

Análise dos efeitos da adoção das normas internacionais de contabilidade sobre o preço justo das ações em empresas do setor de construção civil: os casos da Gafisa e da Cyrela.

Adriana Regina Passos Stivanin (PUC MINAS) - adriana.stivanin@uol.com.br

Resumo:

No Brasil entraram em vigor as Leis 11.638/07 e 11.941/09 às quais revogaram, alteraram e introduziram novos dispositivos na Lei 6.404/76, Lei das Sociedades Anônimas, objetivando aproximar as práticas contábeis brasileiras aos padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários do mundo. Este estudo objetiva avaliar o impacto que a adoção dessas normas, IFRS e US GAAP, trará para o resultado e o patrimônio líquido de duas companhias do ramo de construção civil, Gafisa e Cyrela, bem como seus efeitos sobre o preço justo de suas ações determinado por meio do modelo de Gordon. Para a mensuração do preço justo das ações foram utilizados dados históricos de retorno sobre o patrimônio líquido das empresas pesquisadas para a obtenção da taxa de retorno esperada sobre o patrimônio dos acionistas e dados do crescimento do setor como aproximação da taxa de crescimento constante dos dividendos. Concluiu-se que, no período avaliado, a adoção das normas internacionais de contabilidade influiu negativamente no preço justo das ações das Companhias pesquisadas. Este efeito foi ocasionado pela redução no resultado dos exercícios analisados após a convergência, notadamente pelo momento de reconhecimento das receitas e custos dos empreendimentos.

Palavras-chave: Contabilidade internacional. Normas. Lei 11.638/07. Preço justo de ações.

Área temática: Novas Tendências Aplicadas à Gestão de Custos

Análise dos efeitos da adoção das normas internacionais de contabilidade sobre o preço justo das ações em empresas do setor de construção civil: os casos da Gafisa e da Cyrela

Resumo

No Brasil entraram em vigor as Leis 11.638/07 e 11.941/09 às quais revogaram, alteraram e introduziram novos dispositivos na Lei 6.404/76, Lei das Sociedades Anônimas, objetivando aproximar as práticas contábeis brasileiras aos padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários do mundo. Este estudo objetiva avaliar o impacto que a adoção dessas normas, IFRS e US GAAP, trará para o resultado e o patrimônio líquido de duas companhias do ramo de construção civil, Gafisa e Cyrela, bem como seus efeitos sobre o preço justo de suas ações determinado por meio do modelo de Gordon. Para a mensuração do preço justo das ações foram utilizados dados históricos de retorno sobre o patrimônio líquido das empresas pesquisadas para a obtenção da taxa de retorno esperada sobre o patrimônio dos acionistas e dados do crescimento do setor como aproximação da taxa de crescimento constante dos dividendos. Concluiu-se que, no período avaliado, a adoção das normas internacionais de contabilidade influenciou negativamente no preço justo das ações das Companhias pesquisadas. Este efeito foi ocasionado pela redução no resultado dos exercícios analisados após a convergência, notadamente pelo momento de reconhecimento das receitas e custos dos empreendimentos.

Palavras-chave: Contabilidade internacional. Normas. Lei 11.638/07. Preço justo de ações.

Área Temática: Novas tendências aplicadas à gestão de custos.

1 Introdução

O processo de globalização tem forçado muitas companhias brasileiras a expandirem seus negócios para mercados internacionais e reforça a necessidade da adoção de uma linguagem contábil universal, confiável e comum para o meio empresarial, e que deve estar refletida nos relatórios contábeis que são elaborados e divulgados pelas entidades.

A integração de mercados não é um assunto novo. Entretanto, suas consequências ainda são sentidas pelos profissionais que lidam diretamente na gestão das organizações, particularmente aos contadores e contabilistas, uma vez que a abertura de mercados trouxe à tona a necessidade da harmonização contábil e a busca constante por suas melhores práticas.

Rumo a esta harmonização, em 28 de dezembro de 2007 e 27 de maio de 2009, foram promulgadas as Leis nº 11.638 e 11.941 (BRASIL, 2009), respectivamente, que alteraram a Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404/76 em seu capítulo XV, que trata sobre matéria contábil, de maneira especial na elaboração de demonstrativos contábeis e notas explicativas, que passam a ser elaborados em consonância com os padrões internacionais de contabilidade.

Na economia brasileira, um dos setores que mais se destacam é o da construção civil. Existem atualmente vinte e três companhias de capital aberto com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), sendo que destas, onze empresas abriram capital nos primeiros sete meses do ano de 2007. Dados de pesquisa apontam que essas companhias captaram R\$6,8 bilhões, valor que supera em 64,3% os R\$ 4,2 bilhões liberados pelo sistema financeiro para a construção de imóveis no mesmo período e a expectativa é que o volume

levantado pelas construtoras no mercado de capitais cresça ainda mais nos próximos anos (CBIC, 2008).

Não obstante, essas captações de recursos nacionais e internacionais por parte das empresas brasileiras, fez com que a informação contábil se tornasse ainda mais importante, seja para decisões dos investidores e acionistas, seja para a gestão dos administradores, para a auditoria externa e para o controle e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Dessa forma, a convergência das normas brasileiras para as normas internacionais de contabilidade, para as empresas de construção civil, além de trazer impactos contábeis significativos, também demandará uma melhor estrutura contábil, de controles internos e gerenciamento de riscos. Visto que a regra internacional de contabilidade traz consigo novos conceitos e critérios para avaliação, mensuração, evidenciação e reconhecimento de ativos e passivos, bem como de receitas, custos e despesas, que conjugados podem gerar volatilidade e impactar o patrimônio líquido e resultado das entidades. Podendo alterar consideravelmente o acesso dessas companhias ao mercado de capitais, além de suas estratégias de financiamento junto ao mercado financeiro interno e externo.

Diante do exposto, a presente pesquisa objetivou avaliar o efeito da aplicação das normas internacionais e norte americanas de contabilidade sobre o preço justo das ações das duas companhias do setor de construção civil que já haviam adaptado seus demonstrativos contábeis a estas normas até o encerramento do exercício de 2009, a Cyrela e a Gafisa.

2 Ciência Contábil: evolução

A evolução das Ciências Contábeis se deu gradativamente, assim como a própria história da vida do homem, sendo impulsionada, sobretudo pelo crescimento do capitalismo no final da Idade Média (LOPES DE SÁ, 2006). Na qualidade de ciência social aplicada, ela possui metodologia especialmente concebida para captar, registrar, acumular, resumir e interpretar os fenômenos que afetam as situações patrimoniais, financeiras e econômicas de qualquer ente jurídico, seja público ou privado (IUDÍCIBUS *et al*, 2006).

Por volta do século XIX e começo do XX, as técnicas e modelos de gestão de negócios ficaram bem mais evoluídos, fazendo com que o campo específico de finanças e contabilidade se desenvolvesse e se separasse um pouco dos segmentos da Contabilidade Financeira ou Societária, da Contabilidade de Custos e da Contabilidade Gerencial, motivado pela abertura de mercados e a busca pelas empresas pela captação de recursos em bolsas de valores como alternativa ou complemento de crédito para expansão dos negócios, fazendo com que emergisse outro ramo da Contabilidade: a Contabilidade Internacional (CARVALHO; COSTA; LEMES, 2008, p. 12).

Para esses autores, a Contabilidade Internacional surgiu para minorar as agruras de quem quer investir fora de seu país e até então tinha que manusear balanços em dezenas de normas contábeis distintas, tentando compatibilizá-las para comparar. Portanto, ela se justifica como contribuição de uma categoria profissional ao desenvolvimento econômico das nações.

Atualmente a Contabilidade está inserida em um cenário moderno e altamente mutativo, ocupando papel chave na gestão das organizações, sendo considerada uma das áreas que mais proporcionam oportunidades de trabalho e ascensão profissional.

2.1 Práticas contábeis voltadas ao setor de construção civil

As sociedades anônimas de capital aberto são regulamentadas pela Lei 6.404/76, pelas normas e resoluções expedidas pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), pelas legislações tributárias, bem como pelas normas e deliberações expedidas pela CVM. E além destas, para a normatização da Lei 11.638/07 estão sendo expedidos pelo Comitê de

Pronunciamentos Contábeis (CPC) pronunciamentos, orientações e interpretações, às quais deverão ser aprovados pela CVM, Banco Central do Brasil (BACEN), CFC, Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), dentre outros órgãos, com vistas a convergir e harmonizar as normas brasileiras às normas internacionais de contabilidade (IFRS).

Anteriormente a Lei 11.638/07, de forma a alinhar as práticas contábeis das sociedades brasileiras que se dedicam às atividades imobiliárias aos princípios internacionais, em 16 de maio de 2003 o CFC emitiu a Resolução 963/03 (CFC, 2008), que aprovou a NBC T 10.5 (Norma Brasileira de Contabilidade), à qual estabeleceu a aplicabilidade das normas e princípios fundamentais de contabilidade para as entidades imobiliárias, em especial quanto à contabilização da receita, que pelo critério fiscal é reconhecida pelo regime de caixa e pelo societário reconhecida pelo regime de competência.

De forma resumida, quanto à apropriação da receita e custos nas vendas a prazos, esta Resolução estabelece que: (CYRELLA, 2008).

- Deve-se calcular o percentual dos custos ou obras incorridos com as unidades vendidas até o momento de apuração da receita, em relação aos custos totais orçados até a conclusão da obra;
- Para a apuração da receita a ser apropriada no período, o percentual dos custos ou obras incorridos deve ser aplicado ao valor total proveniente das unidades vendidas, ajustado de acordo com as condições contratuais;
- Os recebimentos referentes à venda de unidades que sejam superiores ao valor da receita de vendas a ser apropriada no período em questão, calculado conforme mencionado acima, devem ser registrados no passivo circulante ou exigível a longo prazo, como adiantamento de clientes;
- O valor da receita de vendas que seja superior ao valor recebido deve ser registrado em uma conta apropriada do ativo circulante ou realizável a longo prazo;
- O mesmo critério é aplicado às receitas com juros referentes à venda a prazo de unidades imobiliárias; e dentre as despesas com vendas, as despesas com a montagem dos plantões de venda (estandes de venda), a decoração do apartamento modelo e as comissões são apropriadas de acordo com a realização das receitas; já as demais despesas com vendas são apropriadas diretamente ao resultado pelo regime de competência.

Para as entidades imobiliárias a Resolução 963/03 é considerada um dos principais normativos contábeis, tendo em vista a exigência da CVM para sua adoção. Todavia, a partir dos exercícios encerrados em 2010, os critérios para o reconhecimento da receita e dos correspondentes custos e despesas dos empreendimentos, à medida da evolução física ou financeira da construção, serão suprimidos pelas novas práticas determinadas na Interpretação Técnica ICPC 02, correlacionada com a norma internacional IFRIC 15 (*International Financial Reporting Interpretations Committee*), estipulando que a contabilização da receita da venda dos empreendimentos deve ser feita quando houver a respectiva transferência do controle, dos riscos e dos benefícios da propriedade do imóvel a seu comprador.

Dessa forma, objetivando identificar as principais alterações que a convergência para o IFRS e US GAAP (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos) trará para a estrutura patrimonial e de resultado das Companhias analisadas, será apresentado a seguir um estudo comparativo entre as similaridades e diferenças entre as práticas brasileiras (BR GAAP), particularmente a Resolução CFC nº 963/03, com as práticas internacionais, em especial quanto ao: (1) Reconhecimento do ajuste a valor presente nas vendas a prazos; (2) Gastos com propaganda, marketing e outras atividades correlatas; (3) Gastos diretamente relacionados com a construção do estande de vendas, móveis de decoração e do apartamento modelo; (4) Princípios para o reconhecimento e mensuração dos planos de pagamento baseados em ações; (5) Reconhecimento da receita, e (6) Formação do custo do imóvel, objeto da incorporação imobiliária.

1. Ajuste a valor presente:		
BR GAAP	IFRS	US GAAP
<u>Lei 6.404/76:</u> Os critérios de avaliação do Ativo e Passivo eram tratados no BR GAAP pelos artigos 183 e 184 da Lei 6.404/76. Para as construtoras, o registro das parcelas das unidades vendidas, via de regra, era corrigido pelo INCC, e a partir da entrega das chaves acrescidos de juros de mercado, mas os registros contábeis eram feitos pelo respectivo valor nominal. <u>Lei 11.638/07:</u> Obrigatoriedade do ajuste a valor presente nos realizáveis e exigíveis a longo prazo e, no caso de efeito relevante, também nos de curto prazo.	<u>IAS 12, IAS 18, IAS 39, dentre outros:</u> Nas vendas a prazo de unidades concluídas, deve ser avaliado se a taxa de juros imputada ao fluxo de recebimentos é compatível com a taxa usual de uma negociação similar. Os recebíveis devem ser descontados a valor presente, caso as taxas de juros contratados sejam diferentes das de mercado na data inicial da transação e para operações similares.	<u>Parecer APB 21:</u> Em conformidade com o APB, parecer n.º 21, que trata dos juros sobre os créditos e obrigações, os saldos dos recebíveis até a entrega das chaves, que estão sujeitas exclusivamente à correção monetária, sem juros, são descontados ao seu valor presente no período compreendido entre a data do balanço e a data prevista para a entrega das chaves.
2. Gastos com vendas, propaganda, marketing e outras atividades correlatas:		
No BR GAAP, as despesas com comissões de vendas e propaganda podem ser registradas como despesas antecipadas e baixadas para o resultado na medida em que a obra é construída ou no momento de veiculação da propaganda. <u>OCPC - 01:</u> Em 17 de dezembro de 2008, o CPC editou a orientação OCP-01 com a finalidade de esclarecer assuntos que têm gerado dúvidas quanto às práticas contábeis adotadas pelas entidades de incorporação imobiliária no tocante a este item/assunto, mantendo a mesma regra contábil utilizada no BR GAAP.	Diferentemente do BR GAAP, no IFRS as despesas com propaganda e comissão de vendas são registradas diretamente como despesas, pelo fato de que não é possível atrelar à veiculação o retorno das vendas.	No US GAAP as despesas com propaganda, marketing e promoções podem ser ativadas apenas quando ainda não estiverem veiculadas. Após isso, devem ser lançadas no resultado.
3. Gastos diretamente relacionados com a construção do estande de vendas, móveis de decoração e do apartamento modelo:		
Não existia no Brasil norma específica para contabilização das construções dos estandes de vendas e dos apartamentos-modelo. Algumas empresas registravam esses gastos como despesas comerciais. <u>OCPC - 01:</u> Adequou as práticas contábeis brasileiras ao IFRS.	Os gastos incorridos e diretamente relacionados com a construção de estande de vendas e do apartamento-modelo, bem como aqueles para aquisição das mobílias e da decoração de cada empreendimento imobiliário, deverão ser registrados em rubrica de ativo imobilizado, e depreciados de acordo com o respectivo prazo de vida útil estimada desses itens. Eventuais parcelas recuperadas com a venda das mobílias ou partes do estande de vendas deverão ser registradas como redutoras de custos desses itens.	Não foram encontradas na literatura regras específicas para reconhecimento dos gastos diretamente relacionados com a construção do estande de vendas e do apartamento modelo e mobílias de decoração. Na pesquisa de campo, a empresa que adotou o US GAAP não efetuou qualquer ajuste para este item, mantendo os registros em BR GAAP.

4. Opções de ações:		
BR GAAP	IFRS	US GAAP
<u>Lei 6.404/76:</u> Anteriormente a Lei 11.638/07, os planos de opções de ações não resultaram em reconhecimento de qualquer despesa. A compra das ações pelos empregados e administradores era registrada como um aumento no estoque de capital pelo montante do preço de compra. <u>Lei 11.638/07:</u> De acordo com o novo regulamento e com o CPC 10, os planos de opções de ações passam a ser tratados como concessões de capital e mensurados pelo valor justo à data da sua concessão.	<u>IFRS 2:</u> Essa norma prescreve princípios de reconhecimento e mensuração para todos os planos de pagamento baseados em ações, que incluem transações com empregados e terceiros, pagas em dinheiro, ou com outros ativos ou instrumentos patrimoniais. É importante ressaltar que o pronunciamento técnico CPC 10 - Pagamentos Baseados em Ações não apresenta diferenças significativas em relação ao IFRS 2. Na visão contábil, os gastos referentes à concessão de ações e opções a empregados são considerados despesa com remuneração.	<u>SFAS 123R:</u> O FASB, inicialmente recomendava o reconhecimento das opções de ações pelo valor justo, no qual as opções são mensuradas na data de concessão do incentivo, o cálculo poderia ser feito por um modelo de precificação (<i>Black & Scholes</i> ou outro) e este valor reconhecido como despesa. Após atualização da norma, o FASB passou a exigir que seja feito reconhecimento da despesa, a valor justo.
5. Reconhecimento da receita:		
A atual regra do CFC, Resolução 963, define que o valor dos imóveis vendidos na planta pode ser reconhecido conforme o andamento da obra, se 10% da obra está feita, esse mesmo percentual sobre o preço do imóvel entra na conta de receitas. A entidade tem a receita na venda conforme percentual de andamento da obra (POC). Para algumas empresas, a terra/terreno são tratados como uma parcela dos custos de construção orçado e é apropriado proporcionalmente ao desenvolvimento da construção do imóvel.	No IFRS há diferença na atribuição de risco conforme o contrato de construção. A transferência dos riscos e benefícios para o comprador será na entrega das chaves, após a construção do empreendimento e emissão do habite-se, portanto, o reconhecimento da receita dar-se-ia nesse momento. Do contrário, a receita não poderá ser reconhecida	No US GAAP, SFAS 66, a contabilização das vendas de imóveis é realizada de acordo com critérios de medição para determinar se a construção está além de uma fase preliminar. Pode-se dizer a construção da 1ª laje do empreendimento, pois o US GAAP requer que a construção esteja além da etapa preliminar, ou seja, em fase posterior da preparação do solo, escavação e conclusão da fundação. Além disso, para que se possa reconhecer a receita, em cada empreendimento deve haver vendas substanciais para garantir que o projeto não será descontinuado.
6. Formação do custo do imóvel, objeto da incorporação imobiliária:		
A atual regra do CFC, resolução 963, define que o custo do imóvel compreende todos os gastos incorridos para a sua obtenção, independentemente de pagamento, e abrange: a) preço do terreno, inclusive gastos necessários à sua aquisição e regularização; b) custo dos projetos; c) custos diretamente relacionados à construção, inclusive aqueles de preparação do terreno e canteiro de obras; d) impostos, taxas e contribuições não recuperáveis que envolvem o empreendimento imobiliário; e) encargos financeiros diretamente associados ao financiamento do empreendimento imobiliário;	Não haverá alterações pelo IFRS em relação ao BR GAAP, exceto para as despesas com garantias contratuais e capitalização de juros. No IFRS uma provisão para tal fim somente deve ser feita se houver previsão legal ou contratual, e deve ser registrada apenas após a entrega das chaves. <u>IAS 23:</u> No IFRS, IAS 23, os juros dos empréstimos, financiamentos e outras linhas de crédito, associados aos imóveis em construção, devem ser	<u>SFAS 34:</u> No US GAAP, SFAS 34, o custo de juros incorridos durante o período que os imóveis estão em construção está incluído no custo de tais ativos. Nesse caso, o custo dos juros deve ser incluído como um componente do custo histórico dos imóveis, que são destinados à venda ou locação, mas estes custos devem ser separados para cada imóvel.

6. Formação do custo do imóvel, objeto da incorporação imobiliária - continuação		
f) despesas com garantias contratuais referentes ao período posterior à entrega das chaves, considerando apenas as unidades vendidas e o percentual de execução do empreendimento. Considera-se custo do imóvel aquele efetivamente aplicado na construção, encontrado pela apuração da proporção dos custos incorridos até o momento da apuração, em relação ao custo total previsto até a conclusão da obra. Os gastos contratuais sem probabilidade de recuperação são reconhecidos imediatamente no resultado como custo incorrido do empreendimento, além disso, os encargos financeiros incorridos com empréstimos e financiamentos devem ser registrados como estoques/obras em andamento.	capitalizados como custo dos imóveis a comercializar para posterior apropriação ao resultado, observando o mesmo critério adotado para reconhecimento das receitas e custos das unidades vendidas.	

Fontes: CVM. Edital de Audiência Pública SNC nº 07/2008. Livro do CPC (2009). Leis 6.404/76, 11.638/07 e 11.941/09. *Web sites* da Cyrela e Gafisa (2010).

Quadro 01 - Comparativo das práticas contábeis – BR GAAP, IFRS e US GAAP.

Dentre estas normas, destacam-se as diferenças entre as práticas brasileiras e as práticas internacionais (IFRS e US GAAP) quanto ao momento do reconhecimento das receitas e dos custos dos empreendimentos. Isto porque, apesar de não alterar o montante total das receitas e custos das construções, o critério adotado pelas práticas internacionais, especialmente as do IFRS, pode causar oscilações significativas nos demonstrativos contábeis das companhias em função do estágio de desenvolvimento dos empreendimentos. Gerando, por conseguinte, efeito substancialmente negativo no resultado operacional.

Além disso, deve-se ter em conta que as características da atividade imobiliária brasileira divergem das praticadas nos mercados internacionais devido aos fatores relativos ao custo de capital, forma de venda e ciclo operacional, que no caso brasileiro é de trinta meses, enquanto que no mercado internacional é de doze meses. Por todos estes motivos, na opinião de Tibúrcio (2008), os efeitos da convergência dos demonstrativos contábeis das empresas brasileiras para o IFRS pode ser mais acentuado para as empresas do setor de construção civil.

2.2 Análise fundamentalista

O objetivo dos modelos de avaliação de empresas é estimar seu valor justo de mercado. Existem diversas abordagens para se avaliar investimentos, sendo que, uma das mais importantes, é a denominada “análise fundamentalista” que advoga a existência de relação entre o valor real de uma empresa e suas características financeiras, como suas perspectivas de crescimento, fluxos de caixa e perfil de risco. Assim, qualquer desvio entre o preço justo e o preço de mercado da empresa seria um indício de sobrevalorização ou de subvalorização de suas ações (CAVALCANTE; MISUMI, 2002).

A forma mais utilizada para calcular o preço justo de uma ação é o amplamente difundido modelo de fluxo de caixa descontado. Este modelo, no entanto, demanda a obtenção de informações de natureza operacional que não estão disponíveis ao grande público

por meio dos demonstrativos financeiros publicados. Outra forma bastante utilizada para se obter o preço justo de uma ação é o modelo de Gordon, que assume que uma empresa cresce a uma taxa constante por uma perpetuidade (DAMODARAN, 1997).

Esse modelo, não se diferencia substancialmente do modelo de crescimento estável, com o diferencial de, ao invés de basear-se nos fluxos de caixa líquidos dos acionistas (FCLA), baseia-se no dividendo pago pela empresa. Assim, o preço justo de uma ação seria dado pela seguinte fórmula:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - G}$$

em que:

P_0 = Preço justo da ação em t_0

D_1 = Dividendo a ser pago no ano 1 que, por sua vez, considerando que a taxa de crescimento é constante, é igual a $D_0 \times (1 + G)$.

K_s = Taxa de retorno esperada para o patrimônio dos acionistas.

G = Taxa de crescimento constante dos dividendos

O modelo de Gordon tem a vantagem de ser de mais fácil aplicação que o modelo do fluxo de caixa descontado, pois ao invés de utilizar o FCLA que demanda maior volume de cálculos, utiliza-se do dividendo pago como base de cálculo, o que pode ser facilmente obtido no mercado.

3 Apresentação e análise dos dados

A principal fonte dos dados utilizada na presente pesquisa foi o *website* das empresas Gafisa e Cyrela, onde seus demonstrativos financeiros auditados são divulgados ao público e aos investidores.

A escolha por estas duas empresas deve-se ao fato de que somente elas optaram por antecipar-se à determinação legal e apresentaram seus demonstrativos financeiros relativos aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2008 e 2007, já adotando a nova estrutura internacional de contabilidade, US GAAP (caso da Gafisa) e ao IFRS (caso da Cyrela).

Além disso, considerando que esta pesquisa possui a finalidade de comparar o efeito da adoção de normas internacionais de contabilidade, far-se-ia necessário que os períodos fossem coincidentes, o que ocorreu apenas nos anos citados.

Quanto à opção das Companhias para a convergência dos seus demonstrativos, uma para o IFRS e outra para o US GAAP, deve-se ao fato de que a BM&FBovespa (2009) determinou, no documento denominado “Regulamento de Listagem do Novo Mercado”, que as empresas pertencentes ao “Novo Mercado” deveriam apresentar ao final de cada ano seus demonstrativos financeiros, relatório da administração e notas explicativas na língua inglesa, preparados de acordo com a legislação societária brasileira, juntamente com nota explicativa adicional que demonstre a conciliação entre os valores obtidos para o resultado líquido e para o patrimônio líquido segundo a legislação brasileira e as normas internacionais de contabilidade ou normas norte americanas (IFRS ou US GAAP), bem como texto explicativo acerca das principais diferenças apuradas.

Vale acrescentar que, com a promulgação da Lei nº 11.638/07, a partir do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2010, as companhias de capital aberto e a elas equiparadas deverão adotar o IFRS.

Sendo assim, considerando os objetivos da presente pesquisa, os dados relativos às demonstrações de resultado das empresas pesquisadas foram tabulados e foram procedidos ajustes que adaptassem tal demonstrativo à norma internacional adotada, IFRS ou US GAAP.

CYRELA	2008 BR GAAP	Ajustes	2008 IFRS	2007 BR GAAP	Ajustes	2007 IFRS	Obs
Receita Operacional Bruta							
Incorporação e Revenda de Imóveis	2.907.848	(784.478)	2.123.370	2.021.964	(401.351)	1.620.613	(1)
Loteamento	22.974		22.974	8.363		8.363	
Locação de Imóveis	-		-	698		698	
Prestação de Serviços e Outras	36.627	7.897	44.524	48.416	14.675	63.091	(2)
	2.967.449		2.190.868	2.079.441		1.692.765	
Deduções da Receita Bruta	(120.008)		(120.008)	(80.899)		(80.899)	
Receita Operacional Líquida	2.847.441		2.070.860	1.998.542		1.611.866	
Custos das Vendas Realizadas							
Dos imóveis vendidos e revendidos	(1.723.828)	524.617	(1.199.211)	(1.196.492)	334.287	(862.205)	(3)
Dos loteamentos	(12.725)		(12.725)	(5.221)		(5.221)	
Dos imóveis locados e serviços	(28.308)		(28.308)	(19.854)		(19.854)	
Lucro Bruto Operacional	1.082.580		830.616	776.975		724.586	
Receitas (despesas) Operacionais							
Despesas com vendas	(366.684)	(33.201)	(399.885)	(262.987)	(16.630)	(279.617)	(4)
Despesas gerais e administrativas	(212.648)		(212.648)	(133.653)		(133.653)	
Despesas com honorários da administração	(9.394)		(9.394)	(3.297)		(3.297)	
Resultado de Participações Societárias							
Equivalência patrimonial	(542)	(63.444)	(63.986)	-		-	
Outros resultados nos investimentos	(42.213)		(42.213)	103.922		103.922	
Outras receitas (despesas) operacionais	1.676		1.676	1.412		1.412	
Lucro Antes do Resultado Financeiro	452.775		104.166	482.372		413.353	
Resultado Financeiro							
Despesas financeiras	(201.520)		(201.520)	(116.922)		(116.922)	
Receitas financeiras	190.740		190.740	144.188		144.188	
Lucro antes do IR, CSLL, de participações estatutárias e de acionistas minoritários	441.995		93.386	509.638		440.619	
Imposto de Renda e Contribuição Social							
Impostos diferidos	(36.247)	35.583	(664)	(20.538)	31.263	10.725	(5)
Do exercício	(76.152)		(76.152)	(44.989)		(44.989)	
Lucro antes de participações estatutárias	329.596		16.570	444.111		406.355	
Participação de administradores e empregados	(4.055)		(4.055)	(3.000)		(3.000)	
Lucro antes da participação de acionistas minoritários	325.541		12.515	441.111		403.355	
Participações de acionistas minoritários	(47.833)	258.055	210.222	(54.350)	(320.419)	(374.769)	(6)
Lucro Líquido do Exercício	277.708		222.737	386.761		28.586	

Fonte: Preparado pela autora a partir de informações disponíveis nos demonstrativos financeiros

Quadro 02 - Demonstração de Resultado da Cyrela em BR GAAP e ajustado ao IFRS

Como se verifica, comparando-se o resultado líquido obtido pela Cyrela, segundo a legislação societária brasileira (BR GAAP) e o IFRS, houve uma redução de 92,6% em 2007 e de 19,8% no ano de 2008. Estas diferenças devem-se aos seguintes motivos:

(1) No BR GAAP, as receitas sobre as unidades vendidas devem ser reconhecidas como receita do período, proporcionalmente ao percentual de execução do empreendimento (custo realizado *versus* custo orçado). No IFRS, a receita somente pode ser reconhecida se: a empresa tiver transferido ao comprador os riscos e benefícios do imóvel; se a empresa não tiver retido algum tipo de envolvimento gerencial ou associação que controle a propriedade vendida; o volume de receitas possa ser mensurado com confiança; é provável que os benefícios econômicos da transação de venda fluam para a empresa e; os custos incorridos ou a serem incorridos na transação possam ser mensurados com confiança.

(2) No BR GAAP, o custo da unidade vendida deve incluir despesas com garantias contratuais referentes ao período posterior à entrega das chaves, considerando apenas as unidades vendidas e o percentual de execução do empreendimento. No IFRS, uma provisão para tal fim somente deve ser feita se houver previsão legal, e deve ser registrada apenas após a entrega das chaves.

(3) Similarmente à receita, no BR GAAP os custos são apropriados, para as unidades vendidas, à medida da execução do empreendimento, enquanto que no IFRS os custos são

apropriados ao resultado juntamente com o reconhecimento da receita, ou seja, no momento da transferência dos riscos e benefícios do imóvel ao comprador.

(4) No BR GAAP, as despesas com comissões de vendas incorridas por companhias incorporadoras devem ser ativadas como despesas antecipadas e apropriadas seguindo o mesmo critério de reconhecimento da receita. No IFRS elas são reconhecidas como despesas no período em que ocorrem.

(5) Com as alterações acima, verifica-se uma modificação no resultado da Companhia, acarretando, conseqüentemente, alteração na apuração do imposto de renda, contribuição social, PIS e COFINS.

(6) As alterações acima impactaram também o resultado na participação dos acionistas minoritários.

GAFISA	2008	Ajustes	2008	2007	Ajustes	2007	Obs.
	BR GAAP		US GAAP	BR GAAP		US GAAP	
Receita Operacional Bruta							
Incorporação e Revenda de Imóveis	1.768.200	85.337	1.853.537	1.216.773	(152.064)	1.064.709	(1)
Prestação de Serviços e Outras	37.268		37.268	35.121		35.121	
	1.805.468		1.890.805	1.251.894		1.099.830	
Deduções da Receita Bruta							
	(65.064)		(65.064)	(47.607)		(47.607)	
Receita Operacional Líquida	1.740.404		1.825.741	1.204.287		1.052.223	
Custos das Vendas Realizadas							
Dos imóveis vendidos e revendidos	(1.214.401)	(47.672)	(1.262.073)	(867.996)	96.215	(771.781)	(2)
Lucro Bruto Operacional	526.003		563.668	336.291		280.442	
Receitas (despesas) Operacionais							
Despesas com vendas	(154.401)		(154.401)	(69.800)		(69.800)	
Despesas gerais e administrativas	(158.381)	53.819	(104.562)	(130.873)	22.684	(108.189)	(3)
Depreciação e amortização	(52.635)		(52.635)	(38.696)		(38.696)	
Amort. ganho na venda parcial da FIT Residência	41.008		41.008	-		-	
Outras despesas, líquidas	(33.389)	(356)	(33.745)	2.508	370	2.878	(4)
Resultado em combinação de negócios	-	142.789	142.789	-	4.583	4.583	(5)
Lucro Antes do Resultado Financeiro	168.205		402.122	99.430		71.218	
Resultado Financeiro							
Despesas financeiras	(61.008)	(9.564)	(70.572)	(35.291)	(32.337)	(67.628)	(6) (7)
Receitas financeiras	102.854		102.854	63.919		63.919	
Lucro antes do IR, CSLL, de participações estatutárias e de acionistas minoritários	210.051		434.404	128.058		67.509	
Imposto de Renda e Contribuição Social							
Impostos diferidos	(18.960)	(41.455)	(60.415)	(18.155)	30.377	12.222	(8)
Do exercício	(24.437)		(24.437)	(12.217)		(12.217)	
Lucro antes de participações estatutárias	166.654		349.552	97.686		67.514	
Participação de administradores e empregados	-		-	-		-	
Lucro antes da participação de acionistas minoritários	166.654		349.552	97.686		67.514	
Participações de acionistas minoritários	(56.733)	6.839	(49.894)	(6.046)	1.994	(4.052)	(9)
Lucro Líquido do Exercício	109.921		299.658	91.640		63.462	

Fonte: Preparado pela autora a partir de informações disponíveis em seus demonstrativos financeiros

Quadro 03 – Demonstração de Resultado da Gafisa em BR GAAP e ajustado ao US GAAP.

Já a Gafisa, na comparação entre a legislação societária brasileira e o US GAAP, apresentou decréscimo de 30,8% no ano de 2007 e acréscimo de 172,6% no ano de 2008. As diferenças verificadas são as seguintes:

(1) No BR GAAP, as receitas sobre as unidades vendidas devem ser reconhecidas como receita do período, proporcionalmente ao percentual de execução do empreendimento (custo realizado versus custo orçado). No US GAAP, o reconhecimento da receita somente pode ocorrer se a obra tiver além de estágios iniciais (plantas aprovadas, contratos de execução em andamento, limpeza do local, preparação, escavação e fundações completas), construção da primeira laje, e que um número substancial de vendas já tenha ocorrido, minimizando a possibilidade de que o projeto seja descontinuado.

(2) O reconhecimento dos custos segue o mesmo procedimento aplicável às receitas.

(3) No BR GAAP, após a edição da Lei 11.638/2007, os direitos de aquisição de ações por funcionários e administradores por meio de planos de opções de ações (*stock option*

plans) são tratados como despesas. Para o US GAAP, como os prêmios são indexados ao IGP-M mais 6% ao ano, tais prêmios são registrados no passivo a valor presente por meio do modelo de precificação de opções de *Black-Scholes*.

(4) A empresa não apresentou notas explicativas para ajustes, de pequena monta.

(5) Para o BR GAAP, o *goodwill* (diferença entre o preço pago na aquisição e o valor contábil de ativos adquiridos), se positivo, é amortizado pela vida útil restante do ativo ou por até dez anos; se negativo, não é amortizado, mas realizado à medida do investimento, exceto se baseado em resultados futuros. No US GAAP, quando um processo de combinação de negócios gera *goodwill* negativo, este montante é alocado inicialmente nos ativos de longo prazo e qualquer montante restante é reconhecido como ganho extraordinário. Adicionalmente, investimentos em afiliadas, incluindo o *goodwill* pago na aquisição, são testados com frequência mínima anual mediante teste de imparidade (no US GAAP, todos os ativos e passivos adquiridos são registrados pelo seu valor justo e qualquer valor pago diferente destes é considerado como *goodwill*). Em 2008 a empresa apresentou reversão de *goodwill* negativo na aquisição da Tenda e da Redevco e ganhos na transferência da FIT Residencial.

(6) No BR GAAP, os juros incorridos no período de construção dos empreendimentos é apropriado na medida em que ocorrem. No US GAAP, tais custos, se referentes a um empreendimento isolado com o objetivo de venda ou aluguel, são alocados ao custo histórico do empreendimento e reconhecido quando do reconhecimento da receita.

(7) No BR GAAP, a partir de 2007, a Companhia tinha a opção de reconhecer a valor presente alguns passivos financeiros com o objetivo de capital de giro. No US GAAP, a companhia adotou tal opção a partir apenas de 2008, para os passivos financeiros denominados em moeda estrangeira.

(8) Com as alterações acima, como há alteração no resultado da Companhia, ocorre alteração na apuração do imposto de renda, contribuição social, PIS e COFINS.

(9) As alterações acima provocam, também, alterações representativas na participação de acionistas minoritários.

Como se verifica, os principais itens da demonstração de resultados das companhias do setor de construção civil que sofrem alteração em função de normas internacionais de contabilidade são as receitas e custos ligados aos empreendimentos. De forma resumida, o BR GAAP permite que as receitas e custos das unidades vendidas possam ser apropriados à medida da execução da obra, o US GAAP permite que isso ocorra apenas após um estágio inicial de execução da obra e após a comercialização de um grande número de unidades e o IFRS somente permite o reconhecimento de tais receitas e custos após a transferência dos riscos e benefícios sobre o imóvel ao adquirente, normalmente considerado o ato de entrega das chaves.

Para se obter o preço justo das ações, algumas variáveis necessitam serem obtidas: o dividendo esperado para o ano seguinte (D_1), a taxa de retorno esperada para o patrimônio dos acionistas (K_s) e a taxa de crescimento constante dos dividendos (G). Quanto aos dividendos, ambas as empresas têm, em sua política de dividendos, menção a distribuir apenas os dividendos mínimos obrigatórios, correspondentes a 25% do lucro líquido, após a constituição da reserva legal de 5%. Para se obter tal valor, faz-se necessário aplicar tal percentual ao lucro líquido de cada ano analisado e dividir o resultado pelo número de ações ordinárias de cada companhia ao final de cada período (ambas possuem apenas ações ordinárias), excetuando-se as ações mantidas em tesouraria.

Para a obtenção da taxa de retorno esperada para o patrimônio dos acionistas foi utilizada como aproximação a média do retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) obtido no ano sobre análise mais o dos cinco anos imediatamente anteriores. A média d2 retorno sobre o

Patrimônio Líquido da Cyrela no período 2002-2007 foi de 14,7% e para o período 2003-2008 foi de 14,0%. Já a Gafisa apresentou média de 15,5% e 11,8%, respectivamente.

Para a obtenção da taxa de crescimento constante dos dividendos, considerando que o desempenho do setor de construção civil é muito sensível a fatores de natureza sócio-econômica, foi utilizada a taxa média de crescimento do setor no ano sob análise mais os cinco anos imediatamente anteriores. Assim, tem-se uma tendência de mais longo prazo, ao invés do dado de apenas um período, fortemente influenciado pela conjuntura macroeconômica da época. Tais dados foram obtidos no banco de dados do *website* da Câmara Brasileira da Indústria de Construção (CBIC). A taxa média de crescimento do setor foi de 2,1% no período 2002-2007 e 3,8% no período 2003-2008.

Os dados descritos nessa seção apresentam diversas restrições que tendem a dificultar que se tenha uma resposta taxativa ao questionamento principal da presente pesquisa, as principais foram:

a) Considerando tratar-se de determinação recente dos órgãos reguladores brasileiros, não existe ainda uma base de dados significativa de empresas que fizeram o ajuste de seus demonstrativos financeiros às normas internacionais de contabilidade (a determinação regulamentar prevê a obrigatoriedade apenas a partir do exercício de 2010). Assim, somente foi possível obter dados de empresas do setor para os anos de 2007 e 2008 e restrito às duas empresas pesquisadas. Esse período de análise coincidiu com uma grande reestruturação do setor, com várias empresas abrindo seu capital e fazendo captação de recursos no mercado de capitais. Outro ponto relevante é que, enquanto a Cyrela optou pelo crescimento interno, a Gafisa efetuou volume significativo de aquisições, o que fez com que seus demonstrativos de resultado apresentassem grande oscilação por conta dos resultados de tais investimentos.

b) para a obtenção das variáveis necessárias para o cálculo do valor justo das ações das companhias, foram efetuadas diversas aproximações quanto a taxa de retorno esperada para o patrimônio dos acionistas (K_s) e a taxa de crescimento constante dos dividendos (G).

No entanto, qualquer que fossem os dados utilizados, sempre haveria algum nível de arbitrariedade na escolha. Considerando que o objetivo dessa pesquisa não é calcular o valor justo das ações das empresas com precisão (o que demandaria a coleta de informações internas das companhias) e sim a comparação entre o valor justo das ações, para um mesmo período, com a utilização da legislação societária brasileira e de normas internacionais de contabilidade (US GAAP ou IFRS), não há prejuízo significativo para a validade das conclusões porventura obtidas.

3.1 Cálculo e análise da variação no preço justo das ações

Neste estudo optou-se por utilizar o modelo de Gordon para a obtenção do preço justo das ações, conforme descrito na seção 2.2. Os cálculos serão apresentados para 2008 e 2007 para cada uma das empresas, separadamente, posteriormente será feita sua análise conjunta.

3.1.1 Análise da Cyrela

Inicialmente, para o cálculo do dividendo a ser pago no ano 1 (D_1) faz-se necessário o cálculo do dividendo para o ano zero (D_0), uma vez que $D_1 = D_0 * (1 + G)$. Assim, conforme estabelecido no plano de dividendos da companhia, do lucro líquido do período é constituída reserva legal de 5% e sobre o restante é aplicado o percentual de 25% para se obter o valor a ser pago em dividendos no ano zero. Dividindo-se o valor a ser distribuído em dividendos pelo número de ações em mercado, obtém-se o dividendo a ser pago, por ação, no ano zero (D_0).

Aplicando-se a taxa de crescimento constante dos dividendos, obtém-se o dividendo a ser pago no ano 1 (D_1). O cálculo do dividendo a ser pago no ano zero e no ano 1 é assim obtido:

Tabela 1 - Cálculo do Dividendo a ser pago no ano 1 - Cyrela

Item	2008		2007	
	BR GAAP	IFRS	BR GAAP	IFRS
Lucro líquido do exercício (R\$ mil)	277.708	222.737	386.761	28.586
(-) Reserva legal (5%)	13.885	11.137	19.338	1.429
Lucro líquido após reserva legal (R\$ mil)	263.823	211.600	367.423	27.157
Dividendo mínimo obrigatório	25%	25%	25%	25%
Valor a ser distribuído em dividendos (R\$ mil)	65.956	52.900	91.856	6.789
Número de ações	355.724.438	355.724.438	355.641.387	355.641.387
Dividendo por ação (R\$) - D_0	0,1854	0,1487	0,2583	0,0191
Taxa de crescimento dos dividendos	3,80%	3,80%	2,10%	2,10%
Dividendo a ser pago no ano 1 (R\$)	0,1925	0,1544	0,2637	0,0195

Fonte: Elaborado pela autora

Assim, têm-se os dados para o cálculo do valor justo da ação da Cyrela para os períodos analisados. Aplicando-se a fórmula de Gordon, obtém-se o preço justo da ação no ano zero:

Tabela 2 - Preço justo das ações - Cyrela

Itens	2008			2007		
	BR GAAP	IFRS	Var. (%)	BR GAAP	IFRS	Var. (%)
D_1	0,1925	0,1544		0,2637	0,0195	
K_s	14,0%	14,0%		14,7%	14,7%	
G	3,8%	3,8%		2,1%	2,1%	
P_0	1,8873	1,5137	-19,8%	2,0929	0,1548	-92,6%

Fonte: Elaborado pela autora

No ano de 2007, a adoção do IFRS pela Cyrela fez com que o preço justo da ação da empresa, sofresse redução de 92,6%. No ano de 2008 essa redução foi de 19,8%.

3.1.2 Análise da Gafisa

Aplicando-se o mesmo procedimento para a Gafisa, obtém-se os valores abaixo para o dividendo a ser pago no ano 1:

Tabela 3 - Cálculo do Dividendo a ser pago no ano 1 - Gafisa

Item	2008		2007	
	BR GAAP	IFRS	BR GAAP	IFRS
Lucro líquido do exercício (R\$ mil)	109.921	299.658	91.640	63.462
(-) Reserva legal (5%)	13.885	11.137	19.338	1.429
Lucro líquido após reserva legal (R\$ mil)	96.036	288.521	72.302	62.033
Dividendo mínimo obrigatório	25%	25%	25%	25%
Valor a ser distribuído em dividendos (R\$ mil)	24.009	72.130	18.075	15.508
Número de ações	129.952.546	129.952.546	129.452.121	129.452.121
Dividendo por ação (R\$) - D_0	0,1848	0,5551	0,1396	0,1198
Taxa de crescimento dos dividendos	3,80%	3,80%	2,10%	2,10%
Dividendo a ser pago no ano 1 (R\$)	0,1918	0,5761	0,1426	0,1223

Fonte: Elaborado pela autora

E aplicando-se a fórmula de Gordon, foram obtidos os valores justos das ações da empresa para os dois períodos, utilizando-se o BR GAAP e o US GAAP:

Tabela 4 - Preço justo das ações - Gafisa

<i>Itens</i>	<i>2008</i>			<i>2007</i>		
	<i>BR GAAP</i>	<i>US GAAP</i>	<i>Var. (%)</i>	<i>BR GAAP</i>	<i>US GAAP</i>	<i>Var. (%)</i>
D ₁	0,1918	0,5761		0,1426	0,1223	
K _s	15,5%	15,5%		11,8%	11,8%	
G	3,8%	3,8%		2,1%	2,1%	
P₀	1,6393	4,9239	+200,4%	1,4701	1,2608	-14,2%

Fonte: Elaborado pela autora

Como se verifica, com a adoção do US GAAP, o valor justo da ação da Cyrela apresentou uma redução de 14,2% no ano de 2007. Já no ano de 2008, a adoção do US GAAP fez com que o preço justo da ação fosse 200,4% superior ao obtido com a utilização do BR GAAP. Resumindo-se os resultados obtidos, têm-se as seguintes variações nos preços justos das ações das empresas analisadas com a adoção de normas internacionais e normas norte americanas de contabilidade, comparando-se com a utilização da legislação societária brasileira:

Tabela 5 - Comparação da variação no preço justo das ações

Empresa - Norma Internacional	2008	2007
Cyrela – IFRS	-19,8%	-92,6%
Gafisa-US GAAP	+200,4%	-14,2%

Fonte: Elaborado pela autora

Analisando esse resultado, nota-se uma tendência de queda no preço justo das ações das companhias quando se adaptam seus demonstrativos às normas internacionais de contabilidade, uma vez que houve uma tendência à redução de seus resultados. Os itens que mais sofreram influência das exigências normativas internacionais foram o reconhecimento das receitas e custos relativos aos empreendimentos. A alteração do momento do reconhecimento destas receitas e custos levou a uma redução significativa dos resultados brutos operacionais das empresas (com exceção da Gafisa no ano de 2008). Esse é, indubitavelmente, o principal efeito da adoção de tais normas sobre o resultado das empresas brasileiras da área de construção civil. Tal efeito apresentou ser menor nas empresas que adotam o US GAAP e maior nas que adotam o IFRS (a Gafisa apresentou variação em suas receitas e custos inferiores à Cyrela), uma vez que o US GAAP permite o reconhecimento de receitas e custos ainda na fase de construção do empreendimento, o que não é permitido pelo IFRS.

No entanto, o período sob análise foi, em parte, coincidente com um grande movimento de abertura de capital das empresas do setor (Cyrela em 2005 e Gafisa em 2006 e 2007), e de captação de grande volume de recursos financeiros que permitiu o crescimento acelerado das empresas. Este crescimento deu-se por meio de crescimento vegetativo (com maior ênfase na Cyrela) e por meio de aquisição de outras empresas do segmento (como a Gafisa). Tais transações, que envolveram montante significativo de recursos, influenciaram de forma significativa o resultado das empresas no período.

A reversão de *goodwill* negativo na aquisição da Construtora Tenda pela Gafisa em 2008 foi o grande responsável pelo incremento do resultado do ano da empresa em US GAAP e, por consequência, da valorização do preço justo de suas ações em 200,4%. Os ajustes necessários nas participações dos acionistas minoritários em função dos demais ajustes causaram, também, oscilação significativa nos demonstrativos contábeis das empresas pesquisadas (notadamente na Cyrela). Além disso, em um momento de rápido crescimento do

segmento, onde há o lançamento de grande número de empreendimentos com prazo de execução que giram em torno de 30 a 48 meses, tende a haver uma queda do resultado operacional das companhias, em maior grau para aquelas que adotaram o IFRS. O resultado referente a tais lançamentos ocorrerá em algum momento no futuro (mais próximo para que as adotaram o US GAAP e apenas na entrega das chaves nas que adotaram o IFRS).

Assim, apesar do indicativo de que a adoção das normas internacionais de contabilidade tende a reduzir o resultado e, por consequência, o valor justo das ações das companhias, existiram eventos importantes para ambas as empresas analisadas que exerceram influência significativa sobre seus resultados, não permitindo que a tendência verificada para tal período possa servir de inferência para períodos subseqüentes.

4 Considerações finais

Por meio dos demonstrativos contábeis publicados pelas companhias Cyrela e Gafisa buscou-se avaliar nesta pesquisa o efeito da aplicação das normas internacionais e normas norte americanas de contabilidade sobre o preço justo das ações calculado pelo modelo de Gordon, para os anos de 2008 e de 2007.

Indubitavelmente, a principal diferença verificada refere-se ao momento de apropriação das receitas e dos custos dos imóveis que, enquanto nas normas brasileiras são reconhecidos no decorrer da construção do empreendimento, no IFRS é reconhecido apenas quando há a transferência dos benefícios e ônus da propriedade para os clientes (normalmente considerado como a entrega das chaves). No US GAAP, que se assemelha parcialmente ao BR GAAP, a receita é apropriada no decorrer da construção do empreendimento, mas somente após o cumprimento de um estágio intermediário de construção e após ter ocorrido um número significativo de vendas de unidades.

Outro ponto importante para estas empresas refere-se às despesas de comissões de vendas, que no BR GAAP são classificadas no Ativo como despesas antecipadas e apropriadas seguindo o mesmo critério de reconhecimento da receita, no IFRS são reconhecidas como despesas no período em que ocorrem. Também, merece menção o tratamento à apropriação de despesas financeiras, que no BR GAAP são levadas à resultado quando de sua ocorrência e no US GAAP, se referentes a um empreendimento isolado com o objetivo de venda ou aluguel, são alocados ao custo histórico do empreendimento e reconhecido quando do reconhecimento da receita. Assim, verifica-se que o momento de reconhecimento das receitas e dos custos dos empreendimentos é de vital importância para as empresas, pois podem reduzir sensivelmente seu resultado em momentos de expansão das construções, mas podendo levar à redução de seu resultado no curto prazo.

A partir dos demonstrativos contábeis das empresas, foi evidenciado que, para as empresas analisadas, e no período correspondente aos anos de 2007 e 2008, com a adoção dos parâmetros internacionais de contabilidade houve uma tendência de redução de seus resultados operacionais (com exceção do ano de 2008 para a Gafisa), notadamente por conta dos efeitos da adoção de tais normativos sobre as receitas e custos dos empreendimentos.

Finalmente, respondendo à questão de pesquisa formulada, conclui-se que para as empresas analisadas e no prazo avaliado, a adoção das normas internacionais e norte americanas de contabilidade influenciou negativamente no preço justo das ações dessas empresas. Esta redução foi ocasionada pela redução do resultado por elas verificado no período.

Este resultado corrobora avaliações de especialistas de mercado que previam redução de até 20% nos resultados das empresas do segmento com a adoção de tais normas. Contudo este efeito restringe-se, obviamente, às empresas objeto de estudo e ao período analisado, quando houve grande aumento de investimento em novos empreendimentos no setor e não pode ser extrapolado para outros períodos ou para o conjunto de empresas do segmento.

Referências

BOVESPA. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNMercado.pdf>> Acesso em: 16 mar. 2010.

BRASIL. **Lei das Sociedades por Ações**. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 02 set. 2009.

CARVALHO, L. Nelson; COSTA, Fábio Moraes; LEMES, Sirlei. **Contabilidade internacional: aplicação das IFRS 2005**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002, Cap. 7, p. 187-213.

CBIC - CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO. **Setor da construção cresce 8,8% no primeiro trimestre do ano**. Disponível em <<http://www.cbicdados.com.br/files/textos/cfe142008.pdf>> Acesso em: 08 mai. 2010.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução CFC n.963/03**. Aprova a NBC T 10.5 – Entidades Imobiliárias. Disponível em <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2003/000963> Acesso em: 03 dez 2008.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **CVM apresenta estudo inédito para apoiar o processo de convergência ao IFRS no Brasil**. Edital de audiência pública SNC nº 07/2008. Disponível em <<http://www.cvm.org.br>> Acesso em: 01 set. 2008.

CYRELA. **Cyrela Brazil Realty S.A.**: sobre a Cyrela. Disponível em <<http://ri.brazilrealty.com.br/port/home/>> Acesso em: 12 fev. 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora. 1997.

GAFISA. **Gafisa S.A.**: sobre a Gafisa. Disponível em <<http://www.gafisa.com.br/ri/>> Acesso em: 12 fev. 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio; e equipe de professores da USP. **Contabilidade introdutória**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

PRONUNCIAMENTOS TÉCNICOS CONTÁBEIS 2008. **Comitê de Pronunciamentos Contábeis**. Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2009.

LOPES DE SÁ, Antônio. **A evolução da contabilidade**. 1. ed. São Paulo: IOB Thomson, 2006.

TIBÚRCIO, César. **Contabilidade Financeira**. Disponível em <<http://contabilidadefinanceira.blogspot.com/2008/06/ifrs-na-empresas-construtoras.html>> Acesso em: 05 out. 2008.