

**Análise dos Efeitos Econômicos e Financeiros dos
Distratos nas Compras de Imóveis Residenciais na
Planta sobre as Empresas Incorporadoras**

**Associação Brasileira das Incorporadoras Imobiliárias
- ABRAINC**

Produto 2 - Relatório Técnico Final – 2ª Versão

30 de outubro de 2017

FICHA TÉCNICA

Objeto do Contrato	Análise dos efeitos econômicos e financeiros dos distratos nas compras de imóveis residenciais na planta (contratos de promessa de compra e venda de imóveis residenciais) sobre as empresas incorporadoras
Data de Assinatura do Contrato	04/07/2017
Prazo de Execução	6 (seis) semanas
Contratante	Associação Brasileira das Incorporadoras Imobiliárias – ABRAINC
Contratada	Fundação Getulio Vargas
Coordenador	José Bento Carlos do Amaral Junior

Sumário

RESUMO EXECUTIVO	4
1. INTRODUÇÃO.....	8
2. INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA: HISTÓRICO RECENTE.....	12
2.1 O SURTO DE CRESCIMENTO RECENTE: CARACTERIZAÇÃO E PAPEL DA CONSTRUÇÃO HABITACIONAL	12
2.2 A RELEVÂNCIA DO AMBIENTE REGULATÓRIO DA ATIVIDADE DE INCORPORAÇÃO E CONSTRUÇÃO.....	13
2.3 A ATIVIDADE DE INCORPORAÇÃO E A SEGURANÇA REGULATÓRIA	15
2.4 ORIGENS DA REGULAÇÃO DA ATIVIDADE DE INCORPORAÇÃO	17
2.5 ALGUMAS LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA HISTÓRICA.....	18
3. CARACTERIZAÇÃO DAS CONDUTAS DOS COMPRADORES	21
3.1 INVESTIDORES E PATRIMONIALISTAS: AS DUAS CONDUTAS	21
3.2 COIBINDO A CONDUTA DE INVESTIDOR EXPRESSA POR MEIO DE DISTRATOS.....	24
4. IMPACTO DOS DISTRATOS SOBRE AS FINANÇAS DAS INCORPORADORAS	31
4.1 CUSTOS IRRECUPERÁVEIS	31
4.2 IMPACTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS DOS DISTRATOS.....	33
5. CONCLUSÕES.....	39
ANEXOS.....	41
ANEXO 1 - DEFINIÇÃO DE OPÇÕES.....	42
ANEXO 2 - TABELAS ADICIONAIS.....	46

RESUMO EXECUTIVO

- O direito à moradia foi reconhecido como um direito universal pela **Organização das Nações Unidas na Declaração Universal dos Direitos Humanos** de 1948. Na **Constituição Federal** brasileira, a moradia foi confirmada como direito fundamental por meio da **Emenda Constitucional n. 26**, que alterou a redação do artigo 6º;
- Nos anos recentes, todo um conjunto de fatores de natureza regulatória e econômica tem contribuído para que o desempenho da atividade incorporadora seja colocado em risco, abrindo espaço para condutas de natureza meramente financeira, sobretudo no caso dos imóveis residenciais adquiridos por meio dos chamados contratos de “promessa de venda e compra”, também chamados de “contratos de aquisição de imóveis na planta”;
- O comportamento recente dos preços dos imóveis acabou por estimular condutas meramente de investidor, nas quais os compradores desses imóveis obtêm ganhos financeiros “optando” pelo distrato e arbitrando (no sentido financeiro) ganhos em razão dos diferenciais de preços entre o contrato, firmado em algum ponto do passado, e os valores correntes de imóveis semelhantes;
- Nesses casos, tudo se passa como se esses compradores, que assumem a postura de investidores, houvessem adquirido não somente um ativo financeiro (o direito sobre um imóvel em construção), mas também um derivativo, mais especificamente uma *opção de put*, ou seja, o direito desistir da compra, reavendo os valores pagos, parcial ou integralmente;
- Apesar desse paralelo, uma diferença crucial entre o distrato e a opção de *put* seria que no último há um acordo *a priori* entre as partes envolvidas mediante o pagamento de um prêmio para a obtenção desse instrumento. Já no distrato, não só inexistente esse acordo como não há embasamento legal;
- A **Lei das Incorporações (Lei. 4.591/64)** não prevê a figura do distrato. Ao mesmo tempo, os contratos de promessa de compra e venda de imóveis na planta são firmados em caráter irrevogável e irretratável. A diversidade com que a questão vem sendo tratada tem ampliado a insegurança regulatória;

- Em paralelo, a referida **Lei** prioriza o interesse coletivo dos promitentes compradores em relação a eventuais interesses particulares, inclusive no caso de inadimplência, prevendo o leilão dos direitos adquiridos relativos às unidades inadimplentes;
- A história recente do mercado imobiliário brasileiro traz algumas lições a respeito. Pode-se dizer que a segurança regulatória é uma condição absolutamente necessária para o sistema funcionar. Em dois momentos diferentes de nossa história, os aperfeiçoamentos regulatórios foram decisivos para reestabelecer a confiança em um segmento que tem grande participação na economia e na vida das pessoas. O primeiro deles sendo a formulação da Lei das Incorporações (Lei nº 4.591/1964) e o segundo a criação do Patrimônio de Afetação (Lei nº 10.931/2004);
- Por fim, a crise atual mostra que a questão regulatória certamente não é suficiente para sustentar o crescimento. O tempo de negócios e o próprio ciclo econômico afetam a dinâmica do mercado. Como é possível observar ao longo da história, nesses momentos de crise, na tentativa de amenizar seus efeitos, é comum o surgimento de inseguranças regulatórias que podem beneficiar um grupo restrito, mas acabam por dificultar a retomada dos negócios e prejudicam uma imensa maioria de compradores e investidores;
- A ocorrência do distrato impacta diretamente as receitas obtidas com a venda de unidades. Ou seja, se um empreendimento imobiliário obteve em vendas, durante o lançamento e o período pré-chaves, R\$1 milhão, mas a taxa de distrato atingiu 30%, a receita com vendas cairia para apenas R\$700 mil. No entanto, seus efeitos sobre as finanças das incorporadoras são ainda mais extensos por conta do hiato ocasionado pela não transferência dos financiamentos bancários, como será visto adiante;
- Como consequência secundária, a fim de honrar com as despesas previstas de cada empreendimento em execução, as incorporadoras acabam por recorrer a fontes de financiamento não previstas no início da obra, ampliando seu custo financeiro. Por fim, os distratos desconsideram que cada empreendimento gera custos irrecuperáveis para as incorporadoras. Sendo assim, a cessação de pagamentos e a devolução imediata dos valores pagos, parcial ou integral, acabam por se tornar fontes de claro estresse financeiro para aquelas empresas;

- A utilização do distrato a partir de uma conduta de investidor, isto é, visando a utilização da compra de imóveis residenciais “na planta” com o mero intuito de se obter ganhos financeiros, é uma postura cuja lógica é essencialmente individual;
- Fica evidente que, ao assumir a conduta investidora, esse comprador coloca-se em oposição aos outros dois agentes (ou grupos de agentes) econômicos envolvidos na operação: as empresas incorporadoras e, sobretudo, o conjunto dos compradores patrimonialistas, isto é, cuja conduta revela intenção de aquisição do imóvel para moradia;
- Utilizando dados reais relativos ao fluxo financeiro de empreendimentos fornecidos pela **Abrainc**, foi possível estimar que o percentual de retenção que coibiria a conduta investidora relacionada ao distrato e não prevista em contrato varia entre 20% a 30% do valor do contrato, a depender do horizonte temporal que se utiliza como referência. Uma vez que, no Brasil, paga-se em torno de 20% do valor do contrato no momento pré-chaves, nota-se que a retenção proposta equivaleria a 100% do valor pago até a entrega das chaves;
- Quanto mais distante no tempo for esse horizonte considerado, maior deve ser a retenção para que o distrato não seja interessante ao comprador que deseja ter uma conduta investidora fazendo uso do distrato;
- A análise financeira do impacto dos distratos também deve ter como referência os custos denominados irrecuperáveis, que são aqueles incorridos pelas incorporadoras no *marketing*, na montagem de *stand*, prêmio sobre vendas, IPTU e condomínios sobre as unidades não vendidas;
- Tais custos são considerados irrecuperáveis, pois, na ocorrência do distrato, a incorporadora não tem a possibilidade de reavê-los, ainda que a unidade devolvida seja novamente comercializada. Isso significa que a incorporadora arca com tal ônus. Os custos irrecuperáveis são estimados em, na média, 11% do total das receitas, o que equivale a 55% do valor pago no período pré-chave; e
- Além da redução do fluxo de receitas, os impactos nos resultados das incorporadoras também se dão por conta da necessidade de essas empresas buscarem financiamentos

no mercado para dar andamento às obras. Os maiores contrastes entre receitas e resultados esperados e efetivamente obtidos concentram-se no momento da entrega das chaves. Esse é o ponto do fluxo no qual os compradores devem quitar as unidades ou obter financiamento bancário. A redução dos recebíveis decorrente dos distratos tem forte impacto financeiro sobre as incorporadoras nesse ponto do fluxo dos empreendimentos. Em resumo, o distrato motivado por uma conduta investidora onera as incorporadoras de forma não prevista originalmente no contrato de promessa de compra e venda e se opõe aos interesses dos compradores patrimonialistas.

1. Introdução

O direito à moradia foi reconhecido como um direito universal pela **Organização das Nações Unidas na Declaração Universal dos Direitos Humanos** de 1948. Na **Constituição Federal** brasileira, a moradia foi confirmada como direito fundamental por meio da **Emenda Constitucional n. 26 de 2000**, que alterou a redação do artigo 6º.

Ocorre que, para se tornar efetivo, esse direito exige a operação eficaz das atividades empresariais que dão sustentação ao crescimento da oferta de novas habitações. Afinal, a **Fundação Getúlio Vargas** estima que o déficit de moradias no Brasil seja da ordem de 7,7 milhões de unidades, 11,4% do total de domicílios do país, com intensa concentração nos estratos de renda mais baixos, sendo 91% do total preenchido por famílias cuja renda é de até três salários mínimos¹.

Nesse contexto, a atividade das incorporadoras merece atenção especial. Isto porque, de acordo com as normas legais, especialmente a chamada **Lei das Incorporações (Lei nº 4.591/1964)**, tais empresas representam um papel fortemente articulado dos atores econômicos envolvidos nas atividades que resultam na expansão da oferta de novas moradias. Assim, sempre de acordo com a referida Lei, as incorporadoras desempenham todo um conjunto de atividades com a finalidade de construir ou promover a construção de edificações ou conjunto de edificações, bem como a comercialização, total ou parcial, de unidades autônomas que, em conjunto, formam condomínios (art. 28 da referida **Lei nº 4.591**).

Moradia: direito universal garantido pela constituição

O direito à moradia, consagrado tanto pela Declaração Universal dos Direitos do Homem da ONU quanto pela Constituição Federal Brasileira, só se torna efetivo pela operação eficaz das empresas que operam nos ramos da construção e da incorporação imobiliárias

Nesse sentido, o conjunto das medidas de estímulo, corporificadas nas diversas políticas habitacionais colocadas em marcha desde o advento da **Lei**, sempre teve como objetivo final tornar efetivo o direito à moradia, reduzindo o déficit habitacional. Esta é, sem dúvida, a principal missão da atividade incorporadora, vista sob a ótica das políticas e dos direitos sociais.

¹Dados referentes a 2015 (último dado disponível). Castelo, Ana M.; Nour, Carolina; Gonçalves, Robson. *Desafios Crescentes da Oferta de Moradia*. Conjuntura da Construção, São Paulo, nº02, junho. 2017. <http://www.sindusconsp.com.br/wp-content/uploads/2017/06/CC-AnoXV-n2-JUN2017.pdf>. <Acesso: julho/17>.

Figura 1.1
Habitação Villa Verde, Constitución – Chile



Fonte: Elemental, 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/fozUY4>>. Acesso em: 05 set 2017.

Ocorre que, nos anos recentes, todo um conjunto de fatores de natureza regulatória e econômica tem contribuído para que o desempenho da atividade incorporadora seja colocado em risco, abrindo espaço para condutas de natureza meramente financeira, sobretudo no caso dos imóveis residenciais adquiridos por meio dos chamados contratos de “promessa de venda e compra”, também chamados de “contratos de aquisição de imóveis na planta”.

É nesse contexto que se insere o tema do distrato. Ele, porém, não foi previsto em nenhuma das normas legais, vigentes desde o final da década de 1960, nem mesmo na **Lei das Incorporações**. Adicionalmente, os “contratos de aquisição de imóveis na planta” tipicamente preveem que as obrigações neles assumidas têm caráter irrevogável e irretratável. **Em outros termos, nem a incorporadora pode desistir de construir e entregar os imóveis, ressalvado o prazo de 180 dias a partir do lançamento, nem o comprador pode, por um mero ato de vontade,**

Condutas investidora e patrimonialista podem coexistir

Não é possível saber, *a priori*, a intenção de um comprador de um imóvel residencial “na planta”. Mas é possível identificar condutas. Os que se dispõem a receber a chaves com fins de moradia revelam a postura *patrimonialista*. Os que se comportam de modo a obter ganhos financeiros revelam uma postura de *investidor*.

Essas posturas podem coexistir em um mesmo comprador que altera seu comportamento ao longo do contrato. Essa alternância pode depender de fatores **conjunturais**, como **desemprego** e mudanças no **orçamento familiar**.

desistir da compra. Em paralelo, a referida **Lei 4.591/64** prioriza o interesse coletivo dos promitentes compradores em vista de eventuais interesses particulares, inclusive no caso de inadimplência, prevendo o leilão dos direitos adquiridos relativos às unidades inadimplentes.

Também vale ressaltar que o comportamento recente dos preços dos imóveis acabou por estimular condutas meramente de investidor, nas quais os compradores desses imóveis obtêm ganhos financeiros “optando” pelo distrato e arbitrando (no sentido financeiro) ganhos em razão dos diferenciais de preços entre o contrato, firmado em algum ponto do passado, e os valores correntes de imóveis semelhantes.

Nesses casos, tudo se passa como se esses compradores que assumem a postura de investidores houvessem adquirido não somente um ativo financeiro (o direito sobre um imóvel em construção), mas também um derivativo, mais especificamente uma *opção de put*, ou seja, o direito desistir da compra, reavendo os valores pagos, parcial ou integralmente.

Esse tipo de conduta, antes de tudo, não é previsto nem na legislação nem nos típicos contratos celebrados entre compradores e incorporadoras. **Ademais, o distrato caracteriza, no mais das vezes, um comportamento investidor em desacordo com a principal missão da atividade empresarial das incorporadoras, sustentada pelas políticas habitacionais das últimas décadas, que é a provisão de novas moradias para as famílias. Em outros termos, a típica conduta subjacente aos distratos aproxima a compra de imóveis “na planta” a uma aposta de caráter financeiro.** Suas consequências, amplamente discutidas no presente trabalho, colocam em xeque os outros dois atores envolvidos na atividade de incorporação: de um lado, as próprias incorporadoras, cujo fluxo financeiro tende a ser comprometido com a redução dos fluxos de recebíveis e as despesas com a devolução dos valores pagos; de outro, os compradores com perfil e conduta patrimonialista, cujo objetivo essencial no ato da assinatura dos contratos de promessa de venda e compra, e o comportamento adotado frente aos mesmos, é a moradia, isto é, a função precípua da atividade de incorporação residencial.

Falta de previsão legal dos distratos

Seja qual for o motivo da devolução de um imóvel em construção, deve-se reconhecer que a legislação em vigor não prevê a figura do distrato.

Ao mesmo tempo, os contratos são firmados em caráter irrevogável e irretratável.

Nesse sentido, o objetivo do presente relatório é esclarecer aspectos econômicos que se acham na base da questão dos distratos, destacando os estímulos que o cenário atual oferece à adoção de condutas meramente investidoras, voltadas para a obtenção de ganhos de natureza financeira às custas de empresas e de famílias interessadas efetivamente em adquirir moradias.

A fim de cumprir esse objetivo, este relatório encontra-se estruturado da seguinte forma:

O **capítulo 1** apresenta um breve histórico da atividade de incorporação imobiliária, destacando, entre outros, aspectos ligados à evolução da regulação. O capítulo aponta, ainda, algumas lições relevantes da experiência histórica no contexto da análise dos impactos dos distratos sobre a atividade.

O **capítulo 2** aborda a questão dos distratos sob uma ótica financeira. O objetivo principal é demonstrar que, em desacordo com o previsto originalmente pelas normas em vigor, a motivação para muitos dos distratos tem caráter financeiro, assemelhando-se de forma indevida a operações no mercado futuro, especialmente aquelas com uma classe de derivativos chamada “opção de *put*”. O capítulo também estima qual seria o valor de retenção dos valores pagos pelos promitentes compradores capaz de desestimular essa prática, denominada de “conduta investidora”.

Os **capítulos 3 e 4** analisam o fluxo financeiro de alguns empreendimentos selecionados com o objetivo de explicitar os impactos dos distratos sobre as finanças das incorporadoras. A análise visa demonstrar os riscos que um volume excessivo de distratos gera para o coletivo dos compradores, sobretudo daqueles que assumem a postura “patrimonialista” (isto é, revelam intenção de morar nos imóveis em construção). Nesse sentido, o conteúdo do capítulo explicita a crescente necessidade de alavancagem financeira (recurso a capital de terceiros) em situações em que o fluxo de receitas dos empreendimentos se reduz de forma crítica por conta dos distratos. O **Capítulo 5** apresenta as conclusões do trabalho. Por fim, a seção de **Anexos**, finaliza o relatório.

2. Incorporação Imobiliária: Histórico Recente

2.1 O Surto de Crescimento Recente: Caracterização e Papel da Construção Habitacional

Entre 2007 e 2013, o país vivenciou um forte surto de crescimento que teve como uma das protagonistas a construção habitacional. A expansão dessa atividade resultou na geração de renda, emprego e tributos. Nesse período, os números do **IBGE** mostram que o **PIB brasileiro** cresceu 31% e o PIB da construção, 62% em termos acumulados. O total de empregos com carteira no segmento de edificações e incorporação dobrou no mesmo período de acordo com os dados da **Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) do Ministério do Trabalho e Emprego**, passando de 825 mil postos de trabalho em dezembro de 2006 para 1,66 milhão em dezembro de 2013. Esses números evidenciam que houve grande formalização da produção de habitações nesse período. Ou seja, habitações que antes eram produzidas pelo sistema de autoconstrução ou por autogestão, passaram a ser produzidas por empresas formalmente constituídas, gerando ganhos de arrecadação e melhorias para o mercado de trabalho.

Vale notar que, mesmo em 2009, ano em que boa parte dos países desenvolvidos sofreu os efeitos da crise financeira, o setor brasileiro da construção registrou crescimento elevado: naquele ano, o **PIB setorial** cresceu 7%, o que contribuiu para amenizar os efeitos da crise externa sobre a economia como um todo. Naquele mesmo ano, o **PIB brasileiro** registrou variação de -0,1%, enquanto setor de edificações gerou de 114,3 mil novos postos de trabalho.

2.2 A Relevância do Ambiente Regulatório da Atividade de Incorporação e Construção

Diversos fatores contribuíram para a grande expansão do mercado imobiliário e da economia nesse período 2007-2013. Indiscutivelmente, o principal alicerce foi a estabilização da economia proporcionada pelo Plano Real (1994). No entanto, passados dez anos de taxas de inflação em patamares mais próximos aos das economias desenvolvidas, foram as mudanças regulatórias voltadas à melhoria do ambiente institucional que trouxeram maior segurança às famílias e aos investidores e permitiram a efetiva expansão do crédito, da demanda e, por fim da oferta habitacional.

Entre as mudanças regulatórias realizadas no período que antecedeu o surto de crescimento, a principal se refere à **Lei nº 10.931**, de 2004, que instituiu o patrimônio de afetação, instrumento que protege juridicamente o comprador do imóvel na planta. Ao separar o negócio da incorporação dos demais negócios da empresa, a **Lei** teve por objetivo garantir a entrega do imóvel ao comprador mesmo em caso de problemas financeiros da construtora.

Nesse sentido, a figura do patrimônio de afetação representou importante avanço na busca de maior transparência e formalização do mercado. Também, a **Lei nº 9.514**, de 1997, disciplinou a aplicação da alienação fiduciária, inserida no Novo Código Civil em 2002, e instituiu o valor incontroverso, instrumento que estabelece a continuidade do pagamento da parte da prestação não contestada nos casos de disputas judiciais.

O avanço da atividade de construção habitacional observado após a entrada em vigor dessas normas evidencia a importância da estabilidade regulatória e da garantia de segurança jurídica como elementos essenciais para um bom ambiente de negócios, o qual favorece empresas e famílias.

Importância da regulação

A atividade de incorporação vivenciou contínuo aprimoramento de seu marco regulatório, desde a chamada “Lei das Incorporações” (Lei 4.591/64), até as alterações no Código Civil de 2002 e a “Lei do Patrimônio de Afetação” (Lei 10.931/2004).

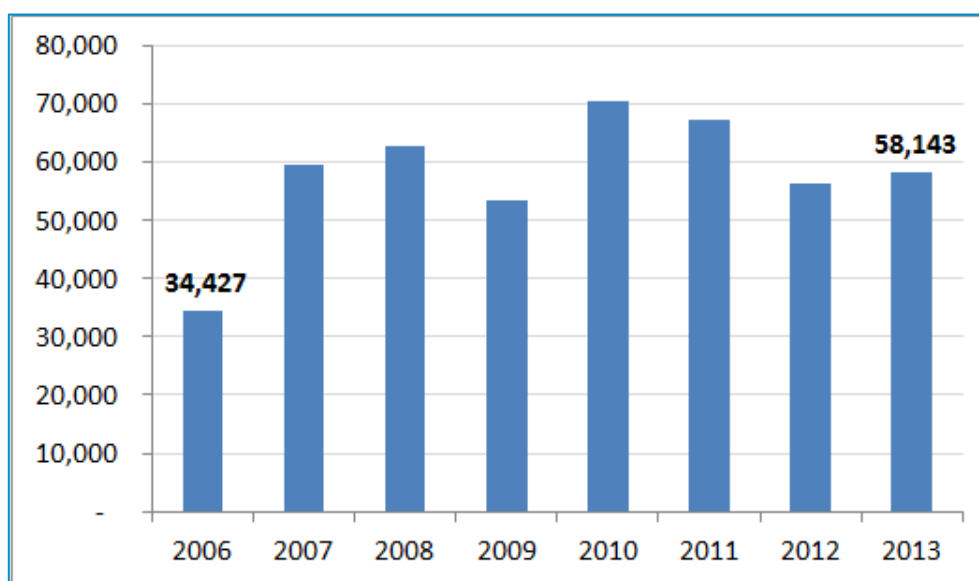
Essa atividade mostra-se muito sensível ao ambiente jurídico e à confiança dos compradores em relação às empresas construtoras e incorporadoras.

Por isso, não se pode descuidar da estabilidade das regras e da segurança jurídica e regulatória.

Naquele período (2007-2013), com a obtenção do grau de investimento pelo país (2008), o reforço da segurança regulatória permitiu que um grupo de empresas do setor, de forma inédita, fosse bem-sucedido na abertura de seu capital. Entre 2005 e 2007, 25 empresas levantaram R\$ 18,4 bilhões por meio de operações de abertura de capital. A dimensão deste montante é muito expressiva. Em termos comparativos, esse valor é equivalente ao total de recursos com origem na poupança que foi disponibilizado para o financiamento habitacional em 2007. O surgimento no setor de grandes companhias de capital aberto foi um marco, contribuindo para reforçar o crescimento do setor em bases mais sólidas em termos de padrão de gestão, governança, *compliance* etc., aspectos típicos das Sociedades Anônimas.

Gráfico 2.2.1

Lançamentos residenciais na Região Metropolitana de São Paulo - Em mil unidades - (2006-2013)



Fonte: Embraesp

A mudança de patamar da atividade de construção habitacional no período analisado pode ser observada no **Gráfico 2.2.1**. Os números se referem aos lançamentos residenciais na Região Metropolitana de São Paulo, área para a qual existem fontes confiáveis disponíveis para essa variável. Nota-se que, apesar o impacto da crise global em 2009, o nível dos lançamentos dobrou entre 2006 e 2010. E, mesmo com a queda nos anos seguintes, o patamar de lançamentos em 2013 ainda era bastante elevado em comparação com o início do período.

2.3 A Atividade de Incorporação e a Segurança Regulatória

E por que a segurança regulatória pode fazer tanta diferença? Como as incorporadoras se inserem nesse contexto?

A compreensão da importância da **Lei do Patrimônio de Afetação** na recuperação do dinamismo do mercado nos remete ao período anterior ao Plano Real, quando a inflação chegou a atingir patamares superiores a 100% ao mês.

Vale lembrar que, depois um período em patamares mais reduzidos, a partir dos anos de 1980, a inflação retornou ao cenário brasileiro. Por conta da alta inflação, houve sucessivas alterações nas regras de correção dos contratos de crédito que geraram um descasamento entre o valor pago (prestações) e o saldo devedor, de tal modo que parte relevante dos financiamentos habitacionais não retornaram ao sistema. As famílias com saldo devedor foram favorecidas, mas as demais, que pleiteavam financiamentos, viram o volume de financiamentos reduzir significativamente.

A redução nas contratações de crédito atingiu tanto o financiamento voltado para a classe média, com origem nos recursos da poupança (**Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - SBPE**), como os programas que tinham como fonte o **Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS)**. No entanto, a restrição foi muito mais severa na contratação via recursos da poupança, que, em 1981, chegou a atingir 267 mil empréstimos e, dez anos depois, mal conseguiu superar o patamar de 40 mil financiamentos. A perda de capacidade do **Sistema Financeiro Habitacional (SFH)** no provimento de recursos para as famílias de renda média resultou no surgimento de formas alternativas de financiamento. As incorporadoras assumiram o papel das instituições financeiras, ou seja, passaram a financiar as famílias diretamente. Nessa fase, vários programas de financiamento direto proliferaram no país. Obviamente, o sistema era limitado à capacidade financeira das próprias empresas e das famílias, que tinham menos tempo

“A Quebra de contrato gerou perdas aos compradores...”

Ao assumirem compromissos de produção e financiamento que não puderam cumprir, incorporadoras deixaram de entregar unidades habitacionais adquiridas pelas famílias.

para pagar os empréstimos em relação ao tempo oferecido pelos bancos, o que impunha limites a essa modalidade.

A atividade formal de construção foi severamente afetada, pois muitas famílias passaram a recorrer à autogestão, isto é, à autoconstrução e à auto reforma, adquirindo materiais de construção no comércio e gerindo as próprias obras. Nesse período mais crítico, algumas incorporadoras assumiram compromissos de produção e financiamento que não puderam cumprir, deixando assim de entregar as unidades habitacionais adquiridas pelas famílias. A quebra de contrato gerou perdas aos compradores e abalou profundamente a confiança no sistema como um todo, que apenas a partir de 2007 inicia um novo ciclo de crescimento, no qual a mudança regulatória, detalhada na seção anterior, teve um papel fundamental para reestabelecer a confiança perdida.

Essa não foi a primeira vez que o mercado habitacional registrou grande salto alicerçado por mudanças regulatórias que trouxeram mais garantias e transparência para famílias e investidores.

Figura 2.3.1
Condomínio em construção



Fonte: <https://goo.gl/r7y2fr> Acesso em: 05 set. 2017.

2.4 Origens da Regulação da Atividade de Incorporação

Em 1964, em conjunto com o reordenamento do sistema financeiro e a instituição da correção monetária, foi criado o **SBPE**, baseado nos depósitos voluntários das famílias.

No mesmo ano, para disciplinar a produção de habitações, foi estabelecida a **Lei do Condomínio e Incorporações (Lei nº 4.591/1964)**. Essa Lei teve o papel fundamental de reestabelecer a confiança do comprador de imóvel na capacidade da incorporadora de honrar o compromisso de venda firmado.

Antes disso, a figura do incorporador não existia legalmente, dificultando a responsabilização na esfera judicial por conta de prejuízos por projetos não concluídos. Segundo Hylton Filho:

Naquela época os acontecimentos se davam, mais ou menos, da seguinte maneira: um determinado empreendedor procurava um dono de terreno que pudesse abrigar a construção de prédio coletivo, sugerindo o pagamento do imóvel por meio da participação deste último nas vendas das unidades imobiliárias do futuro condomínio edifício. O empreendedor, por sua vez, procurava um construtor, que lhe fornecia o projeto e o custo da obra a ser edificada, e com base em todos estes dados, colocava as unidades à venda no mercado, praticando preço que pudesse remunerar todos os envolvidos. Instrumentalizado por uma mera "proposta" de compra e venda, e antes de edificar uma parede sequer, passava o empreendedor a captar recursos de seu público-alvo (massa de consumidores). Uma vez vendidas todas as unidades, lavrava-se a competente escritura de transmissão do domínio envolvendo o dono do terreno e os adquirentes que, em muitas das vezes, sequer conheciam o tal empreendedor².

Com as altas taxas de inflação do início dos anos de 1960, cresceu o número de obras não concluídas, trazendo muita insegurança para os compradores de imóveis. Com a **Lei nº 4.591/1964**, no entanto, a atividade de incorporação passa a existir legalmente. Segundo o disposto no art. 29, *caput*, dessa mesma **Lei**, o incorporador é definido formalmente como:

a pessoa física ou jurídica, comerciante ou não, que embora não efetuando a construção, compromisse ou efetive a venda de frações ideais de terreno objetivando a vinculação de tais frações a unidades autônomas, em edificações a serem construídas ou em construção sob regime condominial, ou que meramente aceite propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a termo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega, a certo prazo, preço e determinadas condições, das obras concluídas.

² Hylton Pinto de Castro Filho – “Breve estudo sobre a atividade de incorporação imobiliária.” Disponível in <https://jus.com.br/artigos/18539/breve-estudo-sobre-a-atividade-de-incorporacao-imobiliaria>.

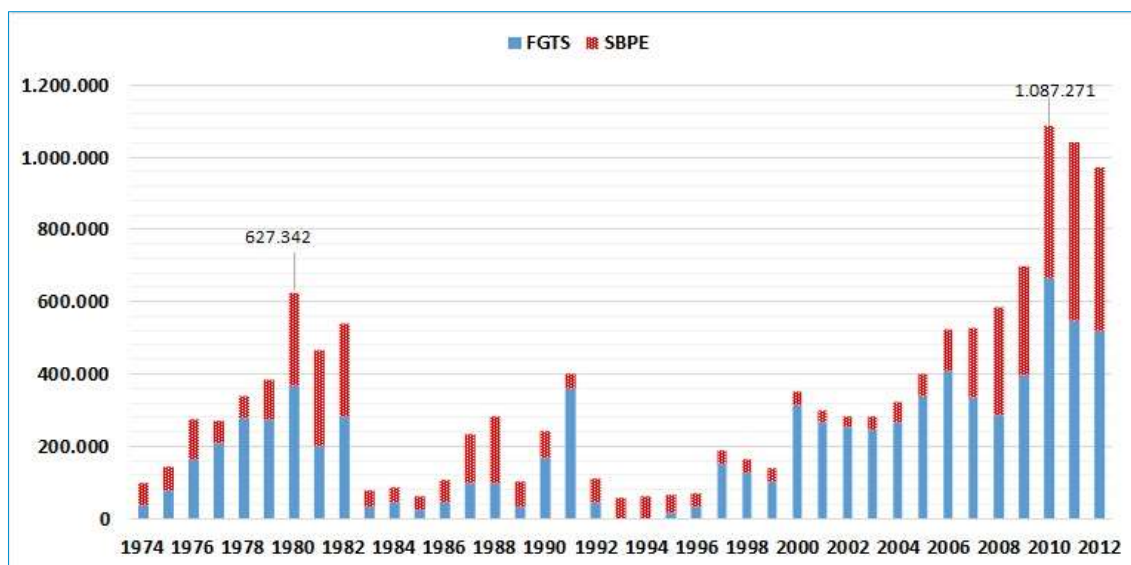
A **Lei nº 4.591/1964** também determinou a obrigatoriedade de estimativa e divulgação de parâmetros de custo de construção residencial pelos sindicatos da construção civil. Esses parâmetros, objetos de norma específica da ABNT, são a base para o cálculo do **Custo Unitário Básico da Construção (CUB)**, sendo utilizados para registro da incorporação. Em 1966, ao **SBPE** veio se somar o **FGTS** como formador da fonte de recursos do **Sistema Financeiro da Habitação (SFH)**.

2.5 Algumas Lições da Experiência Histórica

Os números do mercado de crédito confirmam a importância da segurança regulatória em diferentes momentos do tempo. Pode-se dizer que a segurança regulatória é uma condição absolutamente necessária para o sistema funcionar. Em momentos diferentes da história, os aperfeiçoamentos regulatórios foram decisivos para reestabelecer a confiança em um segmento que tem grande participação na economia e na vida das pessoas. Esse aperfeiçoamento veio com a criação da **Lei de Incorporação, do Sistema Financeiro Habitacional** e com a **Lei nº 10.931**.

Gráfico 2.5.1

**Unidades habitacionais financiadas com recursos do FGTS e do SBPE
1974-2002**



Fonte: CEF, Abecip

O ciclo de expansão do mercado imobiliário começou a reduzir o ritmo em 2013. A elevação dos preços dos imóveis a taxas muito superiores à renda dos compradores e o excesso de oferta em muitas cidades contribuiu para a queda na demanda e a geração de estoques além do desejado pelas incorporadoras, que iniciaram um período de ajuste com a redução mais forte dos lançamentos.

Duas lições fundamentais da experiência histórica brasileira

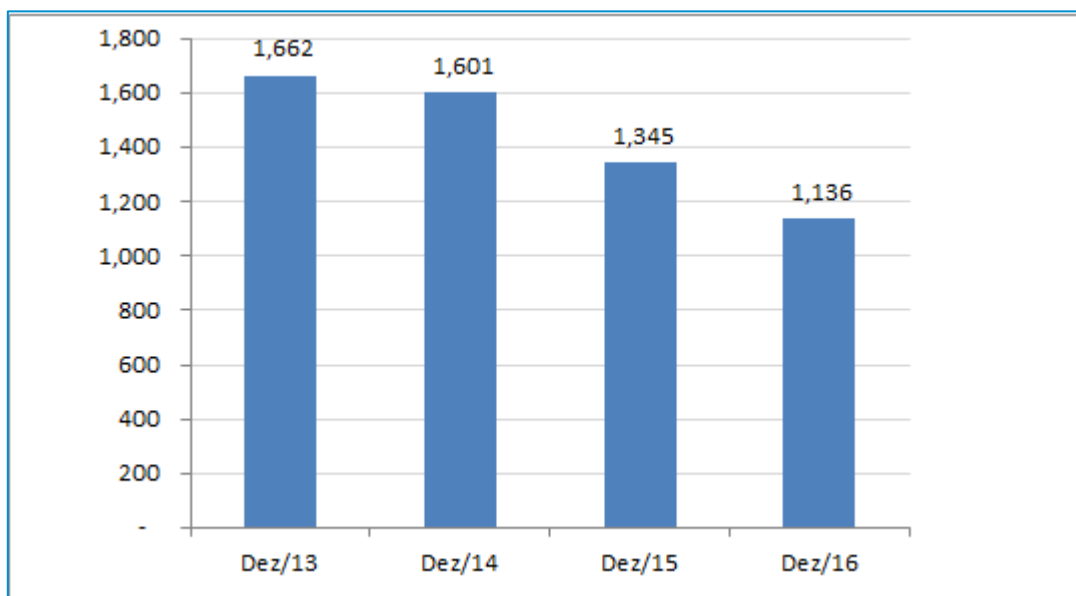
- A atividade de incorporação exige um arcabouço regulatório adequado.
- Tentativas de amenizar os efeitos da crise podem gerar inseguranças regulatórias que, visando beneficiar um grupo restrito, colocam em risco a atividade como um todo e o coletivo dos compradores.

A partir do final de 2014, a economia brasileira ingressou em uma forte recessão. Inflação e juros mais altos passaram a afetar severamente as famílias. O desemprego aumentou significativamente e o crédito tornou-se mais difícil. Assim, a crise econômica exacerbou o declínio do mercado imobiliário.

Como seria de esperar, o ciclo imobiliário se refletiu nos preços dos imóveis. Em sua fase de alta, pressionados pela demanda, os preços subiram, suscitando o temor de uma bolha imobiliária, a exemplo do que ocorreu nos EUA. Com a retração da demanda, a alta dos preços dos imóveis desacelerou para, em seguida, passar a cair.

Gráfico 2.5.2

Emprego com carteira nas atividades de edificação e incorporação - 2013-2016, final de período - Em milhão de trabalhadores



Fonte: Rais/caged. Elaboração: FGV.

Ainda assim, não há elementos na dinâmica recente do mercado brasileiro que indiquem que o país vivenciou uma bolha. Especialmente, não se dispõe do sistema de derivativos financeiros que deu origem à grande alavancagem do sistema americano.

Por fim, a crise atual mostra que a questão regulatória certamente não é suficiente para sustentar o crescimento. O ciclo de negócios e o próprio ciclo econômico afetam a dinâmica do mercado.

Mas assim como nos anos 80, quando a mudança nas regras de correção dos contratos de financiamento afetou a capacidade do sistema de conceder novos empréstimos, ao final do boom imobiliário, a onda de distratos não prevista pode afetar decisivamente a capacidade de produção das incorporadoras. A história nos traz algumas lições. Muitas vezes, nesses momentos de crise, na tentativa de amenizar seus efeitos, criam-se inseguranças regulatórias que podem beneficiar um grupo restrito, mas acabam por dificultar a retomada dos negócios e prejudicam a imensa maioria de compradores e investidores.

3. Caracterização das Condutas dos Compradores

3.1 Investidores e Patrimonialistas: as Duas Condutas

Com o surto de crescimento no setor de construção civil entre 2007 e 2013 e a disponibilidade abundante de crédito na economia, a ideia de investir em imóveis voltou a ganhar força no país.

Como dito anteriormente, de forma geral, **no mercado imobiliário há duas condutas** que predominam entre os compradores: **a de adquirir o imóvel visando valorização de seu preço para depois vendê-lo para a obtenção de ganhos de natureza exclusivamente financeira; e a intenção de adquirir um imóvel com objetivo de torná-lo moradia própria ou alugá-lo para terceiros.** Dentre as duas condutas, é especialmente a primeira que tem potencial para gerar o apelo ao distrato quando o comprador vê frustrada a expectativa de valorização do imóvel ou se depara com a possibilidade de outros ganhos, analisados adiante.

Para a primeira conduta, o comprador, doravante denominado investidor, é tipicamente aquele que enxerga de forma mais clara no mercado imobiliário um paralelo com o mercado financeiro. Enquanto na segunda, o comprador – aqui denominado patrimonialista – é aquele que não vê o mercado imobiliário da mesma forma que vê o mercado financeiro e busca no primeiro uma forma mais segura de constituição de patrimônio de caráter essencialmente residencial, para si ou para terceiros.

Condutas não são perfis de compradores

Condutas são comportamentos revelados, não perfis de pessoas. Assim, um comprador de imóvel na planta não é, *a priori*, nem patrimonialista nem investidor. Seu comportamento enquanto parte de um contrato de promessa de compra e venda de um imóvel residencial na planta não depende apenas de intenções prévias, mas também de condições regulatórias e de mercado. Potencialmente, ambas as condutas convivem em cada comprador.

Tabela 3.1.1

Distrato como percentual das vendas por tipo de empreendimento (%)

Empreendimento	março/17	Acumulado 12 Meses (Até Março/2017)
Médio e Alto Padrão (MAP)	52,1%	46,4%
Minha Casa Minha Vida (MCMV)	23,2%	18,3%

Fonte: ABRAINC - FIPE (Maio/2017)

Ambas as condutas estão presentes nas duas categorias de empreendimento: de **Médio e Alto Padrão (MAP)** e nos empreendimentos de **Minha Casa Minha Vida (MCMV)**. O volume de distratos, no entanto, é maior nos empreendimentos **MAP** do que nos empreendimentos **MCMV**, como ilustra a **Tabela 3.1.1**. Isso porque os preços dos empreendimentos **MAP** foram impactados de forma mais severa pela crise do que os empreendimentos **MCMV**. Além disso, os imóveis do **MCMV** possuem condições especiais de financiamento e subsídios, o que desestimula o distrato.

Esse desenho também é influenciado pela maior familiaridade dos investidores com o ferramental de mercado financeiro e com a jurisprudência predominante para com o distrato. Como já foi dito na seção anterior, por mais que a legislação estabeleça que os contratos firmados entre incorporadoras e compradores no ato da compra de uma unidade residencial na planta sejam irrevogáveis e irretratáveis, na prática não é o que acontece.

Semelhança entre o distrato e o exercício de uma opção de *put*

No mercado financeiro, uma opção de *put* é um direito que se adquire mediante compra. O dono da *put* pode, então, devolver um determinado ativo (tipicamente um título) ao vendedor antes do vencimento em condições pré-pactuadas. Nesse caso se dá o exercício da opção, que é um direito, não uma obrigação. Os distratos se assemelham ao exercício de uma opção de *put*. Mas o comprador não adquiriu esse direito junto ao vendedor (incorporadora).

Sendo assim, **os compradores que revelam a conduta investidora**, quando veem sinais de uma fraca valorização ou até desvalorização do imóvel que detêm, distratam o acordo com a incorporadora antes da entrega das chaves e assim, via de regra, conseguem de volta grande parte do valor pago inicialmente. Com o dinheiro recuperado, os Investidores conseguem repensar sua

estratégia inicial, podendo dar entrada no pagamento de outro imóvel de mesmo perfil por um valor mais baixo, obtendo lucro a partir do valor restituído com o distrato, ou determinando outra opção de investimento.

Nota-se, então, uma estratégia seguida pelo investidor que se assemelha a de uma opção de venda no mercado financeiro: ao comprar uma unidade na planta, o comprador paga uma porcentagem do valor total da unidade em parcelas até a entrega das chaves; quando nota que o empreendimento não teve a valorização esperada ou, por consequências de mercado, observa desvalorização, pede o distrato e recebe de volta uma parcela ou a totalidade do foi pago à incorporadora até o momento. Essa estratégia é economicamente mais viável quanto maior for a desvalorização do empreendimento.

Vale destacar, no entanto, que o nível de preços não é o único estopim para a conduta Investidora. Situações como de conjuntura econômica desfavorável e alto desemprego também são momentos propícios ao desenvolvimento dessa conduta.

O **Gráfico 3.1.1** ilustra como se relacionam o imóvel e a possibilidade de distrato com produtos no mercado financeiro. Vale destacar que, apesar dessa relação, no mercado financeiro, a opção é uma ferramenta acordada, **a priori**, entre ambas as partes e há o pagamento de um prêmio por parte de quem detém o seu direito. No caso do distrato, não existe esse mesmo acordo, muito menos qualquer pagamento adicional.

Coibir a conduta de investidor

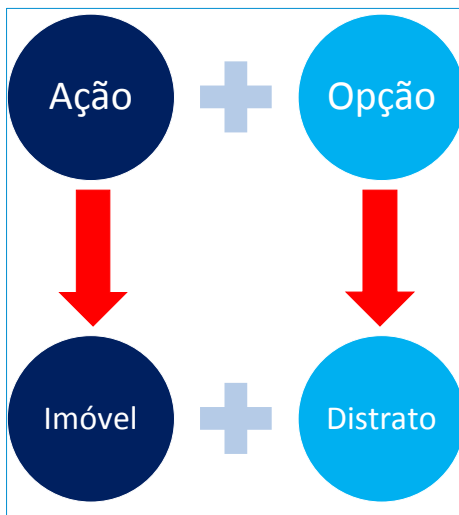
O aprimoramento das normas em vigor, disciplinando os distratos, deve visar coibir a postura investidor.

Em outros termos, devem ser reduzidas as possibilidades de utilização dos contratos de promessa de compra e venda de imóveis residenciais como meros instrumentos para obtenção de ganhos financeiros.

A postura investidor favorece ganhos individuais em detrimento do coletivo dos compradores, especialmente os ditos patrimonialistas.

Gráfico 3.1.1

Relação entre Mercado Imobiliário e Mercado financeiro



3.2 Coibindo a conduta de investidor expressa por meio de distratos

O recurso ao distrato a partir de uma conduta de investidor, isto é, minimizar possíveis perdas por conta da conjuntura do cenário, é uma postura cuja lógica é essencialmente individual. Em outros termos, o comprador que revela a conduta de investidor, muito embora faça parte do coletivo de compradores que contrata as incorporadoras para edificarem imóveis residenciais, opta pelo distrato com vistas a seus ganhos financeiros de natureza pessoal e exclusiva.

Fica evidente que, ao assumir a conduta investidora, esse comprador coloca-se em oposição aos outros dois agentes (ou grupos de agentes) econômicos envolvidos na operação: as empresas incorporadoras e, sobretudo, o conjunto dos compradores patrimonialistas, isto é, compradores cuja conduta revela intenção de aquisição para moradia.

Dado que se trata de questão de conduta ou comportamento revelado, e não de perfil pessoal de compradores, a questão que se coloca é a adoção de regras regulatórias que desestimulem a conduta de investidor, expressa por meio de distratos.³

No contexto atual, em que os preços dos imóveis residenciais vêm sofrendo quedas continuadas e o cenário econômico brasileiro é desfavorável, as regras capazes de coibir a postura investidora,

³ Um paralelo interessante, originado no Direito Penal, refere-se à definição de crime. Nesse sentido, o crime, sob o aspecto material, é definido como uma conduta, isto é, um comportamento ou ação humana prevista em lei penal incriminadora com previsão de pena. Para uma discussão mais ampla sobre o tema, veja-se QUEIROZ. Paulo. *Direito Penal – Parte Geral – 6ª Edição*. RJ: Ed. Lumen Juris.

passam, necessariamente, pela discussão do valor das parcelas pagas a ser retido no caso de devolução dos imóveis em construção, isto é, no caso dos distratos. O objetivo dessa retenção é a redução e, idealmente, eliminação dos ganhos de caráter exclusivamente financeiro decorrentes dos distratos, o que eliminaria o incentivo a fazer destes um simples instrumento financeiro, assemelhado a uma opção de *put*.

Vale ressaltar que, mesmo que o distrato ocorra por um motivo que não seja o ganho financeiro, ele não é economicamente (e legalmente segundo a legislação atual) viável, devendo haver, portanto, um custo de saída. Como será apresentado adiante, em demais países da América Latina e do mundo não há devolução de qualquer porcentagem ao proeminente comprador que realiza um distrato.

Obtido sucesso nesse intento de coibir a conduta investidora, os interesses do coletivo de compradores com postura patrimonialista estariam preservados frente à busca de ganhos financeiros com caráter individualista, típica dos que adotam a postura de investidor. Feito isso, sejam quais forem as intenções de cada comprador no ato de assinatura dos contratos de promessa de venda e compra, as normas regulatórias da atividade incorporadora estariam mais uma vez em sintonia com a intenção revelada pelo legislador no texto da **Lei das Incorporações** e em toda a política habitacional das últimas décadas, qual seja, assegurar que a atividade de incorporação seja orientada para a provisão de moradias para aqueles que adquirem imóveis residenciais “na planta” com intenção de residir em lugar de buscarem tão somente oportunidades de ganho financeiro de caráter individual.

Nesse sentido, vale um exemplo ilustrativo. Suponha-se que um indivíduo tenha comprado um apartamento na planta e concorde pagar R\$100 mil até o momento da entrega das chaves. Finda essa obrigação, o promitente comprador pode assumir um financiamento para quitar o restante do valor do imóvel ou então paga o restante no ato do fim das obras. Próximo da entrega da chave, esse indivíduo nota que o preço de mercado de seu apartamento caiu 20% e que há uma estagnação nos preços de imóveis. Assumindo inicialmente que esse indivíduo consiga reaver 100% do valor pago à incorporadora (ou seja R\$100 mil), ele pode realizar o distrato e conseguir com esse dinheiro, dar entrada em um apartamento de mesma qualidade com apenas R\$ 80 mil. No comparativo com os compradores de conduta patrimonialista que mantêm os pagamentos originalmente previstos no contrato de promessa de venda e compra, esse indivíduo distratante tem agora não apenas um ativo equivalente, mas também um ganho de R\$ 20 mil.

Além desse efeito causado pela queda pregressa nos preços, o comprador que adotou a postura de investidor pode se deparar com um segundo incentivo caso haja tendência de novas quedas. Se ele realizar o distrato, reavendo R\$100 mil, essa tendência do mercado permitiria que o mesmo fizesse uma aplicação financeira e, com o retorno desse investimento, desse entrada em um empreendimento equivalente depois de algum tempo, auferindo os ganhos extras da aplicação feita.

Tem-se, portanto, ao menos três incentivos para se realizar o distrato: a queda já ocorrida nos preços dos imóveis torna o distrato uma ferramenta para a obtenção de ganhos, a possibilidade de investimentos alternativos mais rentáveis frente ao comportamento esperado dos preços dos imóveis no futuro e mudanças conjunturais no cenário econômico brasileiro (desemprego, endividamento das famílias etc.).

Ao considerar as expectativas quanto à evolução futura dos preços, os riscos para o coletivo dos compradores com conduta patrimonialista ficam ainda mais evidentes. Isso porque o número elevado de distratos acaba por ampliar a oferta de imóveis, levando à consequente acentuação na tendência de baixa de preços. E, como visto, a queda de preços abre potenciais ainda maiores de ganho financeiro por meio dos distratos, incentivando ainda mais a adoção da postura de investidor.

Esse caráter cumulativo, no qual as condutas investidoras incentivam a si mesmas em escala crescente, assemelha-se ao chamado “efeito manada”, igualmente típico de mercados financeiros marcados por ondas de especulação. No caso dos agentes com postura de investidor, os distratos podem também ser motivados pela expectativa de dificuldade de venda futura do imóvel comprado, mesmo após as chaves. Em todos os casos, fica patente que os riscos motivados por ações de caráter investidor e individual são lançados sobre as incorporadoras e sobre o coletivo dos compradores com intenção de moradia, aqui chamados patrimonialistas.

Outro impacto bastante negativo sobre as incorporadoras e, por conseguinte, sobre o coletivo dos compradores de postura patrimonialista pode ocorrer nos casos em que os distratos assumem uma proporção tal que as vendas realizadas passam a ficar abaixo da demanda mínima de comercialização das unidades, exigida pelos bancos para conceder o financiamento à produção. Esse percentual varia entre 30% a 40%, dependendo do agente financeiro, do produto e do próprio cliente. No caso de não atingir esse percentual, em decorrência do alto número de distratos, o empreendimento não obtém o financiamento, o que coloca em risco sua viabilidade.

Os distratos podem ser motivados pela expectativa de dificuldade de venda futura do imóvel comprado. Dessa forma, aqueles que não desistem de sua compra têm que arcar com todos os prejuízos.

O cenário descrito acima é exatamente o que vem acontecendo no mercado imobiliário brasileiro nos últimos anos. Segundo os dados da FIPEZAP ilustrados no **Gráfico 3.2.1**, o nível de preços dos anúncios de imóveis no Brasil teve um forte crescimento a partir de 2010, passando a crescer em taxas menores no fim de 2014, e a decrescer de maneira suave no período recente de junho de 2017. As projeções da FGV mostradas no **Gráfico 3.2.1** (área com fundo em destaque) apontam que essa leve diminuição dos preços deve persistir até dezembro de 2020 com forte ênfase em 2018, como se pode inferir a partir da variação em relação ao semestre anterior e da variação acumulada em 12 meses.

Um enredo com três personagens

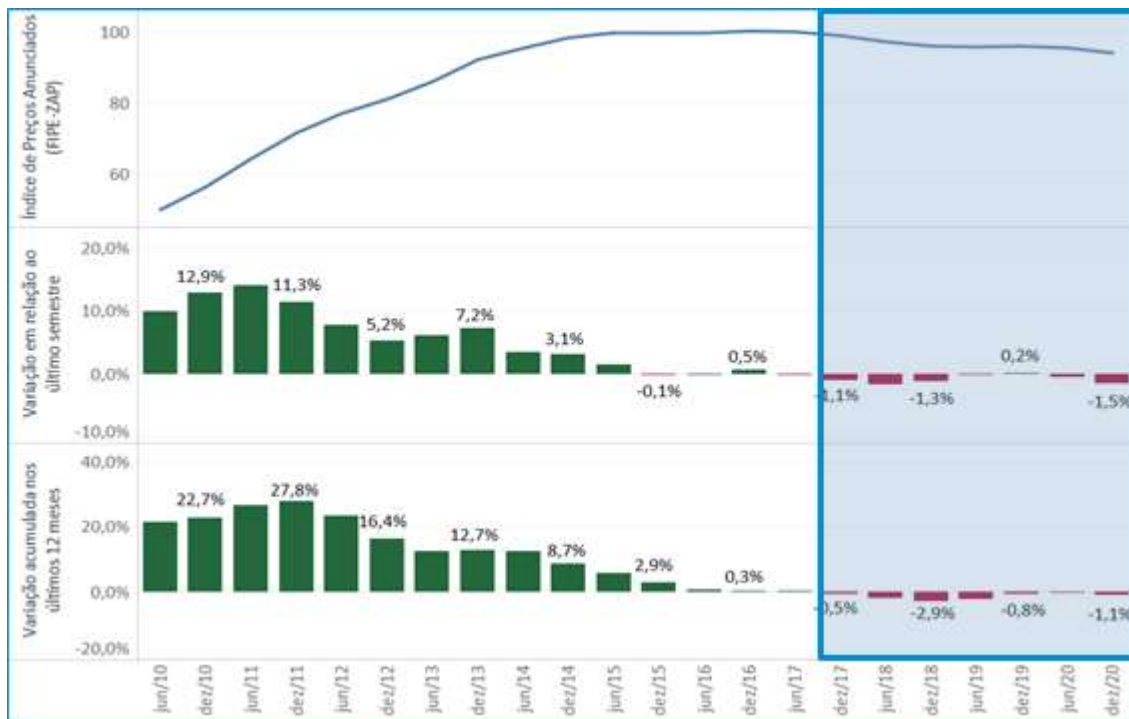
A questão dos distratos motivados pela busca de ganhos financeiros (conduta investidora) envolve três personagens: de um lado, incorporadoras/construtoras e patrimonialistas; e, do outro, os investidores.

Os ganhos financeiros desses últimos com os distratos colocam em risco os interesses do coletivo dos patrimonialistas ao onerar as incorporadoras.

Se essa lógica prevalecer, no futuro, o preço dos empreendimentos deverá subir para acomodar a alta dos custos da incorporação.

Gráfico 3.2.1

Índice de Preço de Anúncios de Imóveis FIPE-ZAP - (2010 – 2020)



Fonte: FIPE-ZAP. Projeção: FGV.

Sendo assim, os indivíduos se deparam com um cenário cada vez menos propício a ganhos de capital com a valorização de imóveis no mercado imobiliário e a lógica que motiva o distrato de conduta investidora é cada vez mais forte.

Utilizando os dados representados acima, foi possível estimar, através de uma metodologia similar à de árvore binomial⁴ aplicada para precificação de opções, que o percentual de retenção que coibiria a conduta investidora relacionada ao distrato e não prevista em contrato varia entre 20% a 30% do valor do contrato, a depender do horizonte temporal que se utiliza como referência.

Quanto mais distante no tempo for esse horizonte considerado, maior deve ser a retenção para que o distrato não seja interessante ao comprador que deseja ter uma conduta investidora fazendo uso do distrato.

⁴ Para uma descrição a respeito da metodologia da árvore binomial ver **Anexo A1.1**
28 / 48

Tabela 3.2.1

Retenção sugerida para Diferentes Horizontes de Análise (%)

Período Considerado	1 ano	2 Anos	3 Anos
Retenção	20%	25%	30%

Fonte: FGV

Essa característica crescente do percentual de retenção é explicada pelo ganho potencial do comprador que adota a conduta de investidor, o qual é proporcional ao montante de parcelas pagas. Considerando-se que no Brasil paga-se, em média, 20% do valor do contrato no período pré-chaves, o resultado aponta para uma prática já utilizada em países como Argentina, México, Canadá, entre outros, nos quais a penalidade do distrato é de 100% sobre o valor pago. Ou seja, se o proeminente comprador optar pelo distrato, a incorporadora retém a totalidade das parcelas pagas.

Tabela 3.2.2

Percentual Pago até a Entrega do Imóvel e Penalidade Aplicada na Ocorrência do Distrato.

País	Pagamento até Entrega do Imóvel	Penalidade ao Distrato
México	5-30%	100%
Argentina	20-30%	
Estados Unidos	2-30%	
Canadá	10%	
Reino Unido	5-10%	
França	5-10%	
Itália	10-30%	
Espanha	5-10%	
Portugal	15-30%	

Fonte: ABRAINC (BTG Pactual - Brazilian Homebuilder)

O exercício realizado, que permite a estimativa do percentual de retenção capaz **de inibir a conduta de investidor**, mostra que o uso do distrato revela forte similaridade com a estratégia de investidores que fazem uso de derivativos, especialmente opções de *put*. No entanto, ao contrário desses agentes financeiros, os compradores de imóveis “na planta” **não possuem respaldo legal ou contratual para sua conduta**. O investidor no mercado financeiro que exerce uma opção de *put* **adquiriu o direito a esse exercício**, comprando o derivativo em comum acordo com outro agente que lhe vendeu esse direito. Portanto, o risco de que o proprietário da *put* exercesse esse

direito é precificado livremente e de comum acordo no ato da compra/venda da opção. Já no caso do distrato, **tanto a inexistência de previsão legal no âmbito da Lei das Incorporações quanto o caráter irrevogável e irretratável dos contratos de promessa de venda e compra, explicitam que o distrato é um evento não previsto.** Caso viessem a assumir o risco de distratos, **as empresas incorporadoras deveriam precificar esse fato**, acrescentando aos preços praticados atualmente o prêmio de risco associado à contingência de ocorrência dos distratos.

4. Impacto dos Distratos sobre as Finanças das Incorporadoras

4.1 Custos Irrecuperáveis

A ocorrência do distrato impacta diretamente as receitas obtidas com a venda de unidades. Ou seja, se um empreendimento imobiliário obteve em vendas, durante o lançamento e o período pré-chaves, R\$1 milhão, mas a taxa de distrato atingiu 30%, a receita com vendas cairia para R\$700 mil. No entanto, seus efeitos sobre as finanças das incorporadoras são ainda mais extensos, como será visto adiante.

Como consequência secundária, a fim de honrar com as despesas previstas de cada empreendimento em execução, as incorporadoras acabam por recorrer a fontes de financiamento não previstas no início da obra, ampliando seu custo financeiro. Por fim, sobretudo no caso de devolução integral das parcelas pagas quando da ocorrência de distratos, desconsidera-se que cada empreendimento gera custos irrecuperáveis para as incorporadoras e, como consequência, a cessação de pagamentos e a devolução imediata dos valores pagos, parcial ou integral, acabam por se tornar fontes de claro estresse financeiro para aquelas empresas.

A análise financeira do impacto dos distratos sobre as incorporadoras deve ter como referência, igualmente, os **custos denominados irrecuperáveis, que são aqueles incorridos pelas incorporadoras no marketing, na montagem de stand e prêmio⁵ de vendas. Esses custos são incluídos no valor de venda dos imóveis, e são, em geral, transferidos para terceiros.**

Menores receitas e mais despesas

Os distratos têm diversos efeitos negativos sobre as finanças das incorporadoras.

Além da redução de receitas e das despesas com a devolução das parcelas pagas, surgem outros dois tipos de despesas.

De um lado, os chamados custos irrecuperáveis, isto é, associados à revenda da unidade devolvida. De outro, os custos financeiros para obter capital a fim de compensar o descasamento entre receitas e despesas.

⁵ Vale destacar a distinção entre comissão de vendas e prêmio de vendas. A primeira é uma rubrica que não participa da "contabilidade direta" do empreendimento, por ser direcionado automaticamente ao vendedor. Já prêmio de venda é uma bonificação extra dada pela incorporadora, saindo, portanto, dinheiro do caixa do empreendimento.

Assim, tais custos são considerados irrecuperáveis, pois, na ocorrência do distrato, a incorporadora não tem a possibilidade de reavê-los ainda que a unidade devolvida seja novamente comercializada. Isso significa que a incorporadora arca com tal ônus.

Em outras palavras, no processo de venda de um apartamento, a incorporadora contrata uma campanha publicitária para a divulgação do lançamento do imóvel, contrata corretores para divulgação do empreendimento, remunerando-os em caso de sucesso de venda e paga impostos sobre a venda das unidades. Todas essas despesas são descontadas das receitas provenientes das vendas e, na ocorrência do distrato, a incorporadora não tem a possibilidade de reaver com os corretores o prêmio pago, muito menos os impostos pagos ao governo.

Tais custos variam conforme o tamanho e as características do empreendimento. Nos exemplos considerados no estudo, como mostra a **Tabela 4.1.1**, a média desses custos é de 11% do total da receita obtida pelas vendas, o que equivale a 55% do valor pago no período pré-chaves.

Tabela 4.1.1
Custos Irrecuperáveis⁶ Como Percentual Da Receita Total⁷

	Média
% das Receitas Totais	11%
% do Valor pago pré-chaves	55%

Fonte: ABRAINC

Deve ser observado ainda que, com o distrato e a devolução da unidade, a incorporadora irá incorrer em quase todos os custos uma segunda vez, pois terá que anunciar as unidades e vendê-las novamente. Ou seja, uma vez que a unidade é devolvida para a incorporadora, um novo esforço de *marketing* deve ser feito para a divulgação das unidades retornadas, novos corretores devem ser contratados e novos impostos devem ser pagos no momento da venda.

Considerando estritamente essa análise econômico-financeira, os custos irrecuperáveis se caracterizam como um percentual mínimo de retenção em caso de distratos. Em outros termos, a simples disponibilização de cada empreendimento gera custos não diretamente associados a edificação em si e, portanto, incorridos pelas empresas incorporadoras até mesmo nos casos em

⁶ Tais empreendimentos correspondem aos disponibilizados pela ABRAINC para a análise. Para mais informações, ver **Anexo 1.2**

⁷ Considerou-se que é pago 20% do valor do contrato até o momento da entrega das chaves. Uma hipótese parcimoniosa em relação ao mercado brasileiro.

que a construção não se efetiva. Essa é uma situação prevista na legislação caso, no prazo de até 180 dias, não se dê a venda de um percentual mínimo de unidades e, como consequência, todo o valor pago pelos promitentes compradores deve ser ressarcido.

4.2 Impactos Econômico-financeiros dos Distratos

A avaliação dos impactos dos distratos foi realizada partir de três casos de empreendimentos imobiliários residenciais de empresas participantes da Abrainc.⁸

O primeiro empreendimento apresentou 25% de distratos⁹, o segundo, 40% e o terceiro, 32%. Para melhor compreender o impacto dos distratos, é importante definir no tempo o termino da obra, culminando no *Habite-se*.

Ao comparar o planejamento original dos empreendimentos¹⁰ com o que foi realizado, nota-se, pelos **Gráficos 4.2.1 e 4.2.2** o impacto do distrato sobre o fluxo financeiro das incorporadoras. Como a grande maioria desses está concentrado próximo à entrega das chaves, o fluxo de receita do empreendimento fica comprometido justamente nesse período, como ilustra a diferença entre receita prevista e a realizada logo após a obtenção do Habite-se.

Figura 4.2.1
Condomínio Habitacional



Fonte: Drucker Arquitetura. Disponível em: <https://goo.gl/xee7ke> Acesso em: 05 set. 2017.

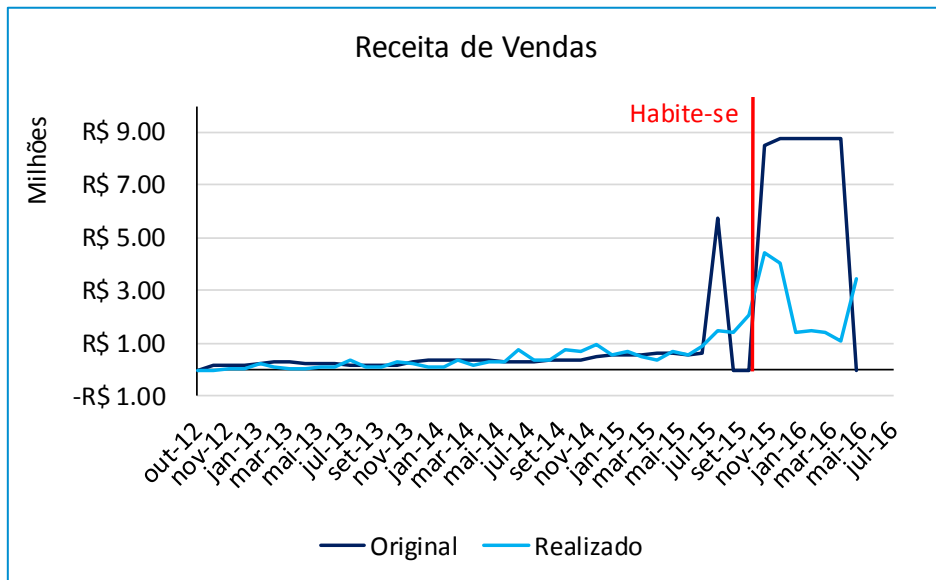
⁸ Informações cedidas pela própria Abrainc. A identificação dos empreendimentos e das incorporadoras é mantida em sigilo por questões de compliance.

⁹ Distratos como percentual das vendas.

¹⁰ Foram utilizados os empreendimentos 2 e 3 na análise, pois, para ambos, tinha-se a disponibilidade do fluxo de caixa mensal. Já para o empreendimento 1, possuía-se apenas uma fotografia do resultado no lançamento e final.

Gráfico 4.2.1

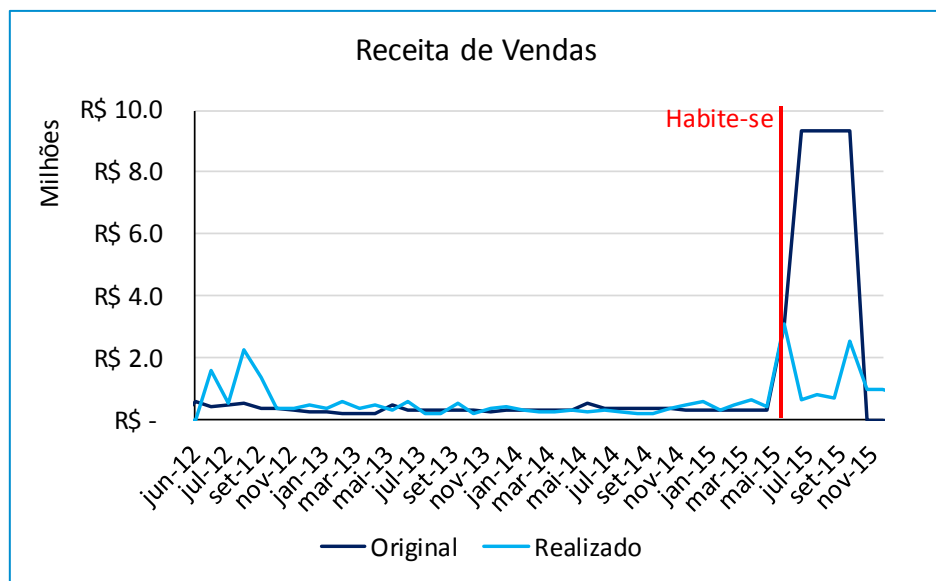
Receita de Vendas do Empreendimento 2 (Previsto Originalmente X Realizado)



A expressiva diferença entre o fluxo de receitas previstas e as receitas realizadas se dá, pois, com a conclusão da obra, os financiamentos imobiliários feitos pelos promitentes compradores são repassados pelo banco à incorporadora. No entanto, com o nível de distrato atual, o volume de financiamento repassado é significativamente menor.

Gráfico 4.2.2

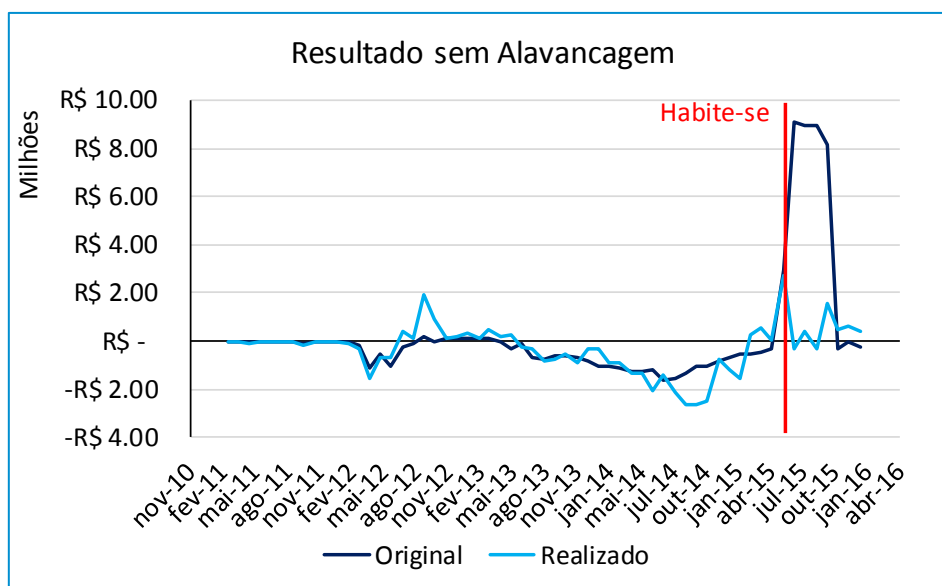
Receita de Vendas do Empreendimento 3 (Previsto Originalmente X Realizado)



A importância das receitas, principalmente ao se aproximar do final das obras, se dá por conta da alta alavancagem necessária para o empreendimento. Na média, o valor pago pelo comprador ao adquirir o imóvel financia 20% do total dos custos do empreendimento, enquanto o restante é financiado pelo agente financeiro (em geral, um banco realiza esse financiamento por meio do Plano Empresário¹¹). Sendo assim, a reversão da receita por conta do distrato determina uma redução do fluxo de recebíveis e, por consequência, a necessidade de buscar alternativas de financiamento. Os **Gráficos 4.2.3 e 4.2.4** ilustram esse impacto sobre o resultado dos empreendimentos, sem e com a alavancagem.

Gráfico 4.2.3

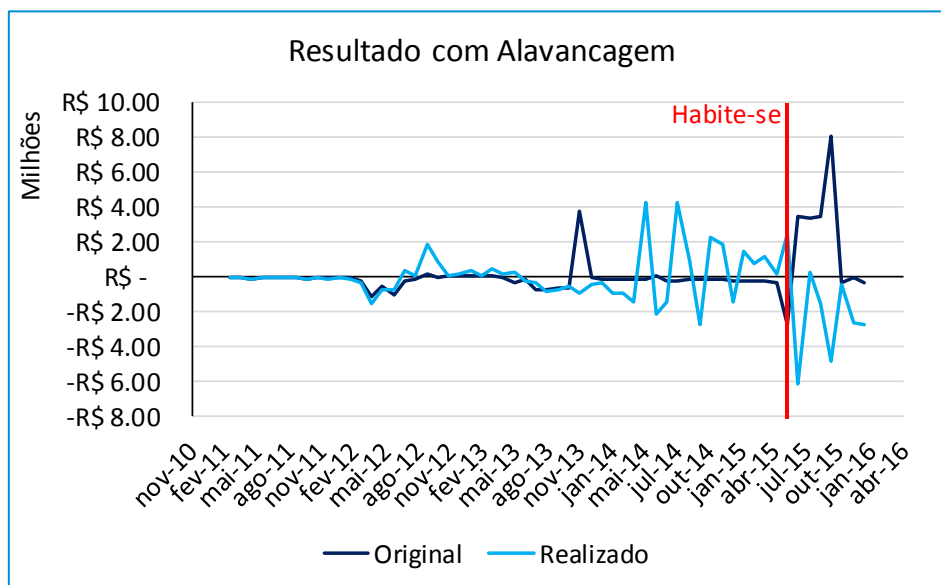
Resultado da Operação do Empreendimento 3 sem Alavancagem (Previsto Originalmente X Realizado)



¹¹ O Plano Empresário é o modelo tradicional de financiamento à produção, pelo qual o banco financia a construção da obra e, ao final, a construtora quita sua dívida repassando ao banco a dívida dos compradores das unidades. Antes disso, os compradores são financiados pela própria incorporadora.

Gráfico 4.2.4

**Resultado da Operação do Empreendimento 3 com Alavancagem
(Previsto Originalmente X Realizado)**



Com esse contexto em mente, a retenção proposta na seção anterior tenderia a amenizar tal cenário, dando maior segurança à incorporadora e aos compradores adimplentes, que se comportam segundo a conduta patrimonialista. Ou seja, coibindo a conduta investidora, o número de distratos incorridos tenderia a cair, acarretando uma maior entrada de caixa no empreendimento (como, possivelmente planejado *a priori*) e redução nas despesas irre recuperáveis.

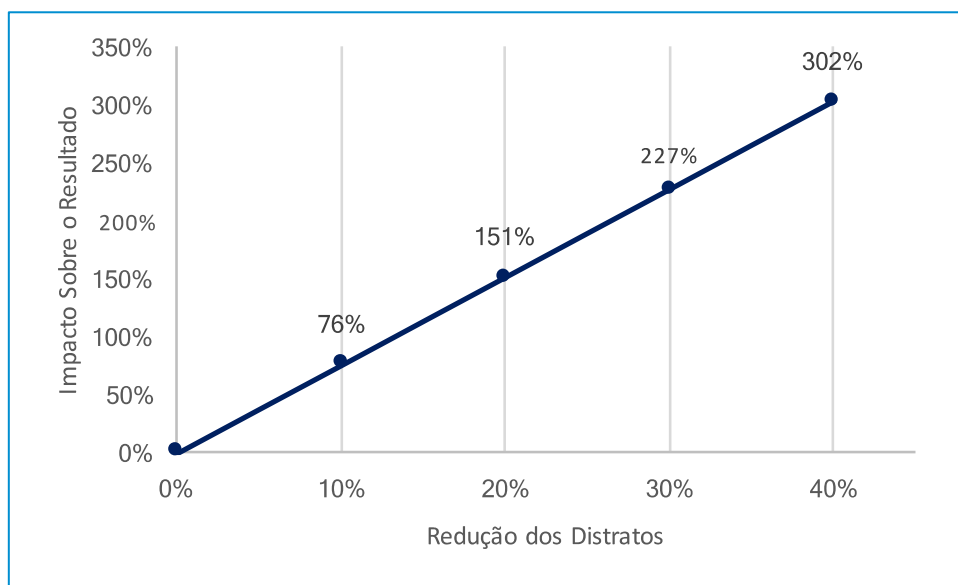
A característica do fluxo de caixa dos empreendimentos em estudo justifica, também, o momento em que a incorporadora deveria devolver o dinheiro ao comprador distratante (retendo o percentual sugerido anteriormente). Enfatizando o significativo descasamento entre projeção e realizado para os fluxos de caixa dos empreendimentos, causado principalmente pelos distratos, acredita-se que o momento de devolução do dinheiro ao comprador que opta pelo distrato deva ser ao fim das obras. Com isso, evita-se que a incorporadora deva procurar formas de investimento que não havia previsto por conta dos distratos ou que deva alocar fluxos de caixa antes direcionados para obras e fornecedores para a devolução aos distratantes.

Ter-se-ia um efeito secundário causado pela redução nos custos irre recuperáveis, de forma que o impacto esperado sobre o resultado dos empreendimentos seria de um aumento no fluxo de caixa

com e sem alavancagem na comparação com o cenário de distrato com devolução integral dos valores.

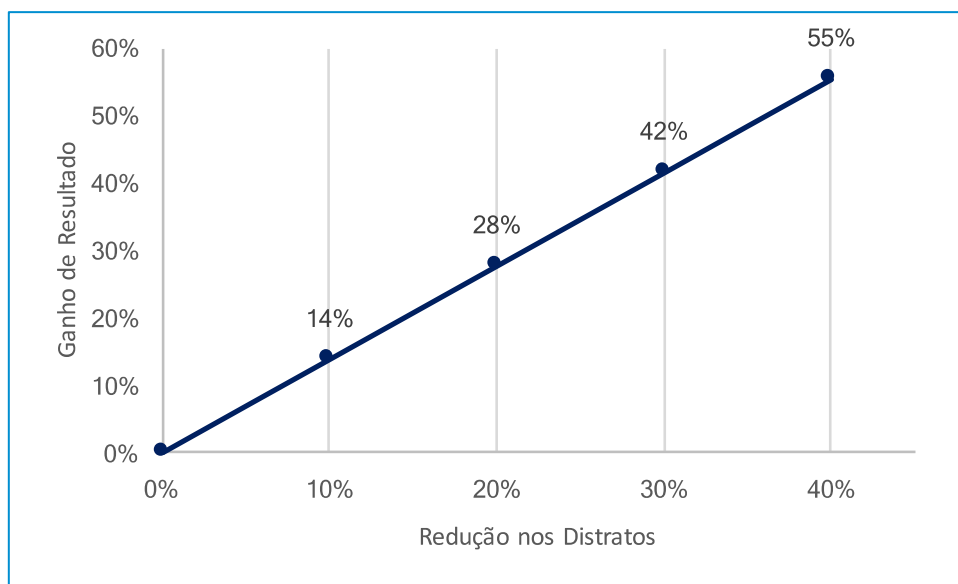
Assumem-se diferentes cenários para o impacto sobre as receitas e despesas dos empreendimentos, os quais estão representados nas **Tabelas 2 e 3** presentes no **Anexo 2**. Considerando exclusivamente o potencial de redução do distrato com a coibição da conduta Investidora, o **Gráfico 4.2.5** abaixo sumariza o impacto sobre os resultados¹² dos empreendimentos.

Gráfico 4.2.5
Impacto da Redução do Distrato
Empreendimento 2



¹² Avalia-se o impacto sobre o resultado sem alavancagem dos empreendimentos disponíveis.

Empreendimento 3



Fonte: FGV

Em outras palavras, o impacto esperado com a coibição do distrato seria o de redução da reversão das vendas, aumentando, portanto, o total das receitas.

Nessa seção, portanto, buscou-se demonstrar de forma mais clara como o distrato impacta as finanças dos empreendimentos imobiliários das incorporadoras. Utilizando-se do resultado proposto na seção anterior, procurou-se demonstrar os possíveis impactos sobre o resultado de tais empreendimentos, mostrando-se que a possibilidade de aumento das receitas gera um impacto mais expressivo do que a possibilidade da redução de despesas irrecuperáveis.

5. Conclusões

A análise desenvolvida no presente trabalho permite as seguintes conclusões:

A atividade incorporadora é parte essencial da construção residencial no Brasil e tem merecido a atenção de legisladores e formuladores de políticas habitacionais desde a década de 1960.

Até hoje, as regras legais em vigor não preveem a figura do distrato e, em linha com esse fato, os contratos de compra de imóveis residenciais “na planta” são firmados em caráter irrevogável e irretratável.

A despeito disso, a forte queda nos preços dos imóveis abriu amplas oportunidades de ganho financeiro por meio do recurso aos distratos, incentivando o que se chamou de “postura investidora”, isto é, a atuação de compradores cujo objetivo essencial é a obtenção de ganhos financeiros.

Ocorre que o crescimento expressivo dos distratos, impulsionado por posturas investidoras, coloca em contraste o interesse individual de investidores e o interesse do coletivo dos compradores com intenção de moradia, os chamados compradores com postura patrimonialista.

O desafio é garantir que as normas relativas ao distrato, incluindo a jurisprudência, coíbam a conduta investidora, favorecendo o principal objeto da legislação e das políticas habitacionais, ou seja, os compradores com intenção de moradia.

O principal impacto dos distratos se dá por meio da redução de receitas, principalmente no período próxima à entrega das chaves, momento esse em que o comprador passa a se financiar por meio de crédito imobiliário. Com o distrato, ocorre, portanto, um descasamento expressivo entre as receitas previstas e as receitas realizadas.

Fica explícito que a conduta investidora, cuja lógica é individual e financeira, gera ônus para as incorporadoras e, de forma indireta, para o coletivo dos compradores com intenção de morar (patrimonialista), sem que esse mesmo ônus tivesse sido previsto e incorporado aos custos da obra.

Conclui-se que a retenção de parte dos valores pagos pelos promitentes compradores que optam pelo distrato tem um duplo sentido econômico. De um lado, visa (idealmente) anular os ganhos

financeiros que estimulam a conduta investidora. De outro, visa compensar as incorporadoras pelos custos irre recuperáveis associados a cada empreendimento, os quais não serão cobertos ainda que a unidade devolvida seja novamente comercializada por seu valor de mercado.

Por tudo isso, e dada ausência de previsão na **Lei das Incorporações**, a questão dos distratos deve ser vista sob um ângulo estritamente técnico, considerando a polaridade que se cria entre ganhos individuais e de natureza financeira dos que adotam a conduta investidora e os interesses estritamente ligados à moradia dos compradores com postura patrimonialista.

ANEXOS

Anexo 1 - Definição de Opções

Uma opção é um contrato que confere um direito de troca de um ativo a um determinado preço de exercício. Esse tipo de contrato possui a característica marcante de ser assimétrico, no sentido que enquanto uma das pontas detém um direito, a outra detém um dever. Sabendo dessa assimetria, a ponta que possui benefício do direito acorda em pagar previamente um prêmio por conta disso. Ademais, no contrato de opção, o prazo de validade e o preço de exercício são pré-definidos, e, juntamente com o preço do ativo, definirão o valor pago (prêmio) pelo contrato.

As categorias de opção podem diferir em relação a seu tipo e a seu estilo. Dentre os tipos, existem opções *call* e opções *put*, sendo as primeiras equivalentes a contratos que conferem um direito de compra de um determinado ativo e as últimas equivalentes a contratos que conferem um direito de venda do ativo. Em outras palavras, o detentor de uma opção de *call* tem a garantia contratual de que poderá comprar certa quantidade de um ativo a um preço pré-fixado (com o qual ele concordou no momento da compra da opção), enquanto o detentor de uma opção *put* tem a garantia de que poderá vender uma certa quantidade de um ativo a um preço pré-fixado (considerando que estes contratos, tanto de *put* quanto de *call*, estejam dentro de seus períodos de validade). Em síntese, uma opção basicamente estabelece um compromisso entre agentes econômicos com parâmetros como a quantidade, o preço, e a data a partir dos quais um ativo será transacionado.

Com relação ao seu formato, as opções podem ainda ser diferenciadas entre opções **americanas** e opções **européias**. Opções Americanas permitem que o ato possa ser exercido a qualquer momento entre sua data de compra e sua data de expiração, enquanto opções Europeias permitem o exercício contratual apenas no exato momento estabelecido. Nesse sentido, opções Americanas são de maior valor a seu detentor, pois permitem um maior grau de liberdade de exercício. Ambos os formatos, no entanto, mantêm a assimetria contratual e a liberdade de poder exercer ou não a opção.

A utilização das opções no mercado financeiro pode ter duas funções. A primeira de proteção, na qual um investidor busca se proteger de movimentos indesejados no mercado. A segunda de apostar em movimentos futuros do mercado, uma vez que os ganhos proporcionados pelas opções são expressivos quando comparados ao seu custo individual.

Como qualquer outra ferramenta financeira, a precificação das opções se baseia no valor esperado do ativo objeto e nas condições impostas pelo mercado. A forma mais simples, porém, deveras eficiente para precificar esse tipo de ativo é a chamada Árvore Binomial. Nessa metodologia,

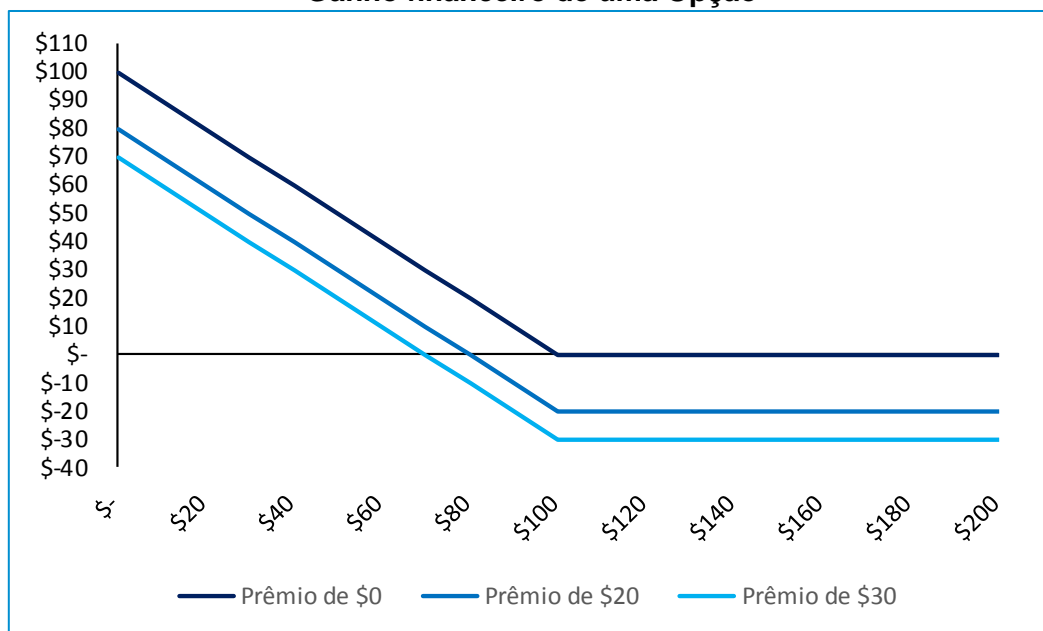
constrói-se uma sequência de possíveis valores para o ativo objeto, determinando a probabilidade de cada valor. Tendo em mãos o preço de exercício e os possíveis valores do ativo objeto, calcula-se os possíveis ganhos em cada valor do ativo e, aliado às probabilidades de cada preço de ativo, calcula-se o ganho esperado total. Esse ganho esperado total equivale ao preço do ativo.

Para ilustrar essas ideias, pode-se pensar no exemplo de um investidor que compra uma opção de venda de uma ação da Empresa A com validade de 2 (dois) meses. Inicialmente, suponha que esse investidor detenha também a ação dessa empresa e gostaria de se proteger de possíveis desvalorizações. Supõe-se que seja acordado que o prêmio desta opção seja de R\$ 10 (novamente: este é o preço a ser pago para se tornar detentor da *put*), que o preço atual da ação da Empresa A seja de R\$ 100 e que o preço de exercício, o preço pelo qual a ação pode ser vendida é também de R\$100. Se a ação da empresa cair para R\$ 70 no mês seguinte, o detentor da *put* ainda pode vendê-la por R\$100, exercendo assim seu direito, e obtendo um lucro final de R\$ 20, que equivale a $30 (\text{preço de exercício} - \text{preço do ativo}) - 10 (\text{prêmio})$.

Se, por outro lado, o investidor não detém a ação da empresa A, mas acredita que seu preço vá cair no futuro próximo, ele pode comprar a opção, esperar o preço da ação cair para R\$70, comprá-la a preço de mercado e exercer sua opção de venda a R\$100. O ganho dessa estratégia é o mesmo da anterior, mas com objetivos diferentes.

Os ganhos financeiros de uma opção de venda são maiores tão quanto menor for o preço da sua ação objeto. O **Gráfico 1** abaixo ilustra possíveis cenários de ganho ao investidor, variando também o prêmio pago para a obtenção da opção.

Gráfico 1
Ganho financeiro de uma Opção



Fonte: FGV.

Anexo 2 - Tabelas Adicionais

Tabela 1

Despesas Irrecuperáveis como Percentual das Receitas Totais e do Valor Pago Pré-Chave.

	Empreendimento 1	Empreendimento 2	Empreendimento 3
% das Receitas Totais	13%	6%	14%
% do Valor pago pré-chaves	65%	30%	70%

Fonte: ABRAINC

Tabela 2

Análise de Sensibilidade do Ganho de Resultado sem Alavancagem com a Redução dos Distratos (Dados a partir do lançamento do empreendimento até o último valor disponível)

Empreendimento 2 (abril de 2017)

		Redução dos Custos Irrecuperáveis				
		0%	10%	20%	30%	40%
Aumento da Receita	0%	0,0%	5,5%	11,0%	16,6%	22,1%
	10%	75,6%	81,1%	86,6%	92,2%	97,7%
	20%	151,2%	156,7%	162,2%	167,7%	173,3%
	30%	226,8%	232,3%	237,8%	243,3%	248,8%
	40%	302,3%	307,9%	313,4%	318,9%	324,4%

Fonte: ABRAINC, Elaboração: FGV

Empreendimento 3 (maio de 2017)

		Redução dos Custos Irrecuperáveis				
		0%	10%	20%	30%	40%
Aumento da Receita	0%	0,0%	2,5%	4,9%	7,4%	9,8%
	10%	13,9%	16,3%	18,8%	21,2%	23,7%
	20%	27,7%	30,2%	32,6%	35,1%	37,6%
	30%	41,6%	44,1%	46,5%	49,0%	51,4%
	40%	55,5%	57,9%	60,4%	62,8%	65,3%

Fonte: ABRAINC, Elaboração: FGV

Tabela 3

Análise de Sensibilidade do Ganho de Resultado com Alavancagem com a Redução dos Distratos (Dados a partir do lançamento do empreendimento até o último valor disponível)

Empreendimento 2 (abril de 2017)

Aumento na Receita	Redução dos Custos Irrecuperáveis					
	0%	10%	20%	30%	40%	
0%	0,0%	16,9%	33,7%	50,6%	67,5%	
10%	231,0%	247,9%	264,7%	281,6%	298,5%	
20%	462,0%	478,9%	495,7%	512,6%	529,5%	
30%	693,0%	709,8%	726,7%	743,6%	760,5%	
40%	924,0%	940,8%	957,7%	974,6%	991,5%	

Fonte: ABRAINC, Laboração: FGV

Empreendimento 3 (maio de 2017)

Aumento na Receita	Redução dos Custos Irrecuperáveis					
	0%	10%	20%	30%	40%	
0%	0,0%	2,3%	4,6%	6,9%	9,2%	
10%	12,9%	15,2%	17,5%	19,8%	22,1%	
20%	25,8%	28,1%	30,4%	32,7%	35,0%	
30%	38,7%	41,0%	43,3%	45,6%	47,9%	
40%	51,7%	53,9%	56,2%	58,5%	60,8%	

Fonte: ABRAINC, Laboração: FGV