

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Recebido em **10.6.2020**
Aprovado em **8.7.2020**

Leandro Gonçalves Borges

Mestre em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi

E-mail: leandro.borges@fipecafi.edu.br

Thiago Rafael de Oliveira Mandu

Mestre em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi

E-mail: thiago.mandu@vacc.com.br

Marta Cristina Pelucio-Grecco

Professora do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi

E-mail: marta.pelucio@fipecafi.org

Fabiana Lopes da Silva

Professora do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi

E-mail: fabiana.silva@fipecafi.org

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

RESUMO

Este artigo tem por objetivo identificar e analisar, por meio das demonstrações financeiras publicadas das empresas do segmento de exploração de imóveis listadas na B3, os impactos causados na variação do valor justo das propriedades para investimento, decorrentes da crise do setor imobiliário. A amostra foi composta por sete empresas do Novo Mercado listadas na B3 no período de 2012 a 2018 com aplicação do modelo de regressão com dados em painel. Os resultados sugerem que empresas que adotam a política contábil de reconhecimento pelo valor justo tendem a apresentar uma menor variação percentual do valor justo do que as empresas que adotam o método do custo. A variável CBIC (variação do valor adicionado da construção civil) foi significativa a 10% para explicar o comportamento da alteração do valor justo das empresas no período analisado.

PALAVRAS-CHAVE

Valor justo. Propriedade para investimento. Divulgação. IAS 40. IFRS.

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

INTRODUÇÃO

O ambiente de negócios está cada vez mais competitivo. Isso ocorre principalmente por causa das inovações financeiras oriundas do surgimento de investidores institucionais, que busca cada vez mais o capitalismo financeiro como forma de do aumento da concorrência qualificada de grandes grupos empresariais (CAMARGO, 2009).

Nos últimos anos, o setor imobiliário sofreu grandes reflexos da crise nesse segmento, marcada por deterioração fiscal, incertezas políticas, baixo patamar de confiança, queda na produção, recessão econômica, desemprego elevado e crescente e inflação superior ao teto da meta (CBIC, 2015). Com base em reportagem publicada na revista *Época Negócios* (FRABASILE, 2016, *on-line*), as vendas de imóveis caíram por causa da baixa na demanda por imóveis aliada ao excesso de lançamentos, e o resultado foi uma sensível redução nos preços.

Segundo a Associação Brasileira de Shopping Centers:

mesmo em meio a um cenário econômico adverso em que, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o varejo nacional teve redução de 6,5% no número de vendas até outubro de 2016, a indústria de *shopping centers* cresceu 4,26%. (IMPrensa, MERCADO E CONSUMO, 2017, *on-line*).

Conforme Glauco Humai, presidente da Abrasce:

assim como outros setores, sentimos o impacto da crise no fluxo de visitantes, que teve redução de 1,26%, em relação a 2015. Porém, o balanço positivo reflete a mudança no comportamento do consumidor, que tem visitado os empreendimentos, já disposto a gastar uma determinada quantia (IMPrensa, MERCADO E CONSUMO, 2017, *on-line*).

Impulsionado pelos fatores de acesso simplificado ao crédito imobiliário, aumento de renda *per capita* e redução nas taxas de juros, o segmento obteve um período abundante a partir de 2006, que consequentemente refletiu na abertura de capital de mais de vinte empresas do setor de construção civil e/ou imobiliário, mas chegou a seu limite, e,

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

a partir de meados de 2015, entrou em uma profunda queda. Segundo reportagem publicada pela revista *Época Negócios* (FRABASILE, 2016, *on-line*), esse quadro se agravou principalmente em decorrência de fatores como desemprego, inflação alta, juros elevados e a consequente perda de poder aquisitivo, que levou à paralisação do setor.

A partir de informações divulgadas pela Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), o Produto Interno Bruto (PIB) da construção civil registrou, em 2015, a maior queda dos últimos doze anos. Esse fato afeta a cadeia imobiliária como um todo, incluindo empresas do ramo de incorporação, exploração ou revendedoras de imóveis (PIB, 2015).

Segundo Lima, Oliveira e De Souza Rodrigues (2017), a construção civil, por estar inserida no segmento integrante da indústria de base, apresenta como características ter um bom desempenho quando a economia está aquecida e ter um desempenho ruim quando a economia passa por dificuldades.

De acordo com Gonçalves e De Almeida Bispo (2012), faz-se necessária uma administração eficiente para o setor imobiliário, principalmente para administrar os recursos, tendo em vista que, por possuir investimentos altos, ele necessita de uma estrutura de capital elevado para se manter aquecido. O setor mostrou-se, nos últimos anos, muito relevante no cenário nacional, com movimentação do setor financeiro a partir de obtenção de créditos para financiamentos, programas habitacionais do governo e é um dos segmentos que mais empregam no Brasil.

Em meio a esse cenário de expansão com posterior crise no setor imobiliário do Brasil, ressalta-se a importância da contabilidade no fornecimento de informações úteis ao processo de tomada de decisões dos investidores. Em função da convergência nacional às normas internacionais de contabilidade (IFRS – International Financial Reporting Standards), destaca-se a Norma IAS 40 (Investment Property), correlata ao CPC 28 (Propriedade para Investimento), pronunciamento técnico emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). O CPC 28 afeta, especialmente, as empresas do setor imobiliário na forma de reconhecimento, mensuração e evidenciação de imóveis.

Pelo CPC 28, as entidades detentoras de propriedades mantidas para investimento devem eleger sua política contábil para mensuração de seus imóveis entre custo e valor

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

justo. Vale citar que, para efeito de divulgação, o valor justo deve ser sempre evidenciado em notas explicativas.

Considerando-se as informações disponibilizadas ao valor justo em conformidade pelo CPC 28 e a crise enfrentada pelas empresas imobiliárias com necessidades de redução de preços para venderem seus estoques ou conseguirem auferir renda nos alugueres, o presente artigo objetiva responder à seguinte questão: “Qual é o efeito da queda do setor imobiliário no valor justo das propriedades para investimento das empresas do segmento de exploração de imóveis listadas na B3?”

Este artigo tem por objetivo geral identificar e analisar, por meio das demonstrações financeiras publicadas das empresas do segmento de exploração de imóveis listadas na B3, os impactos causados na variação do valor justo das propriedades para investimento decorrentes da crise do setor imobiliário. Como objetivo específico, pretende analisar a divulgação do valor justo das propriedades para investimento das empresas optantes pela mensuração ao valor justo em comparação àquelas optantes pelo custo, à luz da Teoria da Divulgação.

A opção pelo setor de exploração imobiliária justifica-se por sua importância no cenário econômico brasileiro, pois, segundo a CBIC (2015), o segmento civil e imobiliário é dos mais importantes setores para a economia nacional, e representa cerca de 6,5% do PIB do País, empregando diretamente mais de três milhões de trabalhadores.

Segundo dados da Abrasce

Os *shopping centers* já não são apenas locais de compras, eles se tornaram centros de lazer e entretenimento. Essa tendência visa a atrair ainda mais os consumidores para os empreendimentos, que faturaram R\$157,9 bilhões em 2016, segundo a Associação Brasileira de Shopping Centers (Abrasce, 2017). A entidade realiza todo ano o Censo Abrasce, pesquisa detalhada sobre o setor, que conta com a participação dos mais de 500 *shoppings* em operação no país. A indústria de *shopping centers* representa 2,57% do PIB, o que reflete no número de empregos no setor. Somente na Região Centro Oeste, foram registrados cem mil novos postos de trabalho, crescimento de 5,1% em relação a 2015. No total, os *shopping centers* brasileiros empregam diretamente 1.016.428 pessoas. (IMPRESA, MERCADO E CONSUMO, 2017, *on-line*).

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Além desta seção introdutória, este artigo possui mais quatro seções: no segundo item, realizam-se a revisão teórica de conceitos sobre a Teoria da Divulgação e sobre as formas de reconhecimento e evidenciação das propriedades para investimento e a forma de mensuração do valor justo; no terceiro item, apresentam-se os procedimentos metodológicos para consecução dos resultados; na parte quatro, abordam-se as análises e as discussões da pesquisa; em seguida, no tópico cinco, apresentam-se as considerações finais do trabalho.

REFERENCIAL TEÓRICO

As características qualitativas da informação contábil e evidenciação contábil

Segundo Iudícibus (2017), as características essenciais da contabilidade são: identificação, mensuração e comunicação de informações financeiras sobre entidades econômicas para as partes interessadas. As demonstrações contábeis, quando divulgadas, devem estar acompanhadas de notas que propiciem aos usuários uma ampla evidenciação dos eventos. Dessa forma, as informações permitirão aos usuários externos constituírem um quadro que lhes possibilite avaliar os impactos em períodos futuros.

Há dois principais padrões de contabilidade aplicados e estudados no mundo:

- i) as IFRS, permitidas ou aplicadas em mais de 130 países;
- ii) o USGAAP, princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos, onde possuem padrões específicos de informação contábil, sendo adotados por companhias americanas e estrangeiras na publicação de suas demonstrações financeiras nas principais bolsas de valores do mercado americano (Bolsa de Nova York – NYSE e NASDAQ) – (MAIA, 2011).

De acordo com Maia (2011), a estrutura conceitual do IASB (2013) deve possuir as seguintes características, em especial para a elaboração das demonstrações financeiras:

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

- a) ser confiável;
- b) ser comparável;
- c) ser compreensível aos usuários
- d) ser relevante.

A confiabilidade da informação contábil está relacionada a uma fonte de informações aceitas pelos usuários, que servirá para a compreensão dos eventos econômicos e financeiros que influenciaram e impactaram a situação econômica e patrimonial da companhia. Também servirá de base para o julgamento da capacidade futura de geração de caixa da empresa.

As principais características da informação confiável são:

- reapresentação confiável;
- primazia da essência sobre a forma;
- neutralidade;
- prudência.

As informações contábeis publicadas devem ser constantes para permitir a comparação com outros períodos, para identificar tendências e na situação patrimonial e financeira da empresa.

Com base no pressuposto de que os usuários tenham um conhecimento razoável de seus negócios, das atividades econômicas e da contabilidade, as informações devem possuir características para que sejam compreendidas pelos usuários. Ao divulgar esses dados, deve-se levar em consideração a clareza e objetividade, para que a comunicação e a compreensão sejam efetivas.

A relevância está associada à necessidade de a informação ser útil para o usuário na tomada de decisão e influenciar as decisões econômicas, analisando-se os eventos passados, presentes e futuros.

Quanto à evidenciação, refere-se ao quadro completo das demonstrações contábeis, há vários métodos disponíveis para realização da evidenciação. Nesse sentido, Gonçalves e

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Ott (2002, p. 3) ressaltam que os métodos de divulgação não se resumem apenas às demonstrações contábeis, mas informações relevantes podem ser disseminadas por meio do Relatório da Administração, em Notas Explicativas, boletins, reuniões com analistas de mercado/acionistas, entre outros exemplos.

A evidenciação, segundo Iudícibus (2017, p. 107), refere-se a todo o conjunto de demonstrações contábeis, sendo:

- forma de apresentação das demonstrações contábeis;
- informação entre parentes;
- notas explicativas;
- quadros e demonstrativos suplementares;
- comentários do auditor;
- relatório da administração.

Hendriksen e Van Breda (1999) discorrem sobre a divulgação financeira que devem fornecer aos investidores, credores e demais *stakeholders* informações úteis que visem a racional tomada de decisões de investimentos e créditos. As informações devem ser compreensíveis aos que possuem uma noção razoável dos negócios e das atividades econômicas, e estejam dispostos a estudar essas informações.

Ainda segundo Hendriksen e Van Breda (1999), a divulgação financeira precisa fornecer informações sobre os recursos econômicos de uma empresa, os direitos sobre esses recursos (obrigações da empresa), bem como os efeitos de transações que alterem seus recursos e os direitos sobre tais recursos. Deve, também, proporcionar informação que auxilie todos os *stakeholder* a avaliarem os volumes, a distribuição no tempo e a incerteza futura.

A Teoria da Divulgação tem como objetivo explicar o fenômeno da evidenciação das informações contábeis e financeiras desde os anos 1980, por meio da investigação da relação da divulgação e as mudanças no comportamento dos investidores, bem como os motivadores para divulgação e quais informações divulgadas são mais eficientes ou preferidas (VERRECCHIA, 2001).

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

De acordo com Yamamoto e Salotti (2006), o modo como a divulgação deve ser tratada, se voluntária ou obrigatória, suscita discussões entre os pesquisadores, pois os favoráveis às obrigatoriedades argumentam que as empresas não fornecem informações suficientes a seus usuários, enquanto os que defendem a divulgação voluntária ressaltam que as empresas possuem os estímulos necessários para fazê-la de forma a satisfazer seus investidores.

No item seguinte, serão apresentadas e discutidas as propriedades para investimento, com enfoque em sua evidenciação.

Propriedade para investimento

A exploração de imóveis tem a contabilização regulamentada internacionalmente pela IAS 40 e, no Brasil, pelo CPC 28, estabelecendo que esse tipo de ativo é uma propriedade mantida para obter rendas ou para valorização do capital ou com ambos os objetivos, podendo ser um terreno ou um edifício; ou parte de um edifício ou até mesmo ambos e que pode ser mantida pelo dono ou pelo arrendatário em um *leasing* financeiro (IASB, 2003; CPC, 2009).

De acordo com a IAS 40/CPC 28, a propriedade para investimento é a propriedade mantida pelo proprietário ou pelo arrendatário em arrendamento financeiro para auferir aluguel ou para valorização do capital ou para ambas, e não para:

- a) uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativas;
- b) venda no curso ordinário do negócio.

Uma propriedade que seja mantida por arrendatário sob arrendamento operacional pode ser classificada e contabilizada como propriedade para investimento apenas se a propriedade de outra forma satisfizer à definição de propriedade para investimento e o arrendatário usar o método do valor justo definido nos itens 33 a 55 para o ativo reconhecido. Essa alternativa de classificação deve ser analisada em cada propriedade.

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Entretanto, uma vez eleita essa alternativa de classificação para um interesse em propriedade desse gênero mantido sob arrendamento operacional, todas as propriedades classificadas como propriedade para investimento devem ser contabilizadas usando o método do valor justo.

As propriedades para investimento são mantidas para obter rendas ou para valorização do capital ou para ambas, e por isso classificadas no subgrupo “Investimentos”, dentro do ativo não circulante. Por isso, uma propriedade para investimento gera fluxos de caixa altamente independentes dos outros ativos mantidos pela entidade. Isso distingue as propriedades para investimento de propriedades ocupadas pelos proprietários.

A produção ou o fornecimento de bens ou serviços (ou o uso de propriedades para finalidades administrativas) gera fluxos de caixa que são atribuíveis não apenas às propriedades, mas também a outros ativos usados no processo de produção ou de fornecimento.

Inicialmente, a mensuração da propriedade para investimento deve ser efetuada por seu custo, que é composto pelo preço de compra e qualquer outro gasto que seja diretamente atribuído à propriedade.

Segundo a IAS 40/CPC 28, a entidade deve definir a sua política contábil no que tange a escolha entre o modelo de valor justo ou modelo de custo. A aplicação dessa política deve ser uniforme para todas as propriedades para investimento mantidas pela entidade (IASB, 2003).

Para as entidades que adotarem modelo de custo, o valor justo deve ser divulgado em suas notas explicativas. Ou seja, todas as propriedades precisam ser verificadas pelo valor justo, quer para mensuração e divulgação (no caso das optantes pelo modelo do valor justo), quer somente para divulgação (no caso das optantes pelo modelo do custo).

O valor justo deve ser estimado com base em uma avaliação realizada por um profissional independente com qualificação profissional reconhecida e relevante e que tenha experiência na avaliação da categoria de investimento a ser analisada (IASB, 2003).

Para estimar o valor justo da propriedade para investimento, tem como melhor evidência os preços praticados, ou seja, os preços de um mercado ativo de propriedades semelhantes no mesmo local, mesmas condições e sujeitas a contratos semelhantes. De

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

acordo com as diretrizes do IFRS 13, essa informação é caracterizada por preços cotados em mercados ativos, ou seja, *inputs* observados diretamente de um mercado ativo (IASB, 2003; CPC, 2009).

Iudícibus e Martins (2007) afirmam que, desde 1939, há uma definição de valor justo, relacionada a um significado econômico às valorações, com base no livro *Truth in Accounting*, de Kenneth MacNeal, que propõe uma contabilidade toda inspirada em valor econômico, fundamentada em preços de mercado.

De acordo com a IAS 40/ CPC 28, o valor justo é o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

Batista, Prado, Machado e Paulo (2012) afirmam que há algumas qualidades do valor justo, sendo:

- previsibilidade, por ser a base da melhor previsão para o futuro dos fluxos financeiros;
- comparabilidade, por refletir o valor atualizado de todos os instrumentos, sem levar em consideração a sua natureza;
- coerência, por ser adaptada para a administração ativa dos riscos financeiros;
- complexidade reduzida, por ser um modelo de avaliação único e mais simples que um modelo que permite a aplicação de vários métodos de custos e de valor;
- neutralidade, por ser determinada por meio de referências externas para dados, o que o torna independente de intenções e qualidades das operações originais assim como da natureza dos instrumentos.

Para poder assegurar a consistência e a comparabilidade das informações, definiu-se uma hierarquia de três níveis, denominada hierarquia do valor justo que classifica os *inputs* utilizados na avaliação, priorizando os preços cotados em mercados ativos para itens patrimoniais idênticos e com uma menor prioridade aos *inputs* não observáveis (BATISTA; PRADO; MACHADO; PAULO, 2012).

Segundo a norma, um mercado ativo é aquele em que as operações, como aquela que se pretende mensurar, ocorrem em uma frequência e em um volume suficiente para for-

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

necer informações sobre preço em uma base contínua. Quando consegue atender às expectativas, no sentido de maximizar o preço a ser recebido ou minimizar o valor a ser pago, esse mercado é considerado o mais vantajoso, equivalendo, portanto, na ausência de evidências contrárias, ao principal mercado.

A IAS 40 estabelece que devem ser divulgados os métodos utilizados pela entidade para avaliar a propriedade para investimentos; os motivos que levaram à classificação do imóvel como propriedade para investimentos; os valores reconhecidos no resultado de receitas de aluguel e outras; os gastos operacionais diretos com essas propriedades para investimento, entre outros (IASB, 2003).

Em hipóteses nas quais a entidade optar por avaliar as propriedades pelo custo, devem ser divulgados os métodos; vidas úteis e taxas de depreciação; valores brutos e líquidos contábeis; e a conciliação entre os saldos iniciais e finais do período com a movimentação por novas aquisições, baixas, perdas por redução por valor recuperável, entre outros (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

Caso seja adotado o método do valor justo, devem ser divulgados os métodos e os pressupostos significativos utilizados na determinação do valor justo, as adições ocorridas no período com novas propriedades para investimento, as propriedades baixadas e ou transferidas para outras contas, entre outros exemplos, incluindo um relatório sobre se a determinação do valor justo foi suportada pela evidência de mercado ou foi mais fortemente inspirada em outros fatores aos quais a entidade deve divulgar relativos à natureza da propriedade e da falta de dados de mercado comparáveis (IASB, 2003; CPC, 2009).

Nos casos em que o maior e melhor uso de um ativo difere de seu uso atual, a entidade deve divulgar esse fato e expor as razões que conduzem a utilização que difere dessa condição e, por fim, a entidade deve apresentar as divulgações quantitativas exigidas pela IFRS 13 em um formato tabular, a menos que outro formato seja considerado como sendo o mais adequado, priorizando a qualidade da informação sob a perspectiva do usuário (IASB, 2011). Além disso, aconselha-se que a entidade divulgue em suas notas explicativas se utiliza a mensuração a valor justo ou custo em seu balanço patrimonial.

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

METODOLOGIA DA PESQUISA

Este artigo caracteriza-se como uma pesquisa empírico-analítica, cujo tipo de abordagem pode ser considerado como analítica, pois visa avaliar as características e comportamentos de variáveis em relação ao objeto de estudo. Quanto à natureza, caracteriza-se como descritiva e com relação à técnica de tratamento dos dados é quantitativo.

A população de empresas listadas na B3 no segmento de exploração de imóveis é de quinze empresas. Para a amostra não probabilística, foram selecionadas empresas listadas no Novo Mercado da B3. Essa seleção ocorre pelo fato de serem empresas que adotam voluntariamente um elevado nível de governança corporativa (adicionalmente as impostas pela legislação) e, por consequência, possui maiores níveis de transparência e objetividade em suas demonstrações financeiras.

Portanto, essas entidades carregam maiores níveis qualitativos em suas demonstrações, conforme exposto pelos estudos de Araújo Carneiro, Mapurunga, Ponte e Moraes (2013). Esses autores checaram que os níveis de evidenciação das companhias abertas nacionais classificadas em níveis diferenciados de governança corporativa eram maiores que os das demais empresas listadas na B3 com relação aos benefícios aos empregados e Bushee e Noe (2000, p. 174), que afirmam que as divulgações em maiores níveis qualitativos auxiliam as empresas no mercado de capitais, pois as tornam mais atrativas para demais investidores.

Dessa forma, a amostra é composta por oito empresas que estão enquadradas no Novo Mercado, conforme a Tabela 1.

TABELA 1 – Empresas do setor de exploração de imóveis enquadradas no Novo Mercado

Empresas	Nome de Pregão	Enquadramento
Aliansce Shopping Centers S.A.	Aliansce	NM
Br Malls Participacoes S.A.	Br Malls Par	NM
Br Properties S.A.	Br Propert	NM
Cyrela Commercial Propert S.A. Empr Part	Cyre Com-Ccp	NM

(continua)

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**TABELA 1** – Empresas do setor de exploração de imóveis enquadradas no Novo Mercado

Empresas	Nome de Pregão	Enquadramento
General Shopping E Outlets Do Brasil S.A.	Generalshopp	NM
Iguatemi Empresa De Shopping Centers S.A	Iguatemi	NM
Sao Carlos Empreend E Participacoes S.A.	Sao Carlos	NM
Sonae Sierra Brasil S.A.	Sierrabrasil	NM

Fonte: Elaborada pelos autores.

No processo de consulta das Demonstrações Financeiras das empresas selecionadas, disponíveis em *sites* próprios de relacionamento com investidores, constatou-se que a Cyrela Commercial Properties não possuía ativos classificados como propriedades para investimento. Isso fez que não apresentasse imóveis mensurados a valor justo em seu balanço, e, com isso, a amostra final foi composta pelas sete demais empresas.

A partir do fato de que o objetivo do estudo é analisar, por meio das demonstrações financeiras publicadas das empresas do segmento de exploração de imóveis listadas na B3, os impactos causados na variação do valor justo das propriedades para investimento, decorrentes da crise do setor imobiliário, adotou-se o modelo de regressão com dados em painel.

Segundo Cameron e Trivedi (2010), a regressão linear múltipla com dados em painel combina características de dados em corte transversal (*cross section*) e séries de tempo. Isto é, a modelagem em painel pode capturar tanto a variação ao longo das unidades (*cross section*) quanto a variação ao longo do tempo.

Assim, utilizaram-se como variável dependente (*y*) a variação percentual do valor justo o ano (*VarVJ*), e como variáveis explicativas o CBIC (variação do valor adicionado da construção civil) e o LLaj (lucro líquido – valor justo de PPI somente das empresas que adotam o valor justo para mensuração).

Para atender ao objetivo específico de analisar a divulgação do valor justo das propriedades para investimento das empresas optantes pela mensuração ao valor justo em comparação àquelas optantes pelo custo, foi incluída uma variável *dummy* (*VJ*) que captura a política contábil utilizada pela empresa para o reconhecimento das PPI, sendo “0” se adota o modelo do custo e “1” se utiliza o método do valor justo.

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

Assim, o modelo de regressão com dados em painel para a variável dependente Var-VJ é apresentado a seguir:

$$\text{VarVJ} = \alpha_i + \beta_1 \text{CBIC}_{it} + \beta_2 \text{LLaj}_{it} + \beta_3 \text{VJ}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Para o processamento dos dados e de testes estatísticos, utilizou-se o *software* livre Gretl.

ANÁLISE DOS DADOS

A Tabela 2 apresenta os dados das propriedades para investimento das empresas analisadas no período de 2012 a 2018.

TABELA 2 – Movimentação das propriedades para investimento das empresas

Aliansce (consolidado)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	3.724.000	7.155.007	7.606.026	7.390.098	6.899.924	6.349.198	8.530.452
Adições (baixas)	1.228.249	496.341	-162.601	-77.028	321.494	-107.925	-39.289
Ajuste a valor justo	1.767.710	-45.322	-53.327	-413.146	-872.220	2.289.179	-694.712
Saldo final	6.719.959	7.606.026	7.390.098	6.899.924	6.349.198	8.530.452	7.796.451
Br Malls (consolidado)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	12.315.099	15.398.255	16.651.002	17.301.914	17.653.712	17.265.813	15.015.588
Adições (baixas)	638.619	553.999	16.980	-30.111	215.221	-535.201	318.761
Ajuste a valor justo	2.444.537	698.748	633.932	381.909	-603.120	-1.715.024	760.345
Saldo final	15.398.255	16.651.002	17.301.914	17.653.712	17.265.813	15.015.588	16.094.694

(continua)

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**TABELA 2** – Movimentação das propriedades para investimento das empresas

Br Properties (consolidado)							
	20121	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	5.253.543	13.992.640	13.423.101	10.473.317	7.028.639	7.210.370	7.650.104
Adições (baixas)	6.920.204	-470.273	-2.895.647	-2.893.192	334.015	261.473	173.808
Ajuste a valor justo	1.818.893	-99.267	-54.137	-551.487	-152.284	178.261	200.061
Saldo final	13.992.640	13.423.100	10.473.317	7.028.638	7.210.370	7.650.104	8.023.973
General (consolidado)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017
Saldo anterior	1.873.200	2.800.407	3.162.996	3.040.012	2.820.962	2.969.390	2.268.849
Adições (baixas)	364.282	345.748	-73.228	-91.179	89.205	-958.752	-149.581
Ajuste a valor justo	280.156	16.841	-49.756	-127.871	59.223	258.211	9.516
Saldo final	2.517.638	3.162.996	3.040.012	2.820.962	2.969.390	2.268.849	2.128.784
Iguatemi (consolidado)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	5.218.000	6.117.369	6.861.563	7.618.314	8.316.322	9.041.901	10.619.749
Adições (baixas)	260.154	849.687	874.422	352.725	25.795	43.697	53.482
Ajuste a valor justo	639.215	-105.493	-117.671	345.283	699.784	1.534.151	1.199.578
Saldo final	6.117.369	6.861.563	7.618.314	8.316.322	9.041.901	10.619.749	11.872.809
São Carlos (consolidado)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	2.982.484	3.662.317	4.384.992	4.603.301	4.370.340	4.339.936	4.103.029
Adições (baixas)	250.285	78.290	286.142	639.727	-37.289	-254.668	-110.906
Ajuste a valor justo	429.548	644.385	-67.833	-872.688	6.885	17.761	110.906
Saldo final	3.662.317	4.384.992	4.603.301	4.370.340	4.339.936	4.103.029	4.103.029

(continua)

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

TABELA 2 – Movimentação das propriedades para investimento das empresas

	Sonae (consolidado)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo anterior	2.776.050	3.248.095	3.946.171	4.208.266	4.409.556	4.495.815	4.645.310
Adições (baixas)	278.459	353.758	66.719	98.329	-61.747	17.885	42.044
Ajuste a valor justo	193.586	344.318	195.376	102.961	148.006	131.610	286.750
Saldo final	3.248.095	3.946.171	4.208.266	4.409.556	4.495.815	4.645.310	4.974.104

Fonte: Elaborada pelos autores com base nas demonstrações financeiras das empresas (DFP).

Assim, na regressão com dados em painel, utilizaram-se como variável dependente (y) a variação percentual do valor justo o ano (VarVJ), e como variáveis explicativas o CBIC (variação do valor adicionado da construção civil), o LLaj (lucro líquido – valor justo de PPI somente das empresas que adotam o valor justo para mensuração) e uma variável *dummy* (VJ), que captura a política contábil utilizada pela empresa para o reconhecimento das PPI, sendo “0” se adota o método do custo e “1” se utiliza o método do valor justo.

Com base nos testes efetuados de Chow (p-valor de 0,000415206), Breusch-Pagan (p-valor de 0,123426) e Hausman (p-valor de 1,3178e-058) para a identificação do modelo de painel mais adequado (Modelo POLS, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios), os resultados sugerem a utilização do Modelo de Efeitos Fixos.

Assim, os resultados do modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos e estimação com erro-padrão robusto são apresentados na Tabela 3.

TABELA 3 – Resultados da regressão com dados em painel (efeitos fixos). Estimação com erro-padrão robusto para a variável dependente VarVJ

	Coefficiente	Erro-padrão	razão-t	p-valor	
Constante	0,298811	0,00523092	57,12	<0,0001	***
VJ	-0,394051	0,0245741	-16,04	<0,0001	***
CBIC	0,629837	0,296442	2,125	0,0778	*
Llaj	-8,64056e-08	5,08147e-08	-1,700	0,1400	

Nota: “*” significância a 10%. “**” significância a 5%. “***” significância a 1%. Utilização do modelo de regressão com erro-padrão robusto.

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Com base nos resultados, observou-se que a variável *dummy* (que captura a política contábil de adoção ao valor justo), foi significativa a 1%, e apresentou uma influência negativa para explicar a variação percentual do valor justo. Ou seja, empresas que adotam a política contábil de reconhecimento pelo valor justo tendem a apresentar uma menor variação percentual do valor justo do que as empresas que adotam o método do custo.

A variável CBIC foi significativa a 10% com influência positiva, ou seja, quanto maior for a variação do valor adicionado da construção civil, maior será a variação percentual do valor justo.

Já a variável LLaj (lucro líquido – valor justo de PPI somente das empresas que adotam o valor justo para mensuração) não foi significativa no modelo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo se propôs a realizar um estudo que teve como objetivo principal identificar e analisar, por meio das demonstrações financeiras publicadas das empresas do segmento de exploração de imóveis listadas na B3, os impactos causados na variação do valor justo das propriedades para investimento, decorrentes da crise do setor imobiliário.

Para isso, selecionaram-se todas as empresas atuantes no segmento de exploração de imóveis e que estivessem enquadradas no Novo Mercado da B3, e realizado uma análise por meio das demonstrações financeiras das empresas selecionadas, mediante uma amostra de sete empresas, como base nas demonstrações contábeis de 2012 a 2018 divulgadas em seus respectivos meios de comunicação com os investidores, e os dados foram comparados com as variações dos índices dados pela Câmara Brasileira da Construção Civil (CBIC), que é um dos índices utilizados pelo mercado imobiliário e sinaliza o potencial do setor como um todo, tanto de construção como de comercialização e exploração.

A partir dos resultados da regressão com dados em painel, observou-se que a variável *dummy*, que captura a política contábil de adoção ao valor justo, foi significativa a 1% e apresentou uma influência negativa para explicar a variação do valor justo. Ou seja, empresas que adotam a política contábil de reconhecimento pelo valor justo tendem a apresentar uma menor variação percentual do valor justo do que as empresas que adotam o método do custo.

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

A variável CBIC foi significativa a 10% com influência positiva, ou seja, quanto maior for a variação do valor adicionado da construção civil, maior será a variação do valor. O artigo limitou-se a analisar todas as empresas exploradoras de seus imóveis e que estejam enquadradas no Novo Mercado na B3; por esse motivo, essa avaliação não pode ser aplicada a todo o subsetor de comercialização e exploração de imóveis, bem como o de construção civil. A seleção baseou-se no fato de que as empresas listadas no Novo Mercado possuem maiores níveis de governança corporativa e maiores índices de evidência das suas operações, porém, algumas empresas fora dessa seleção podem ter tido maiores impactados pelos reflexos da crise do que outras. Contudo, esse não era o objetivo do estudo.

Por fim, reforça-se a contribuição para a ampliação do conhecimento do tema e sugere-se que a análise seja ampliada para uma avaliação das demais empresas atuantes na construção civil, seja selecionando uma nova amostra, seja no sentido de observar outros fatores impactados com a redução nos preços de venda de suas unidades de estoques.

THE REAL ESTATE CRISIS AND THE FAIR VALUE OF INVESTMENT PROPERTIES FOR THE COMPANIES LISTED ON B3

ABSTRACT

This paper aims to identify and analyze, through the published financial statements of companies in the real estate exploration segment listed in B3, the impacts of the variation in the fair value of investment properties, resulting from the crisis in the real estate sector. The sample consisted of seven Novo Mercado companies listed on B3 from 2012 to 2018 with the regression model's application with panel data. The results suggest that companies that adopt the accounting policy of recognition at fair value tend to present a smaller percentage variation of the fair value than companies that adopt the cost method. The CBIC variable (variation in the added value of civil construction) was significant at 10% to explain the behavior of the alternation in the fair value of companies in the analyzed period.

KEYWORDS

Fair value. Investment Property. Disclosure. IAS 40. IFRS.

A CRISE IMOBILIÁRIA E O VALOR JUSTO DAS PROPRIEDADES
PARA INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO CARNEIRO, A. R., MAPURUNGA, P. V. R., PONTE, V. M. R.; MORAIS, C. R. F. Governança corporativa em empresas brasileiras como determinante da evidenciação de benefícios a empregados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v. 10, n. 19, p. 157-178, 2013.
- ASSAF NETO, A. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico*. São Paulo: Atlas, 2012.
- BATISTA, F. F.; PRADO, A. G. D. S.; MACHADO, M. R.; PAULO, E. Uma análise da mensuração e evidenciação de propriedades para investimento nas companhias brasileiras do setor de exploração de imóveis. *Revista Ambiente Contábil*, Natal, v. 5, n. 1, p. 281-299, 2013.
- BUSHEE, B. J.; NOE, C. F. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, Chicago, p. 171-202, 2000.
- CAMARGO, L. D. C. *Marx, Keynes e Minsky: a supremacia das finanças no capitalismo contemporâneo*. 155 f. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2009.
- CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics Using Stata*. Stata Press, Texas. v. 5, 2010.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. Pronunciamento Técnico CPC 28 – Propriedade para Investimento. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentsEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=59>. Acesso em: 1 jun. 2018.
- DUARTE, H. C. F.; LAMOUNIER, W. M. Análise financeira de empresas da construção civil por comparação com índices-padrão. *Enfoque: Reflexão Contábil*, Maringá, n. 26, v. 2, p. 9-28, 2007.
- FRABASILE, D. Afetado pela crise, setor imobiliário deve ter recuperação lenta. *Época Negócios*, 10 out. 2016. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2016/10/afetado-pela-crise-setor-imobiliario-deve-ter-recuperacao-lenta.html>. Acesso em: 23 ago. 2018.
- GONÇALVES, D. L.; DE ALMEIDA BISPO, O. N. Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital de companhias de construção civil inseridas no segmento Bovespa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, Curitiba, n. 4, v. 1, 2012.

LEANDRO GONÇALVES BORGES, THIAGO RAFAEL DE OLIVEIRA MANDU,
MARTA CRISTINA PELUCIO-GRECCO, FABIANA LOPES DA SILVA

- LIMA, S. M., OLIVEIRA, M. E. L.; DE SOUZA RODRIGUES, M. A crise e o desempenho econômico financeiro das empresas da construção civil. *Revista Gestão em Análise*, Curitiba, v. 6, n. 1/2, p. 196-210, 2017.
- MAIA, H. A. *Impacto das características específicas das companhias abertas brasileiras no nível de evidenciação contábil durante o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade*. 120 f. 2011. Dissertação (Mestrado em Controladoria Empresarial) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011.
- MURCIA, F. D. R.; DOS SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, DF, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.
- PIB 2015. Câmara Brasileira da Indústria da Construção. 3 mar. 2016. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/menu/home/pib-2015>. Acesso em: 23 ago. 2018.
- RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J.; PEDERNEIRAS, M. *Estudando teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2009.
- SHOPPING CENTERS FATURAM R\$ 157,9 BILHÕES EM 2016. *Imprensa, Mercado e Consumo*, 7 fev. 2017. Disponível em: <https://www.mercadoeconsumo.com.br/2017/02/07/shopping-centers-faturam-r1579-bilhoes-em-2016/>. Acesso em: 18 dez. 2019.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Rochester, v. 32, issue 1-3, p. 97-180, 2001.
- YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, 2006.