                         | 2.772.150                  | 2.088.961 | 1.698.079 |
| Dívida líquida                    |                         | 1.899.200                  | 1.879.931 | 1.918.377 |

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

Em 31 de dezembro de 2010, as obrigações por compra de imóveis e adiantamentos de clientes da Companhia totalizaram R\$598 milhões, uma redução 4% em relação ao mesmo período de 2009. Desse total, 70%, ou R\$420 milhões, vencem no curto prazo, dos quais R\$260 são obrigações por aquisição de imóveis e R\$160 são adiantamento de clientes e permutas físicas. Os R\$178 milhões com vencimento de longo prazo correspondem integralmente à aquisição de imóveis.

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*

|                        | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 01/01/2009 |
|------------------------|------------|------------|------------|
| Parcela circulante     | 420.199    | 475.409    | 421.584    |
| Parcela não circulante | 177.860    | 146.401    | 231.199    |
| Total                  | 598.059    | 621.810    | 652.783    |

*Fornecedores de materiais e serviços*

O saldo de fornecedores de materiais e serviços em 31 de dezembro de 2010 era de R\$190 milhões, equivalente a um acréscimo de 2,0% sobre o saldo de 2009, no valor de R\$194 milhões. A leve redução ou estabilização desta obrigação deve-se a manutenção do volume de construções de empreendimentos imobiliários da Companhia.

*Impostos e contribuições – Circulante*

O saldo de impostos e contribuições sociais (circulante) em 31 de dezembro de 2010 era de R\$231 milhões, o que corresponde a um aumento de 30% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2009 de R\$177 milhões. Este aumento reflete o aumento das operações da Companhia.

*Imposto de renda e contribuição social diferidos – circulante e não circulante*

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de imposto de renda e contribuição social diferidos, no passivo não circulante totaliza R\$14 milhões, uma aumento de 290% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2009 de R\$4 milhões. Esta variação deve-se a otimização do planejamento fiscal que maximizou a redução das obrigações tributárias, resultando na redução do saldo de imposto diferido provisionado no balanço da Companhia.

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

### *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.

| <b>Consolidado</b>                                 | <b>Processos<br/>cíveis</b> | <b>Processos<br/>tributários</b> | <b>Processos<br/>trabalhistas</b> | <b>Total<br/>Consolidado</b> |
|--|-----------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| Saldo em 31 de dezembro de 2009<br>(reapresentado) | 92.821                      | 10.894                           | 17.624                            | 121.339                      |
| Complemento de provisão                            | 18.432                      | 1.869                            | 16.354                            | 36.655                       |
| Pagamentos e reversão de provisão não<br>utilizada | (8.425)                     | (655)                            | (10.222)                          | (19.298)                     |
| Saldo em 31 de dezembro de 2010                    | 102.828                     | 12.108                           | 23.756                            | 138.692                      |
| Parcela circulante                                 | 8.347                       | 640                              | 5.168                             | 14.155                       |
| Parcela não circulante                             | 94.481                      | 11.468                           | 18.588                            | 124.537                      |

Em 31 de dezembro de 2010, as provisões para contingências de processos cíveis incluem R\$73 milhões referentes a processos legais, 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, nos quais a Companhia foi citada como sucessora em ações de execução em que a devedora original é uma antiga acionista da Companhia Cimob Companhia Imobiliária ("Cimob"), entre outras sociedades do grupo. O demandante alega que a Companhia deveria responder por dívidas da Cimob. Algumas ações, no valor de R\$7 milhões, estão asseguradas por seguro garantia judicial, adicionalmente, há depósito judicial no montante de R\$64, decorrentes do bloqueio de contas bancárias da Gafisa, e há também bloqueio de ações em tesouraria da Gafisa para garantir a execução.

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 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.

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2010, a Companhia registrou uma provisão adicional no montante de R\$66 milhões, seguindo decisões judiciais desfavoráveis, o que levou a Companhia a consultar novas opiniões legais e reavaliar a estimativa de perda provável. Algumas ações, no valor de R\$18 milhões, estão asseguradas por seguro garantia judicial. Adicionalmente, há depósito judicial no montante de R\$65 milhões, decorrentes do bloqueio de contas bancárias da Companhia, e há também bloqueio de ações em tesouraria da Companhia para garantir a execução.

### *Demais contas a pagar – Circulante e Não Circulante*

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.

### *Patrimônio Líquido*

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo do patrimônio líquido da Companhia era de R\$3,6 bilhões, um acréscimo de 52%, ou R\$2,4 bilhões, em relação a 31 de dezembro de 2009. Deste aumento, R\$2,7 bilhões referem-se a aumento de capital proveniente da oferta de ações realizada no início do ano de 2010 e R\$416 milhões foram provenientes do lucro do exercício. Como contra partida, houve redução de R\$51 milhões da distribuição de dividendos referentes ao lucro de 2009.



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

A tabela abaixo resume o Fluxo de Caixa da Companhia para os exercícios nela indicados:

|                            | Exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de |             |           |
|----------------------------|--|-------------|-----------|
|                            | (em R\$ mil)                                       |             |           |
|                            | 2011   | 2010        | 2009      |
| Fluxo de Caixa Operacional | (831.743)  | (1.079.643) | (712.232) |
| Investimento               | 8.376  | 122.888     | (762.163) |
| Financiamento              | 704.583  | 920.197     | 1.575.892 |
| Total                      | (118.784)  | (36.558)    | 101.497   |

Fluxo de Caixa referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2011 comparado com 2010*Atividades Operacionais*

Em 2011, o caixa líquido utilizado nas operações totalizou menos R\$819 milhões em comparação a menos R\$1,1 bilhão em 2010, principalmente em decorrência do aumento de provisões para devedores duvidosos de R\$1,1 milhões em 2010 para R\$106 milhões em 2011.

*Atividades de Investimento*

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi positivo em 2011 no montante R\$3 milhões.

Os desembolsos da Companhia ao longo de 2011 estavam principalmente relacionados aos investimentos em bens, principalmente terrenos para futuras incorporações, e equipamentos, no valor de R\$(95) milhões frente a R\$(63) milhões em 2010, um aumento de resgates de títulos e valores mobiliários de R\$2,5 bilhões em 2011 frente os R\$2,1 bilhões em 2011, e a aplicação de títulos e valores mobiliários de menos R\$2,4 bilhões em 2011 contra os menos R\$1,9 bilhões em 2010.

*Atividades de Financiamento*

Em 2011, o caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento totalizou R\$697 milhões, em comparação a R\$920 milhões em 2010. Esse declínio foi devido ao aumento de cessão de crédito de recebíveis.

Fluxo de Caixa referente ao Exercício Findo em 31 de Dezembro de 2010 comparado com 2009*Atividades Operacionais*

Em 2010, o caixa líquido utilizado nas operações totalizou menos R\$1,1 bilhões em comparação a R\$712 milhões em 2009, principalmente em decorrência do impacto líquido do aumento do saldo de imóveis a comercializar e aumento dos recebíveis.

*Atividades de Investimento*

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento, inclusive para a aquisição de bens, equipamentos e

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

para novos investimentos, foi positivo em 2010 no montante R\$123 milhões, devido principalmente à oferta de ações (Follow-on) realizada no ano, à captação de dívida líquida e à liberação de caixa restrito. Em 2009 e 2008, o caixa líquido foi de R\$762 milhões e R\$127 milhões, respectivamente.

Os desembolsos da Companhia ao longo de 2010 estavam principalmente relacionados aos investimentos em bens, principalmente terrenos para futuras incorporações, e equipamentos, no valor de R\$63 milhões frente a R\$45 milhões em 2009, e uma redução do caixa restrito para garantias de empréstimos no valor de R\$156 milhões em 2010, comparado a um aumento do caixa restrito de R\$717 milhões, em 2009.

*Atividades de Financiamento*

Em 2010, o caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento totalizou R\$974 milhões, em comparação a R\$1.6 bilhões em 2009. A redução do caixa líquido fornecido pelas atividades de financiamento da Companhia em 2010 foi principalmente decorrente do pagamento de financiamentos e empréstimos ao longo do período, ao contrário do elevado montante de emissões de debêntures e outras dívidas captadas no ano de 2009.

**10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro****10.2.****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, a qual presta a terceiros.

|   | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Incorporação e venda de imóveis                 | 3.441.279   | 3.834.230   | 3.096.881   |
| Provisão para distratos                         | (301.394)   | (182.832)   | -           |
| Prestação de Serviços de construção a terceiros | 29.607      | 24.289      | 47.999      |
| Deduções da receita bruta                       | (228.986)   | (272.637)   | (108.523)   |
| Total receita líquida                           | 2.940.506   | 3.403.050   | 3.036.357   |

Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009, a receita operacional líquida apresentou um aumento de 73,7% em relação ao ano anterior, totalizando R\$3.036,3 milhões devido à consolidação dos resultados de Construtora Tenda S.A. e ao reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, a receita operacional líquida apresentou um aumento de 12,1% em relação ao mesmo período no ano anterior, totalizando R\$3.403,1 milhões devido ao aumento da operação e ao reconhecimento das receitas derivadas de vendas contratadas em períodos anteriores.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, a receita operacional líquida apresentou uma redução de 13,6% em relação ao mesmo período no ano anterior, totalizando R\$2.940,6 milhões devido à revisão detalhada das operações da Companhia e da sua estratégia de atuação definidas no segundo semestre de 2011, que incluiu, entre outras medidas, a revisão detalhada de todos os orçamentos de custo das obras para sua conclusão e a revisão da totalidade da carteira de clientes da marca Tenda no sentido de confirmar o enquadramento dos mesmos às exigências das instituições financeiras.

**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 de receitas entre os exercícios de 2009, 2010 e 2011 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 em 2011.

A redução de 13,6% das receitas no ano de 2011 da Companhia em relação às receitas no mesmo período de 2010, deve-se, principalmente, à revisão detalhada de todos os orçamentos de custo das obras para sua conclusão e à revisão da totalidade da carteira de clientes da marca Tenda no sentido de confirmar o enquadramento dos mesmos às exigências das instituições financeiras. Adicionalmente, como consequência da revisão das operações e estratégia, a Companhia optou pela redução temporária das operações da marca Tenda, até que possamos operar de forma eficiente dentro do fundamento deste segmento, i.e., produção com custos competitivos (utilizando tecnologia de forma de alumínio) e repasse imediato logo após a venda, dos clientes para instituição financeira.

A variação de 12,6% das receitas no ano de 2010 da Companhia em relação às receitas do mesmo período de 2009 é decorrente, em parte, de um aumento de 23,3% nas vendas entre os referidos períodos. Assim como, analogamente, a variação de 73,7% das receitas do exercício de 2009 da Companhia em relação às receitas de

**10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**

2008 é decorrente, em parte, de um aumento de 26% nas vendas entre os referidos períodos.

| <b>R\$'000</b>     | <b>2011</b> | <b>2010</b> | <b>2009</b> | <b>2011 vs 2010</b> | <b>2010 vs 2009</b> |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|---------------------|
| Vendas Contratadas | 3.352.288   | 4.006.380   | 3.248.065   | -16%                | 23%                 |
| Lançamentos        | 3.526.298   | 4.491.835   | 2.301.224   | -21%                | 95%                 |
| Receita Líquida    | 2.940.506   | 3.403.050   | 3.022.346   | -14%                | 13%                 |

***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***

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 e CDI:

INCC: a maior parte dos custos da Companhia, e toda a sua carteira de recebimentos de projetos não finalizados são atualizados por este índice.

IGP-M: toda a carteira de recebimentos de projetos finalizados pela Companhia é atualizada por este índice.

CDI: Todas as aplicações financeiras da Companhia e aproximadamente 50% do seu endividamento total estão atrelados ao CDI.

Taxas de cambio: A Companhia não possui dívidas ou valores a receber denominados em moeda estrangeira.

Adicionalmente, nenhum dos custos relevantes da Companhia é denominado em moeda estrangeira.

**10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs****10.3. EVENTOS RELEVANTES E IMPACTOS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E RESULTADOS DA COMPANHIA:**

|   |
|---|
| <b><i>a) introdução ou alienação de segmento operacional</i></b>  |
| <p>A Companhia atua em praticamente todos os segmentos de renda do mercado imobiliário residencial nacional. Neste sentido, a Companhia possui uma plataforma de negócios adequada para a execução de seus planos futuros, não havendo, no presente momento, expectativa de introdução ou alienação futura de segmento operacional.</p>   |
| <b><i>b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária</i></b>  |
| <p>Em 30 de dezembro de 2009, foi aprovada a incorporação, pela Companhia, da totalidade das ações da Construtora Tenda S.A. negociadas no Novo Mercado da BM&amp;FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, que foram negociadas até 08.02.2010. Com a incorporação a Companhia passou a ser a titular de 100% do capital total e votante da Construtora Tenda S.A.. Em decorrência, foi registrado um aumento do capital social no montante de R\$388,0 milhões e constituída reserva de capital no valor de R\$60,8 milhões.</p> <p>Em 28 de maio de 2010, foi aprovada a incorporação, pela Companhia, da totalidade das ações de emissão de Shertis Empreendimentos e Participações S.A., cujo principal ativo consiste em ações representativas de 20% do capital social de Alphaville Urbanismo S.A.. A incorporação de ações teve por finalidade viabilizar a implementação da segunda etapa do cronograma de investimentos previsto no Acordo de Investimento e Outras Avenças, assinado entre a Companhia e Alphaville Participações S.A. em 02 de outubro de 2006, de forma a elevar a participação da Companhia no capital social da Alphaville Urbanismo S.A. para 80%. Como resultado da incorporação de ações, a Shertis Empreendimentos e Participações S.A. foi convertida em subsidiária integral da Companhia, com a emissão de 9.797.792 novas ações ordinárias atribuídas à Alphaville Participações S.A., acionista anterior da Shertis Empreendimentos e Participações S.A., que resultou em um aumento de capital de R\$20,3 milhões.</p> |
| <b><i>c) eventos ou operações não usuais</i></b>  |
| <p>Não há eventos ou operações não usuais.</p>  |

**10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases****10.4.*****a) Mudanças significativas nas práticas contábeis*****Adoção inicial das Normas Internacionais de Relatório Financeiro**

Até 31 de dezembro de 2009 as demonstrações contábeis individuais e consolidadas da Companhia eram apresentadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, normas complementares da CVM, pronunciamentos técnicos do CPC emitidos até 31 de dezembro de 2008 e disposições contidas na Lei das Sociedades por Ações, base das práticas contábeis adotadas no Brasil (BR GAAP).

A Companhia preparou o seu balanço de abertura com data de transição em 1º de janeiro de 2009 e, portanto, aplicou as exceções obrigatórias e certas isenções opcionais de aplicação retrospectiva completa, conforme estabelecido nos pronunciamentos, interpretações e orientações técnicas emitidos pelo CPC e aprovadas pela CVM, para as demonstrações financeiras individuais da controladora. As demonstrações financeiras consolidadas foram preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil que compreendem as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os pronunciamentos, interpretações e orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e estão em conformidade com as normas internacionais de relatório financeiro (International Financial Reporting Standards – IFRS) adotadas no Brasil, incluindo a Orientação OCPC 04 - Orientação OCPC 04 - Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras no que diz respeito ao reconhecimento de receitas e respectivos custos e despesas decorrentes de operações de incorporação imobiliária durante o andamento da obra (método da percentagem completada – POC). O CPC 37 (R1) requer que uma entidade desenvolva políticas contábeis baseadas nos padrões e interpretações do CPC e normas internacionais de relatório financeiro - IFRS, em vigor na data de encerramento de sua primeira demonstração financeira da controladora e consolidada e, que essas políticas sejam aplicadas na data de transição e durante todos os períodos apresentados nas primeiras demonstrações financeiras de acordo com as normas emitidas pelo CPC e IFRS, como aprovadas no Brasil, sendo que a Companhia adotou todos os pronunciamentos, orientações e interpretações do CPC, emitidos até 31 de dezembro de 2011. Consequentemente, as demonstrações financeiras consolidadas estão de acordo com as IFRS, como aprovadas no Brasil pelo CPC, CVM e CFC.

As normas e alterações das normas existentes a seguir foram publicadas e são obrigatórias para períodos contábeis subsequentes. Não houve adoção antecipada dessas normas e alterações de normas por parte da Companhia. Cumpre destacar que não existem IFRSs ou IFRICs, inclusive aprimoramentos aos IFRSs ou IFRICs já existentes, que sejam efetivos para adoção inicial no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2011 e que sejam relevantes para a Companhia e para suas controladas.

IFRS 7 – “Instrumentos Financeiros – Divulgação”, emitido em outubro de 2010. A alteração na norma de divulgação de instrumentos financeiros busca promover a transparência na divulgação das transações de transferência de ativos financeiros, melhorar o entendimento por parte do usuário sobre a exposição ao risco nessas transferências, e o efeito desses riscos no balanço patrimonial, particularmente aqueles envolvendo securitização de ativos financeiros. A norma é aplicável para exercícios iniciados ou a iniciar antes de 1º de janeiro de 2012. A norma é aplicável a partir de 1º de janeiro de 2013.

IFRS 9 – “Instrumentos Financeiros”, emitido em novembro de 2009. O IFRS 9 é o primeiro padrão emitido como parte de um projeto maior para substituir o IAS 39. O IFRS 9 retém, mas simplifica, o modelo de mensuração e estabelece duas categorias de mensuração principais para os ativos financeiros: custo amortizado e valor justo. A base de classificação depende do modelo de negócios da entidade e das características contratuais do fluxo de caixa dos ativos financeiros. A orientação incluída no IAS 39 sobre impairment dos ativos financeiros e contabilização de hedge continua a ser aplicada. Períodos anteriores não precisam ser representados se uma entidade adotar a norma para os períodos iniciados ou a iniciar antes de 1º de janeiro de 2012. A norma é aplicável a partir de 1º de janeiro de 2013.

IFRS 10 – “Demonstrações Financeiras Consolidadas”, emitido em maio de 2011. Esta norma está baseada nos princípios existentes quanto a identificação do conceito de controle como fator determinante de quando uma entidade deve ser consolidada das demonstrações financeiras. A norma provê orientação adicional para auxiliar na determinação de controle quando há dúvida na avaliação. A norma é aplicável a partir de 1º de janeiro de 2013.

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

IAS 28 – “Investimentos em coligadas e controladas em conjunto”, IFRS 11 – “Acordo contratual em conjunto” e IFRS 12 – “Divulgações sobre participações em outras entidades”, todas emitidas em maio de 2011. A principal alteração introduzida por essas normas é a impossibilidade de consolidação proporcional de entidades cujo controle dos ativos líquidos seja compartilhado através de um acordo entre duas ou mais partes e que seja classificado como uma joint venture.

O IFRS 11 conceitua dois tipos de classificação para acordos:

Joint operations – quando as partes controlam em conjunto ativos e passivos, independentemente de estes ativos estarem em uma entidade a parte (separate vehicle), de acordo com os dispositivos contratuais e essência da operação. Nesses acordos, os ativos, passivos, receitas e despesas são contabilizados na entidade que participa do acordo joint operator na proporção de seus direitos e obrigações.

Joint ventures – quando as partes controlam em conjunto os ativos líquidos de um acordo, estruturado através de uma entidade a parte e os respectivos resultados desses ativos são divididos entre as partes participantes. Nesses acordos, a participação da entidade deve ser contabilizada pelo método de equivalência patrimonial e apresentado na rubrica investimentos.

O IFRS 12 determina divulgações qualitativas que devem ser realizadas pela entidade em relação às participações em controladas, em acordos em conjunto ou entidades não consolidadas, que incluem julgamentos e premissas significativas para determinar se suas participações exercem controle, influência significativa ou a classificação dos acordos em conjunto entre Joint operations e Joint ventures, bem como outras informações sobre a natureza e extensão de restrições significativas e riscos associados. A norma não é aplicável até 1º de janeiro de 2013.

IFRS 13 – “Mensuração de valor justo”, emitido em maio de 2011. A norma tem como objetivo aprimorar a consistência e reduzir a complexidade nas divulgações requeridas pelos IFRSs. As exigências não aumentam o uso do valor justo na contabilidade, porém orienta como deve ser aplicado quando seu uso for requerido ou permitido por outra norma. A norma é aplicável a partir de 1º de janeiro de 2013, e há uma isenção para aplicação das novas exigências de divulgação para períodos comparativos.

Não existem outras normas e interpretações emitidas até a emissão dessas demonstrações financeiras.

A Companhia não espera impactos significativos sobre as demonstrações financeiras consolidadas na adoção inicial dos novos pronunciamentos e interpretações.

O CPC ainda não editou os respectivos pronunciamentos e modificações relacionados às IFRSs novas e revisadas apresentadas anteriormente. Em decorrência do compromisso do CPC e da CVM de manter atualizado o conjunto de normas emitido com base nas atualizações feitas pelo IASB, é esperado que esses pronunciamentos e modificações sejam editados pelo CPC e aprovados pela CVM até a data de sua aplicação obrigatória.

***b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis***

Conciliação das práticas contábeis aplicadas na elaboração das demonstrações financeiras anteriormente apresentadas:

Em conformidade ao CPC 37 (R1), a Companhia apresenta a conciliação do ativo, passivo, resultado, patrimônio líquido e fluxo de caixa, da Controladora e Consolidado, dos exercícios publicados anteriormente nas informações anuais referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2009, preparados de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e vigentes até 31 de dezembro de 2009, considerando os CPCs vigentes em 2010.

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

Balanco de Encerramento em 31.12.2009

| Item   | Controladora              |           |                        | Consolidado               |             |                        |
|--|---------------------------|-----------|------------------------|---------------------------|-------------|------------------------|
|  | Prática contábil anterior | Ajustes   | Prática contábil atual | Prática contábil anterior | Ajustes     | Prática contábil atual |
| Ativo Circulante                                     | 2.551.038                 | -         | 2.551.038              | 4.892.448                 | -           | 4.892.448              |
| Disponibilidades                                     | 773.479                   | -         | 773.479                | 1.424.053                 | -           | 1.424.053              |
| Caixa e equivalentes de caixa (i)                    | 745.515                   | (701.010) | 44.445                 | 1.376.788                 | (1.053.540) | 323.248                |
| Títulos e valores mobiliários (i)                    | 27.964                    | 701.010   | 729.032                | 47.265                    | 1.053.540   | 1.100.805              |
| Contas a Receber de incorporação e serv. prestados   | 911.333                   | -         | 911.333                | 2.008.464                 | -           | 2.008.464              |
| Imóveis a comercializar                              | 604.128                   | -         | 604.128                | 1.332.374                 | -           | 1.332.374              |
| Outros   | 262.098                   | -         | 262.098                | 127.557                   | -           | 127.557                |
| Ativo Não Circulante                                 | 3.124.403                 | 40.732    | 3.165.135              | 2.795.875                 | 48.386      | 2.844.261              |
| Ativo Realizável a Longo Prazo (iv)                  | 992.578                   | 40.732    | 1.033.310              | 2.534.713                 | 48.386      | 2.583.099              |
| Ativo Permanente                                     | 2.131.825                 | -         | 2.131.825              | 261.162                   | -           | 261.162                |
| Ativo Total  | 5.675.441                 | 40.732    | 5.716.173              | 7.688.323                 | 48.386      | 7.736.709              |
| Passivo Circulante                                   | 1.219.619                 | -         | 1.219.619              | 2.020.602                 | (40.259)    | 1.980.343              |
| Dividendos mínimos obrigatórios                      | 50.716                    | -         | 50.716                 | 54.279                    | -           | 54.279                 |
| Outros (v)   | 1.168.903                 | -         | 1.168.903              | 1.966.323                 | (40.259)    | 1.926.064              |
| Passivo Não Circulante                               | 2.130.188                 | 40.732    | 2.170.920              | 3.283.540                 | 88.645      | 3.372.185              |
| Outros (iv)  | 1.943.326                 | 40.732    | 1.984.058              | 2.947.249                 | 48.386      | 2.995.635              |
| Imposto de renda e contribuição social diferidos (v) | 186.862                   | -         | 186.862                | 336.291                   | 40.259      | 376.550                |
| Participação de acionistas não controladores (ii)    | -                         | -         | -                      | 58.547                    | (58.547)    | -                      |
| Patrimônio Líquido (ii)                              | 2.325.634                 | -         | 2.325.634              | 2.325.634                 | 58.547      | 2.384.181              |
| Passivo Total  | 5.675.441                 | 40.732    | 5.716.173              | 7.688.323                 | 48.386      | 7.736.709              |

O sumário dos ajustes realizados é apresentado como segue:

|   | Controladora       |                  |                        | Consolidado        |                  |                        |
|---|--------------------|------------------|------------------------|--------------------|------------------|------------------------|
|   | Patrimônio Líquido |                  | Resultado do Exercício | Patrimônio Líquido |                  | Resultado do Exercício |
|   | 31/12/2009         | 1/1/2009         | 31/12/2009             | 31/12/2009         | 1/1/2009         | 31/12/2009             |
| <b>Prática contábil atual</b>                             | <b>2.325.634</b>   | <b>1.724.219</b> | <b>101.740</b>         | <b>2.384.181</b>   | <b>2.195.621</b> | <b>101.740</b>         |
| Ganho na alienação parcial de investimento (iii)          | -                  | (169.394)        | 169.394                | -                  | (169.394)        | 169.394                |
| Imposto de renda e contribuição social diferidos (iii)    | -                  | 57.594           | (57.594)               | -                  | 57.594           | (57.594)               |
| Participação de acionistas não controladores (ii)         | -                  | -                | -                      | 58.547             | 471.402          |                        |
| <b>Prática contábil anterior (vigente até 31.12.2009)</b> | <b>2.325.634</b>   | <b>1.612.419</b> | <b>213.540</b>         | <b>2.325.634</b>   | <b>1.612.419</b> | <b>213.540</b>         |



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

| Demonstração do Fluxo de Caixa de encerramento em 31.12.2009 |   |           |                        |                           |             |                        |                        |
|--|---|-----------|------------------------|---------------------------|-------------|------------------------|------------------------|
| Item   | Controladora  |           |                        | Consolidado               |             |                        | Prática contábil atual |
|  | Prática contábil anterior   | Ajustes   | Prática contábil atual | Prática contábil anterior | Ajustes     | Prática contábil atual |                        |
| Lucro líquido do exercício                                   | (iii)   | 213.540   | (111.800)              | 101.740                   | 213.540     | (111.800)              | 101.740                |
| Despesas (receitas) que não afetam as disponibilidades       | (iii)   | 10.694    | 111.800                | 122.494                   | 300.601     | 111.800                | 412.401                |
| Aumento/redução nas contas do ativo e passivo                |   | (443.677) | -                      | (443.677)                 | (1.226.373) | -                      | (1.226.373)            |
| Utilização de caixa nas atividades operacionais              |   | (219.443) | -                      | (219.443)                 | (712.232)   | -                      | (712.232)              |
| Utilização de caixa nas atividades investimentos             | (i)   | (197.154) | (586.684)              | (783.838)                 | (15.446)    | (716.409)              | (731.855)              |
| Geração de caixa nas atividades de financiamento             |   | 996.896   |                        | 996.896                   | 1.575.892   | -                      | 1.575.892              |
| Aumento (redução) líquido em disponibilidades                |   | 580.299   | (586.684)              | (6.385)                   | 848.214     | (716.409)              | 131.805                |
| Disponibilidades No início do exercício                      | (i)   | 165.216   | (114.386)              | 50.830                    | 528.574     | (337.131)              | 191.443                |
| No fim do exercício  | (i)   | 745.515   | (701.070)              | 44.445                    | 1.376.788   | (1.053.540)            | 323.248                |
| Aumento (redução) líquido em disponibilidades                |   | 580.299   | (586.684)              | (6.385)                   | 848.214     | (716.409)              | 131.805                |
| (i)  | <i>Caixa e equivalentes de caixa:</i> De acordo com o CPC 3(R2), um investimento qualifica-se como equivalente de caixa somente quando tem vencimento de curto prazo, por exemplo, três meses ou menos, a contar da data da aquisição. Portanto, a Companhia efetuou a reclassificação dos saldos, registrando no grupo de disponibilidades, para títulos e valores mobiliários;  |           |                        |                           |             |                        |                        |
| (ii)   | <i>Participação dos acionistas não controladores:</i> Pelas práticas contábeis adotadas no Brasil, conforme NBC T 08 (Norma Brasileira de Contabilidade), a participação de acionistas não controladores no patrimônio líquido das entidades controladas, deve ser destacada em grupo isolado no balanço patrimonial consolidado, imediatamente antes do grupo de contas do patrimônio líquido, e participação de não controladores, no lucro líquido consolidado. Pelo CPC 36, a participação de não controladores deve ser apresentada no grupo de contas do patrimônio líquido das demonstrações consolidadas, separada da participação dos acionistas controladores. O resultado deve ser atribuído aos controladores e aos não controladores, mesmo que a participação dos não controladores tenha sido deficitária.   |           |                        |                           |             |                        |                        |
| (iii)  | <i>Combinação de negócios:</i> De acordo com o CPC 15, a Companhia amortizou, no exercício de 2008, a totalidade do deságio referente à aquisição de participação em Tenda, no montante total de R\$210.402, por compra vantajosa. O saldo de deságio amortizado em 2009 no montante de R\$ 169.394 (R\$ 41.008 em 2008), assim como seu efeito tributário no montante de R\$57.594, foram ajustados retrospectivamente no balanço de abertura.   |           |                        |                           |             |                        |                        |
| (iv)   | <i>Apresentação de depósitos judiciais:</i> No Brasil, de acordo com a NPC 22/05, não raramente, a administração de uma entidade questiona a legitimidade de determinados passivos, e, por conta desse questionamento, por ordem judicial ou por estratégia da própria administração, os valores em questão são depositados em juízo, sem que ocorra a caracterização da liquidação do passivo. Nessa situação, não havendo a possibilidade de resgate do depósito a menos que ocorra o desfecho favorável da questão para a companhia, o depósito deverá ser apresentado deduzindo o valor do passivo aplicável. Quanto à divulgação, nos casos em que ocorrer compensação dos passivos com os valores depositados em juízo, permitida nos termos desta NPC, deverão ser destacadas, em nota explicativa, os valores que estão sendo compensados e a explicação das eventuais diferenças existentes. Conforme CPC 37 (R1), uma entidade não deve apresentar ativos e passivos e, receitas e despesas líquidos, a menos que requerido ou permitido pela legislação. O entendimento do |           |                        |                           |             |                        |                        |

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

pronunciamento é de que, nos casos de depósitos judiciais, uma entidade deve apresentar separadamente os ativos e passivos, uma vez que o depósito judicial não atende o critério de apresentação líquida. A apresentação líquida, tanto no balanço patrimonial quanto na demonstração do resultado, exceto quanto à apresentação líquida, reflete a substância da transação ou outro evento, reduz a capacidade dos usuários das demonstrações contábeis a entender as transações, outros eventos e as condições em que ocorreram e de estimar o fluxo de caixa futuro da entidade. Portanto, a Companhia efetuou a reclassificação dos saldos, registrando no grupo de ativo não circulante, os valores de depósitos judiciais.

- (v) *Reclassificação dos impostos diferidos:* A prática contábil anterior determina a classificação de ativos e passivos diferidos entre circulante e não circulante dependendo da expectativa de sua realização ou liquidação. De acordo com o CPC 37 (R1), quando a entidade apresenta ativos correntes e não correntes, e passivos correntes e não correntes, classificando-os separadamente nos balanço patrimonial, ela não deverá classificar impostos diferidos ativos e impostos diferidos passivos como correntes. Portanto a Companhia efetuou a reclassificação do imposto de renda diferido líquido, que estava classificado no ativo circulante e não circulante, para o imposto de renda diferido ativo e passivo não circulante.

Exceções Obrigatórias e Isenções à Aplicação Retrospectiva

O CPC 37 (R1) permite às empresas a adoção de certas isenções voluntárias. A Companhia efetuou análise de todas as isenções voluntárias, sendo apresentado abaixo o resultado dessas:

- (i) *Exceções obrigatórias para combinações de negócios:* A Companhia adotou o CPC 15 a partir do exercício iniciado em 1º de janeiro de 2010 com efeito retroativo apenas para o exercício imediatamente anterior, iniciado em 1º de janeiro de 2009.
- (ii) *Isenção para apresentação do valor justo do ativo imobilizado como custo de aquisição:* A Companhia optou por não avaliar seus ativos imobilizados na data de transição pelo valor justo, optando por manter o custo de aquisição anteriormente apurado;
- (iii) *Isenção relativa à mensuração de instrumentos financeiros compostos:* A Companhia não tem transações sujeitas a esta norma.
- (iv) *Efeitos das mudanças nas taxas de câmbio e conversão das demonstrações contábeis:* Esta norma não se aplica às operações da Companhia.

As isenções a seguir não são aplicáveis às operações da Companhia e não impactam nas demonstrações contábeis na data da adoção inicial:

- (i) *Benefícios a empregados CPC 22:* A Companhia não possui planos de previdência privada e outros benefícios que caracterizem como plano de benefício definido;
- (ii) *Contratos de seguro CPC 11:* A norma não é aplicável às operações da Companhia;
- (iii) *Contratos de concessão ICPC 01:* A Companhia não possui operações de concessão de serviços públicos.

O CPC 37 (R1), além das isenções voluntárias, também proíbe expressamente o ajuste de determinadas transações na primeira adoção, pois exigiria que a Administração efetuasse análises de condições passadas após o resultado efetivo das respectivas transações. As exceções obrigatórias contemplam:

- (i) *Contabilização de baixa de ativos e passivos financeiros:* A Companhia não efetuou ajustes retrospectivos em seus ativos e passivos financeiros, para fins de primeira aplicação, visto que não havia diferença para a prática contábil anterior.
- (ii) *Registro de operações de hedge:* As operações de hedge existentes em 2009 atendiam à prática contábil segundo norma emitida pelo CPC na data de transição. A Companhia não possuía operações de hedge accounting.

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

|   |   |
|---|---|
| (iii)   | <i>Mudanças nas estimativas:</i> As estimativas adotadas na transição para o CPC são consistentes com as estimativas adotadas pelos critérios contábeis anteriores.                     |
| (iv)  | <i>Investimentos em controladas, ativos e passivos de controladas, passivos em desativação e transferência de ativos de cliente:</i> A norma não é aplicável às operações da Companhia. |
| <b>c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor</b>   |   |
| <p>O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2011 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 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. 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 <i>International Financial Reporting Interpretation Committee (IFRIC)</i>. Os resultados dessa análise podem fazer com que as incorporadoras imobiliárias tenham que revisar suas práticas contábeis relacionadas ao reconhecimento de receitas. Adicionalmente, conforme descrito na Nota 2.1.3, as demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2010 foram ajustadas em certas rubricas, com o objetivo de reconhecer os ajustes na receita operacional líquida e respectivos efeitos tributários, decorrentes da revisão dos orçamentos de construção, imputados ao exercício de 2010.</p> |   |
| <p>O parecer dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010 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 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, conforme descrito em maiores detalhes na Nota 2.4. 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 <i>International Financial Reporting Interpretation Committee (IFRIC)</i>. Os resultados dessa análise podem fazer com que as incorporadoras imobiliárias tenham que revisar suas práticas contábeis relacionadas ao reconhecimento de receitas.</p>   |   |
| <p>O Relatório sobre Revisão Especial dos Auditores Independentes das ITRs - Informações Trimestrais de 30 de junho de 2010, contém ênfase relacionada à elaboração das ITRs - Informações Trimestrais de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil vigentes em 31 de dezembro de 2009, sem contemplar os Pronunciamentos, Interpretações e Orientações Técnicas emitidos pelo CPC, com vigência obrigatória para 2010, que alteram as práticas contábeis adotadas no Brasil, conforme facultado pela Deliberação CVM nº 603, de 10 de novembro de 2009 ("Deliberação CVM nº 603"). Adicionalmente, o Relatório sobre Revisão Especial dos Auditores Independentes das ITRs – Informações Trimestrais de 30 de junho de 2010 informa que as demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa referentes ao trimestre e semestre findos em 30 de junho de 2009 foram revisadas por outros auditores independentes, e sobre elas</p>  |   |

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

emitiram relatório de revisão especial sem ressalva datado de 31 de julho de 2009. Tal comentário é resultante da decisão da administração da Companhia pela troca dos auditores independentes, devido estritamente a circunstâncias comerciais, conforme Comunicado ao Mercado divulgado em 18 de agosto de 2009. A referida mudança teve a anuência dos auditores independentes anteriores.

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

### 10.5. POLÍTICAS CONTÁBEIS CRÍTICAS DA COMPANHIA:

As Demonstrações Financeiras consolidadas para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2011 e 2010 foram preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil que compreendem as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os pronunciamentos, interpretações e orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Especificamente, as demonstrações financeiras consolidadas estão em conformidade com as normas internacionais de relatório financeiro (International Financial Reporting Standards – IFRS) aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, incluindo a Orientação OCPC 04 - Orientação OCPC 04 - Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras - no que diz respeito ao reconhecimento de receitas e respectivos custos e despesas decorrentes de operações de incorporação imobiliária durante o andamento da obra (método da percentagem completada – POC).

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), através da IFRIC15 – Agreements for the construction of Real Estate, ainda não concluída e aprovada. Os resultados dessa análise podem fazer com que a Companhia tenha que revisar suas práticas contábeis relacionadas ao reconhecimento de receitas.

As demonstrações financeiras consolidadas, foram elaboradas com base no custo histórico, exceto quando informado de outra forma, conforme descrito nas práticas contábeis a seguir. O custo histórico geralmente é baseado no valor justo das contraprestações pagas em troca de ativos.

#### Julgamentos, estimativas e premissas contábeis

##### (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. Ativos e passivos sujeitos a estimativas e premissas incluem vida útil do ativo imobilizado, provisão para redução ao valor recuperável de ativos, impostos diferidos ativos, provisão para riscos tributários, trabalhistas e cíveis e mensuração do custo orçado de empreendimentos e de instrumentos financeiros.

##### (ii) Estimativas e premissas

As principais premissas relativas a 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 não financeiros

A Administração revisa anualmente o valor contábil líquido dos ativos com o objetivo de avaliar eventos ou mudanças nas circunstâncias econômicas, operacionais ou tecnológicas, que possam indicar deteriorização ou perda de seu valor recuperável. Sendo tais evidências identificadas, e o valor contábil líquido exceder o valor recuperável, é constituída provisão para desvalorização ajustando o valor contábil líquido ao valor recuperável. Essas perdas serão lançadas ao resultado do exercício quando identificadas. 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 pelo menos anualmente ou quando as circunstâncias indicarem perda por desvalorização do valor contábil.

O valor contábil de um ativo ou de determinada unidade geradora de caixa é definido como sendo o maior entre o valor em uso e o valor líquido de venda.

Na estimativa do valor em uso do ativo, os fluxos de caixa futuros estimados são descontados ao seu valor presente utilizando uma taxa de desconto antes dos impostos que reflita o custo médio ponderado de capital para a indústria em que opera a unidade geradora de caixa.

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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 valor líquido de venda é determinado, sempre que possível, com base em contrato de venda firme em uma transação em bases comutativas, entre partes conhecedoras e interessadas, ajustado por despesas atribuíveis a venda do ativo, ou, quando não há contrato de venda firme, com base no preço de mercado de um mercado ativo, ou no preço da transação mais recente com ativos semelhantes.

### b) Transações com pagamentos baseados em ações

A Companhia mensura o custo de transações a ser liquidada com ações com funcionários baseado no valor justo dos instrumentos patrimoniais na data da sua outorga. 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 também dos dados mais adequados para o modelo de avaliação, incluindo a vida esperada da opção, volatilidade e rendimento de dividendos e correspondentes premissas.

### c) Provisões para demandas judiciais

A Companhia reconhece provisão para causas tributárias, trabalhistas e cíveis. 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. A liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores diferentes dos estimados em razão de imprecisões inerentes ao processo da sua determinação. A Companhia revisa as estimativas e as premissas pelo menos anualmente.

### d) Valor justo de instrumentos financeiros

Quando o valor justo de ativos e passivos financeiros apresentados no balanço patrimonial não puder ser obtido do mercado de ativos, 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, um determinado nível de julgamento é requerido para estabelecer o valor justo. O julgamento inclui considerações sobre os dados utilizados como, por exemplo, 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 revisados periodicamente, e pode ocasionar alterações nas estimativas iniciais. O efeito de tais revisões afeta o resultado prospectivamente, de acordo com o pronunciamento técnico CPC 23 - Políticas Contábeis, Mudança de Estimativas e Retificações de Erros.

### f) Impostos

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 nossos negócios a investigações, auditorias, processos judiciais e procedimentos administrativos em matérias tributária, trabalhista. Dependendo do objeto das investigações, processos judiciais ou procedimentos administrativos que seja movido contra a Companhia e

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

controladas, poderemos ser adversamente afetados, independentemente do respectivo resultado final.

### g) Realização do Imposto de Renda Diferido

As condições para realização e reconhecimento do imposto de renda diferido ocorre na extensão em que 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 possibilitam a sua utilização total, ou parcial mediante a constituição de uma reserva para a não realização do saldo.

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

### ***Incorporação e venda de imóveis***

(i) A receita, e os custos relativos às unidades vendidas e não concluídas de incorporação imobiliária, são apropriados ao resultado ao longo do período de construção dos empreendimentos, e os seguintes procedimentos são adotados:

(a) Nas vendas a prazo 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:

- 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;
- É apurado o percentual do custo incorrido das unidades vendidas (incluindo o terreno), em relação ao seu custo total orçado, sendo esse percentual aplicado sobre a receita das unidades vendidas, ajustado segundo as condições dos contratos de venda, sendo assim determinado o montante das receitas a serem reconhecidas de forma diretamente proporcional ao custo;
- 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". 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 registrados ("capitalizados") aos estoques de imóveis a comercializar, e apropriados ao custo incorrido das unidades concluídas e observando-se os mesmos critérios de apropriação do custo de incorporação imobiliária para as unidades vendidas em construção, através de tributos diferidos, ativos e passivos;
- 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 de propaganda e publicidade são apropriadas ao resultado quando incorridas – representadas pela veiculação - de acordo com o regime de competência.

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

### (ii) Prestação de serviços de construção

Receitas decorrentes da prestação de serviços imobiliários são reconhecidas na medida em que os serviços são prestados, e consistem basicamente em quantias recebidas com relação à atividade de administração de construção para terceiros e consultoria técnica.

### (iii) Operações de permuta

Permutas de terrenos, tendo por objeto a entrega de apartamentos a construir; o valor do terreno adquirido pela Companhia e por suas controladas é apurado com base no valor justo das unidades imobiliárias a serem entregues. O valor justo do terreno é registrado como um componente do estoque de terrenos de imóveis a comercializar, em contrapartida a adiantamento de clientes no passivo, no momento da assinatura do instrumento particular ou contrato relacionado à referida transação, desde que tenha sido obtido o registro de incorporação imobiliária do futuro empreendimento. As receitas e os custos decorrentes de operações de permutas são apropriados ao resultado ao longo do período de construção dos empreendimentos, conforme descrito no item (b) acima.

### (iv) ICPC 02 – parágrafo 20 e 21

Em atendimento aos requerimentos do ICPC acima, os valores de receitas reconhecidas e dos custos incorridos estão apresentados na demonstração de resultados e os adiantamentos recebidos na rubrica "Obrigações por compra de imóveis e adiantamento de clientes".

### **Consolidação das Demonstrações Financeiras**

As demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, que incluem as demonstrações financeiras da Gafisa, de suas controladas diretas e indiretas e de suas controladas em conjunto. O controle é obtido quando a Companhia tem o poder de controlar as políticas financeiras e operacionais de uma entidade para auferir benefícios de suas atividades. As controladas e controladas em conjunto são consolidadas integral e proporcionalmente, respectivamente, a partir da data que o controle integral ou controle compartilhado, se inicia até a data em que deixa de existir. Em 31 de dezembro de 2011 e 2010, as demonstrações financeiras consolidadas incluem a consolidação integral das seguintes empresas:

|  | <b>Participação %</b> |             |
|--|-----------------------|-------------|
|  | <b>2011</b>           | <b>2010</b> |
| Gafisa e controladas (*)               | 100                   | 100         |
| Construtora Tenda e controladas (*)    | 100                   | 100         |
| Alphaville Urbanismo e controladas (*) | 80                    | 80          |

(\*) Não incluem as controladas com controle compartilhado, conforme detalhadas a seguir.



**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs****10.6. CONTROLES INTERNOS ADOTADOS PARA ASSEGURAR A ELABORAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONFIÁVEIS:*****a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las***

A Administração da Companhia, incluindo o 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 dos controles internos relativos à preparação das Demonstrações Financeiras 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.

Devido às suas limitações inerentes, as quais se encontram indicadas no item 10.6 (b) deste Formulário de Referência, os controles internos relativos às Demonstrações Financeiras podem não prevenir ou identificar a ocorrência de erros. Da mesma forma, projeções de qualquer avaliação sobre a sua efetividade para períodos futuros estão sujeitas ao risco de que os controles possam se tornar inadequados devido a mudanças nas condições, ou de que o grau de adequação com as políticas e procedimentos possa se deteriorar.

A Administração da Companhia efetuou uma avaliação acerca dos controles internos relativos à preparação das Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2011, com base nos critérios estabelecidos na Estrutura Conceitual Integrada de Controles Internos ("Internal Control – Integrated Framework") emitido pelo Comitê das Organizações Patrocinadoras ("Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission" - COSO), e, de acordo com a referida metodologia, a Administração da Companhia concluiu que, em 31 de dezembro de 2011, a estrutura de Controles Internos referentes à preparação das Demonstrações Financeiras da Companhia, foi considerada como inefetiva.

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) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente***

**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**

Os Diretores apresentam abaixo as deficiências identificadas e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente referente às demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2011:

| Deficiência identificada   | Recomendação do auditor   | Comentários dos diretores e planos de ação   |
|--|---|--|
| <p><u>Controles e análises sobre caixa e equivalentes de caixa</u></p> <p>A Companhia possui determinados controles para proceder à análise sobre a tipificação e respectiva classificação de determinadas aplicações financeiras entre caixa e caixa equivalente e aplicação financeira. Todavia, foi identificada a necessidade de aprimoramento desses controles, uma vez que houve interpretação pela administração da classificação contábil diferente daquela mencionada na norma CPC 3 (R2) – Demonstração dos fluxos de caixa.</p>   | <p>A Companhia deverá aprimorar os seus controles de monitoramento sobre a tipificação e classificação contábil das transações envolvendo aplicações financeiras de qualquer natureza. Esses controles devem ser feitos por transação e na data em que ocorrem, devendo ser iniciado pelo responsável pela transação e avaliado pelo departamento contábil. A recomendação específica é para o departamento contábil proceder à reconciliação dos valores apresentados e criticá-los à luz dos CPCs 03 (R2), 26 (R1) e 38, quanto às tipificações e classificações efetuadas pelos responsáveis das transações.</p> | <p><i>A Companhia não interpretou de forma adequada a classificação entre caixa e equivalentes de caixa conforme norma CPC 3 (R2). Dessa forma, a empresa entendeu como oportuna a recomendação e aprimorou os seus controles de monitoramento sobre a tipificação e classificação contábil das transações envolvendo aplicações financeiras de qualquer natureza.</i></p> <p><i>Status implementado</i></p> |
| <p><u>Efeitos de combinação de negócios nos resultados por ações</u></p> <p>Os auditores comentam que a Companhia realizou em anos anteriores algumas transações de aquisição de participações em determinadas empresas, envolvendo combinação de negócios, como por exemplo a Alphaville Urbanismo S.A. ("AUSA"). Nessa transação específica, ocorrida em 2007, e comentado que foi adquirido 60% do capital social da AUSA, com um compromisso de aquisição dos 40% restantes até 5 anos após a primeira aquisição. A opção de liquidação dessa obrigação em caixa ou através de emissão de ações da Companhia. Por esse motivo não houve valor justo da obrigação a ser reconhecida. Todavia, em função da probabilidade de liquidação da dívida através de emissão de títulos da própria Companhia, as potenciais ações a serem emitidas deveriam fazer parte do cálculo de apuração do resultado diluído por ação, conforme estipula o CPC 41 – Resultado por ação. Em 31 de dezembro de 2011, o efeito dessas potenciais ações a serem emitidas na apuração do resultado diluído</p> | <p>A Companhia deverá aprimorar os seus controles de monitoramento e identificação de potenciais transações e instrumentos que poderiam ser classificados na apuração do cálculo de resultado diluído por ação, bem como, aprimoramento dos seus controles quando da ocorrência de futuras transações de aquisições com combinação de negócios, avaliando todos os aspectos envolvidos na transação, incluindo possíveis instrumentos derivativos embutidos (<i>embedded derivatives</i>), a fim de evitar os riscos acima expostos.</p>  | <p>A companhia possui controle relacionado ao processo, porém reconhece a necessidade de aprimoramento do mesmo . criando um check list específico com as discussões técnicas, das áreas fiscal, legal e contábil para novas operações de combinação de negócios.</p> <p><i>Status implementado</i></p>  |

**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**

|  |  |  |
|--|--|--|
| <p>por ação foi nulo, em função da apresentação de prejuízo no exercício (efeito antidilutivo), porém, o número potencial de emissão de ações totalizava mais de 70 milhões, o que poderia impactar significativamente o resultado por ação em caso de apresentação de lucro por parte da Companhia.</p>   |  |  |
| <p><u>Controles e análises sobre custo orçado</u></p> <p>A Companhia tem por controle realizar a revisão periódica dos custos orçados em relação aos custos incorridos, por meio de avaliação do saldo global dos gastos do empreendimento, porém, sem o acompanhamento individualizado por grupo de insumo e/ou serviço (família). Durante o quarto trimestre de 2011, a Companhia revisitou os custos orçados de seus empreendimentos em andamento e identificou ajustes extemporâneos em alguns empreendimentos, que deveriam ter sido imputados ao ano de 2010 e que não haviam sido identificados através dos controles internos da Companhia, vigentes naquela data. Em decorrência desses ajustes nos orçamentos, as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010 foram reapresentadas, conforme estipulado pelo CPC 23 – Políticas contábeis, mudança de estimativa e retificação de erro, pois afetou diretamente o percentual de margem apurada para a determinação da receita, que é apurada através do critério de percentual de evolução da obra (POC), conforme CPC 17 – Contratos de construção e CPC 30 – Receitas, especificamente quanto ao ICPC 02 – Contratos de construção do setor imobiliário e ao OCPC 04 – Aplicação da interpretação técnica ICPC 02 às entidades de incorporação imobiliária brasileiras. Os efeitos nos resultados líquidos da Companhia referentes aos exercícios de 2010 e 2011 foram, respectivamente, R\$151.485 e R\$639.482.</p> | <p>Recomendamos que a Companhia aprimore e avalie a possibilidade de criação de controles adicionais para mitigar o acompanhamento dos custos orçados e os reflita contabilmente de forma tempestiva em caso de ajustes periódicos que possam vir a ocorrer e tenham sido classificados como mudança de estimativa. Adicionalmente, recomendamos que nesses controles também existam aprimoramentos quanto à revisão por família e grupo de insumos, e também, para que haja trabalhos específicos do departamento de auditoria interna sobre o processo de revisão dos orçamentos de forma periódica e constante, uma vez que os possíveis riscos existentes podem afetar diretamente a situação econômica e financeira da Companhia.</p> | <p>Foram efetuadas melhorias significativas relacionadas aos controles e análises dos custos orçados nas obras e atualmente é possível detectar as variações de custos no momento que efetivamente ocorrem e também projetar potenciais desvios.</p> <p>Outros controles importantes que foram aprimorados pela Área de Planejamento e Controle de Obra em 2011 estão relacionados ao: (i) aprimoramento do acompanhamento dos gastos por níveis de grupo de despesas e família através da criação de indicadores levando-se em conta a tipicidade e o histórico da obra, (ii) indicadores que avaliam a evolução física do projeto (por obra, grupo de gerentes e diretoria) e (iii) indicadores que correlacionam a evolução física e financeira do projeto e apresentam potenciais desvios.</p> <p><u>Tenda</u></p> <p>Para a unidade de negócios da Tenda, a Companhia adotou em 2012 um novo modelo de gestão de Obras que consiste em um gerenciamento efetivo de custos, prazo e qualidade das obras incluindo a criação de indicadores e realização de reuniões mensais com todos os níveis hierárquicos da empresa com objetivo de identificar qualquer alteração dos índices de gestão e estabelecer plano de ação.</p> <p>Foram criadas também células de controles, estruturas organizacionais responsáveis por grupos de obras que avaliam detalhadamente os orçamentos das obras, identificam tendência de custos, e analisam a variação de escopo e dos preços unitários que impactam no custo final das obras.</p> <p><i>Status implementado</i></p> |
| <p><u>Melhorias no processo de encerramento das demonstrações financeiras</u></p> <p>Foram detectados alguns</p>   | <p>Companhia deverá aprimorar o processo de encerramento das demonstrações financeiras e os seus respectivos controles já existentes, com o intuito de</p>   | <p>A Cia reconhece como oportuna a recomendação e implementou as ações abaixo:</p> <p>Aprimoramento e monitoramento do</p>   |

**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**

|   |  |  |
|---|--|--|
| <p>controles, devidamente desenhados na matriz de risco e estavam sendo operacionalizados em seu processo de encerramento das demonstrações financeiras da Companhia.</p> <p>Todavia, algumas deficiências nos controles, bem como, alguns pontos de melhoria foram identificados e deveriam ser aprimorados, a fim de evitar riscos de apresentação incorreta das demonstrações financeiras à luz do CPC 26 (R1) e aos demais CPCs correspondentes às divulgações mínimas exigidas contabilmente, bem como, melhorias no processo que poderiam trazer ganho de eficiência e redução de custos no processo de encerramento das demonstrações financeiras.</p> | <p>constantemente manter uma evolução qualitativa nas informações que estão sendo divulgadas pela Companhia, bem como, a fim de solidificar tais informações, para que sejam fidedignas e possam ser utilizadas para tomadas de decisão dos usuários dessas demonstrações financeiras. Também, a observação aos procedimentos acima e outros que por ventura venham a auxiliar no processo de encerramento das demonstrações contábeis e na governança corporativa, agregam visam agregar valor à Companhia e gerar informações com mais qualidade, clareza e assertividade.</p> | <p>check list de procedimentos internos</p> <p>Criação da política e controles formais sobre todas as contas que envolvem julgamento e estimativas</p> <p>Criação do comitê de políticas contábeis para revisão e discussão tempestiva dos pronunciamentos contábeis.</p> <p>Criação do Comitê Interno de Certificação das Demonstrações Financeiras</p> <p><i>Status implementado</i></p> |
| <p>Os Diretores da Companhia tomaram ciência das deficiências identificadas e recomendações apresentadas e implementaram plano de ação específico para cada uma das deficiências, as quais foram sanadas durante o ano de 2012.</p> <p>Deve-se ressaltar que os comentários do auditor independente sobre os controles internos para o ano de 2012 somente foram entregues à Companhia após revisão e opinião sobre as demonstrações financeiras em USGAAP.</p>   |  |  |

**10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados****10.7. ASPECTOS REFERENTES A EVENTUAIS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS:**

|   |
|---|
| <b><i>a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados</i></b>  |
| <p>Os recursos provenientes da oferta de ações da Companhia (Follow On), em 2007, foram destinados à formação do banco de terrenos, expansão das atividades, formação de parcerias, manutenção de capital de giro e pagamento de despesas relacionadas à oferta.</p> <p>Os recursos provenientes das emissões de debêntures realizadas foram destinados ao reforço de capital de giro, ou seja, ao financiamento de unidades residenciais de empreendimentos imobiliários.</p> <p>Os recursos provenientes da Oferta de Distribuição Pública Primária de Ações da Companhia (Follow On), liquidada em 29 de março de 2010, foram utilizados em aquisição de terrenos, formação de capital de giro, obtenção de parcerias e aquisições estratégicas e lançamento de novos empreendimentos imobiliários.</p> <p>Os recursos provenientes das emissões de Notas Promissórias realizadas em 2011 foram destinados ao reforço de capital de giro da companhia.</p> |
| <b><i>b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição</i></b>  |
| <p>Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição.</p>  |
| <b><i>c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios</i></b>   |
| <p>Não aplicável, considerando a não ocorrência de desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos.</p>   |

**10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios****10.8. ITENS RELEVANTES NÃO EVIDENCIADOS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA:**

|  |
|--|
| <b><i>a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial</i></b>                         |
| A Companhia não possui ativos ou passivos materiais que não estejam refletidos nesse Formulário e nas demonstrações financeiras e suas notas explicativas. |
| <b><i>b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras</i></b>   |
| A Companhia não possui outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.  |

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

**10.9. EM RELAÇÃO A CADA UM DOS ITENS NÃO EVIDENCIADOS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INDICADOS NO ITEM 10.8:**

|   |
|---|
| <b><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></b> |
| Conforme explanado no item 10.8 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.   |
| <b><i>b) natureza e propósito da operação</i></b>   |
| Conforme explanado no item 10.8 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.   |
| <b><i>c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor da Companhia em decorrência da operação</i></b>   |
| Conforme explanado no item 10.8 acima, não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.   |