



SLW CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA



# GAFISA S.A

OITAVA EMISSÃO DE DEBÊNTURES SIMPLES, NÃO CONVERSÍVEIS EM AÇÕES,  
DA ESPÉCIE QUIROGRAFÁRIA, EM DUAS SÉRIES



**Relatório Anual do Agente Fiduciário  
Exercício 2011**

**RELATÓRIO ANUAL DO AGENTE FIDUCIÁRIO AOS DEBENTURISTAS DA 8ª EMISSÃO DE DEBÊNTURES SIMPLES DA GAFISA S.A. - CNPJ: 01.545.826/0001-07.**

Em cumprimento ao disposto do artigo 68, parágrafo 1º, letra B, da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, item XVII do artigo 12 da instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983, submetemos à apreciação de V.Sas. o presente Relatório Anual das **GAFISA S.A.**, referente ao exercício findo em 31 de dezembro de 2011, onde destacamos os aspectos relevantes de interesse dos Senhores Debenturistas.

**1 – DAS DEBÊNTURES:****A. DA AUTORIZAÇÃO.**

A Escritura de Emissão foi celebrada de acordo com a autorização da Reunião do Conselho de Administração da Emissora realizada em 17 de setembro de 2010, nos termos do artigo 59, parágrafo primeiro, da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“RCA” e “Lei das Sociedades por Ações”, respectivamente). A ata da RCA foi registrada na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP (“JUCESP”) e publicada no Diário Oficial do Estado de São Paulo e no jornal O Estado de São Paulo.

**B. CARACTERÍSTICAS.**

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS da 1ª Série (GFSA18)	
Valor Nominal Unitário:	R\$ 1.000,00
Valor da Operação:	288.427 Milhões
Quantidade:	288.427
Emissão:	15/10/2010
Vencimento:	15/10/2015
Classe:	Não Conversível
Forma:	Escritural
Garantia/Espécie:	Quirografia
Remuneração	CDI + 1,95% a.a.
Banco Mandatário:	BCO BRADESCO S/A
Instituição Depositária:	BCO BRADESCO S/A
Coordenador Líder:	BANCO SANTANDER S/A
Registro CVM:	CVM/SRE/DEB/2010/031
ISIN:	BRGFSADBS088

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS da 2ª Série (GFSA28)	
Valor Nominal Unitário:	R\$ 1.000,00
Valor da Operação:	11.573 Milhões
Quantidade:	11.573

<b>Emissão:</b>	<b>15/10/2010</b>
<b>Vencimento:</b>	<b>15/10/2016</b>
<b>Classe:</b>	<b>Não Conversível</b>
<b>Forma:</b>	<b>Escritural</b>
<b>Garantia/Espécie:</b>	<b>Quirografia</b>
<b>Remuneração</b>	<b>IPCA + 7,96% a.a.</b>
<b>Banco Mandatário:</b>	<b>BCO BRADESCO S/A</b>
<b>Instituição Depositária:</b>	<b>BCO BRADESCO S/A</b>
<b>Coordenador Líder:</b>	<b>BANCO SANTANDER S/A</b>
<b>Registro CVM:</b>	<b>CVM/SRE/DEB/2010/032</b>
<b>ISIN:</b>	<b>BRGFSADBS096</b>

**C. POSIÇÃO DE CUSTODIA:**

<b>POSIÇÃO DE MERCADO</b>	
<b>DEBÊNTURES EMITIDAS</b>	300.000
<b>DEBÊNTURES TESOURARIA</b>	-
<b>DEBÊNTURES CIRCULAÇÃO</b>	300.000
<b>DEBÊNTURES RESGATADAS</b>	-
<b>DEBÊNTURES CANCELADAS</b>	-

**D. ALTERAÇÕES NAS CONDIÇÕES DA EMISSÃO:****Primeiro Aditamento – 21/10/2010**

De forma a contemplar o registro da ata da Segunda RCA perante à JUCESP e a re-ratificação da classificação de risco das Debêntures por meio da realização da Terceira RCA, a Emissora e o Agente Fiduciário deliberaram alterar a Cláusula Primeira e o item 2.2.2., bem como incluir o item 2.2.3., com a seguinte redação:

*“2.2.1. A ata da Primeira RCA foi registrada na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP (“JUCESP”) em 24 de setembro de 2010, sob n.º 347.666/10-3, e foi publicada no Diário Oficial do Estado de São Paulo e no jornal O Estado de São Paulo.”*

*“2.2.2. A ata da Segunda RCA foi registrada na JUCESP em 4 de outubro de 2010, sob nº 359.949/10-1, e foi publicada no Diário Oficial do Estado de São Paulo e no jornal O Estado de São Paulo no dia 30 de setembro de 2010.”*

*“2.2.3. A ata da Terceira RCA será registrada na JUCESP e foi publicada no Diário Oficial do Estado de São Paulo e no jornal O Estado de São Paulo no dia 20 de outubro de 2010, nos termos da Lei das Sociedades por Ações.”*

2.2. De forma a contemplar (i) a taxa final aplicável para cálculo da remuneração das Debêntures; (ii) o não exercício da opção de distribuição de Quantidade Adicional de Debêntures e de Lote Suplementar de Debêntures; e (iii) a alocação das Debêntures entre as séries, conforme Procedimento de *Bookbuilding* conduzido pelas instituições intermediárias responsáveis pela Oferta, a Emissora e o Agente Fiduciário deliberaram excluir os itens 3.7.2., 4.8.11. e 4.8.12. e alterar os itens 3.1., 3.2., 3.3.1., 3.3.2., 3.3.3., 3.3.4., 3.7.1., 4.8.1. e 4.8.8. da Escritura de Emissão, os quais passarão a vigorar com as seguintes redações:

*“3.1. A Emissão será realizada em 2 (duas) séries (as “Debêntures da Primeira Série” e as “Debêntures da Segunda Série”, referidas em conjunto simplesmente como “Debêntures”).”*

*“3.2. O valor total da Emissão será de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).”*

*“3.3.1. Serão emitidas 300.000 (trezentas mil) Debêntures, sendo 288.427 (duzentas e oitenta e oito mil, quatrocentas e vinte e sete) Debêntures da Primeira Série e 11.573 (onze mil, quinhentas e setenta e três) Debêntures da Segunda Série. A Emissora não poderá colocar as Debêntures da Segunda Série antes da colocação ou cancelamento de todas as Debêntures da Primeira Série, conforme previsto no artigo 59, parágrafo terceiro, da Lei das Sociedades por Ações.”*

*“3.3.2. Para os fins do disposto no artigo 14, parágrafo segundo, da Instrução CVM n.º 400/03, e observado o limite previsto no item 3.7. abaixo, a quantidade de Debêntures a ser distribuída no âmbito da Oferta poderia ser aumentada a critério da Emissora, em comum acordo com os Coordenadores (conforme definido abaixo), exclusivamente na data da conclusão do procedimento de coleta de intenção de investimentos realizado nos termos do artigo 44 da Instrução CVM n.º 400/03 (“Procedimento de Bookbuilding”), em até 20% (vinte por cento) da quantidade de Debêntures originalmente ofertada, excluído eventual Lote Suplementar de Debêntures (conforme definido abaixo) (“Quantidade Adicional de Debêntures”).”*

*“3.3.3. Para os fins do disposto no artigo 24 da Instrução CVM n.º 400/03, e observado o limite previsto no item 3.7. abaixo, em havendo demanda por parte dos investidores que a justifique, a Emissora poderia conceder às instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários responsáveis pela colocação das Debêntures (“Coordenadores”) opção para distribuição de lote suplementar de Debêntures correspondente a, no máximo, 15% (quinze por cento) (“Lote Suplementar de Debêntures”) da quantidade de Debêntures originalmente ofertada, excluída eventual Quantidade*

*Adicional de Debêntures. A opção de distribuição do Lote Suplementar de Debêntures poderia ser exercida a critério dos Coordenadores, em comum acordo com a Emissora, exclusivamente na data da conclusão do Procedimento de Bookbuilding.”*

*“3.3.4. Na data de conclusão do Procedimento de Bookbuilding, não houve exercício das opções de Quantidade Adicional de Debêntures e Lote Suplementar de Debêntures.”*

*“3.7.1 A Emissão atende aos limites previstos no artigo 60 da Lei das Sociedades por Ações, uma vez que: (i) o capital social da Emissora, na data de celebração desta Escritura de Emissão, é de R\$ 2.729.186.835,42 (dois bilhões, setecentos e vinte e nove milhões, cento e oitenta e seis mil, oitocentos e trinta e cinco reais e quarenta e dois centavos); e (ii) o valor total das emissões de debêntures da Emissora após a Oferta será de R\$1.448.508.054,60 (um bilhão, quatrocentos e quarenta e oito milhões, quinhentos e oito mil, cinquenta e quatro reais e sessenta centavos), considerando o valor de R\$1.148.508.054,60 (um bilhão, cento e quarenta e oito milhões, quinhentos e oito, cinquenta e quatro reais e sessenta centavos), em 30 de setembro de 2010, de debêntures já emitidas pela Emissora e incluindo o valor total desta Emissão.”*

*“4.8.1. As Debêntures da Primeira Série farão jus à remuneração equivalente à variação acumulada das taxas médias diárias dos Depósitos Interfinanceiros DI de um dia, over extra grupo, expressa na forma percentual ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) dias úteis, calculada e divulgada pela CETIP, no informativo diário disponível em sua página na internet ([www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br)) (“Taxa DI”), acrescida exponencialmente de spread de 1,95% (um inteiro e noventa e cinco centésimos por cento) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) dias úteis (“Remuneração da Primeira Série”), observado que a taxa final aplicável para cálculo da Remuneração da Primeira Série foi apurada na data de conclusão do Procedimento de Bookbuilding. A Remuneração da Primeira Série será calculada de forma exponencial e cumulativa, pro rata temporis por dias úteis decorridos, incidentes sobre o Valor Nominal Unitário desde a Data de Emissão ou a data de vencimento do Período de Capitalização (conforme definido abaixo) imediatamente anterior, conforme o caso, até a data do seu efetivo pagamento, de acordo com a fórmula abaixo:*

$$J=VNeX(\text{FatorJuros}-1)$$

*Sendo que:*

*J = valor unitário dos juros devidos em cada Data de Pagamento da Remuneração da Primeira Série (conforme definido abaixo), calculado com 6 (seis) casas decimais, sem arredondamento;*

*VNe = Valor Nominal Unitário de emissão da Debênture, informado/calculado com 6 (seis) casas decimais, sem arredondamento;*

*FatorJuros = fator de juros composto pelo parâmetro de flutuação acrescido de spread, calculado com 9 (nove) casas decimais, com arredondamento, apurado da seguinte forma:*

$$FatorJuros = FatorDI \times FatorSpread$$

*Fator DI = produtório das Taxas DI com uso do percentual aplicado, da Data de Emissão, inclusive, até cada Data de Pagamento da Remuneração da Primeira Série, exclusive, calculado com 8 (oito) casas decimais, com arredondamento, apurado da seguinte forma:*

$$Fator DI = \prod_{k=1}^n (1 + TDI_k)$$

*Sendo que:*

*n = número total de Taxas DI consideradas na apuração do produtório, sendo “n” um número inteiro;*

*TDI<sub>k</sub> = Taxa DI, expressa ao dia, calculado com 8 (oito) casas decimais, com arredondamento, da seguinte forma:*

$$TDI_k = \left( \frac{DI_k}{100} + 1 \right)^{\frac{1}{252}} - 1$$

*Sendo que:*

*K = número de ordem das Taxas DI, variando de 1 até n;*

*DI<sub>k</sub> = Taxa DI divulgada pela CETIP, utilizada com 2 (duas) casas decimais*

*FatorSpread= sobretaxa de juros fixos calculados com 9 (nove) casas decimais, com arredondamento, da seguinte forma:*

$$FatorSpread = \left[ \left( \frac{spread}{100} + 1 \right)^{\frac{n}{252}} \right]$$

Sendo que:

*spread = 1,95, na forma percentual ao ano, informado com 4 (quatro) casas decimais; e*

*n = número de dias úteis entre a Data de Emissão ou Data de Pagamento da Remuneração da Primeira Série imediatamente anterior e a próxima Data de Pagamento da Remuneração da Primeira Série, sendo “n” um número inteiro.*

Observações:

*A Taxa DI deverá ser utilizada considerando idêntico número de casas decimais divulgado pela CETIP;*

*O fator resultante da expressão  $(1 + TDIk)$  é considerado com 16 (dezesesseis) casas decimais, sem arredondamento;*

*Efetua-se o produtório dos fatores  $(1 + TDIk)$ , sendo que a cada fator acumulado, trunca-se o resultado com 16 (dezesesseis) casas decimais, aplicando-se o próximo fator diário, e assim por diante até o último considerado;*

*Uma vez os fatores estando acumulados, considera-se o fator resultante “Fator DI” com 8 (oito) casas decimais, com arredondamento; e*

*O fator resultante da expressão  $(Fator DI \times FatorSpread)$  deve ser considerado com 9 (nove) casas decimais, com arredondamento.”*

*“4.8.8. Observadas as disposições dos itens 4.2.3. a 4.2.6. desta Escritura de Emissão, as Debêntures da Segunda Série farão jus a remuneração correspondente à taxa fixa equivalente a 7,96% (sete inteiros e noventa e seis centésimos), base 252 (duzentos e cinqüenta e dois) dias úteis ao ano (“Remuneração da Segunda Série”, referida em conjunto com a Remuneração da Primeira Série como “Remuneração”). A taxa final aplicável para cálculo da Remuneração da Segunda Série foi apurada na data de conclusão do Procedimento de Bookbuilding. A Remuneração da Segunda Série incidirá sobre o Valor Nominal Unitário atualizado das Debêntures da Segunda Série ou sobre o saldo do Valor Nominal Unitário atualizado das Debêntures da Segunda Série, conforme aplicável, a partir da Data de Emissão ou da data de pagamento da Remuneração da Segunda Série imediatamente anterior, conforme o caso, e pagos ao final de cada Período de Capitalização das Debêntures da Segunda Série, calculados em*

regime de capitalização composta de forma pro rata temporis por dias úteis de acordo com a fórmula prevista abaixo:”

2.3. De forma a contemplar a realização do pedido de registro da Oferta perante a ANBIMA em 20 de setembro de 2010, a Emissora e o Agente Fiduciário deliberaram alterar o item 2.4., que passará a vigorar com a seguinte redação:

“2.4. O pedido de Registro da Oferta foi submetido à análise prévia da ANBIMA, nos termos da Instrução CVM n.º 471/08, do Código para Atividades Conveniadas e do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários.”

#### E. PAGAMENTOS:

##### Eventos Realizados e Próximos Eventos.

EVENTOS da 1ª Série (GFSA18)					
DATA DO EVENTO	DATA DO PAGAMENTO	EVENTO	TAXA	LIQUIDAÇÃO	STATUS
15/04/11	15/04/11	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	ADIMPLIDO
15/10/11	17/10/11	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	ADIMPLIDO
15/04/12	16/04/12	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/10/12	15/10/12	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/04/13	15/04/13	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/11/13	15/11/13	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/04/14	15/04/14	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/10/14	15/10/14	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/10/14	15/10/14	AMORTIZAÇÃO	50% DO VNU	D0	-
15/04/15	15/04/15	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/10/15	15/10/15	JUROS	CDI + 1,95% a.a.	D0	-
15/10/15	15/10/15	VENCIMENTO	LIQUID. OPERAÇÃO	D0	-
EVENTOS da 2ª Série (GFSA28)					
DATA DO EVENTO	DATA DO PAGAMENTO	EVENTO	TAXA	LIQUIDAÇÃO	STATUS
15/10/11	17/10/11	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	ADIMPLIDO
15/10/12	15/10/12	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	-
15/10/13	15/10/13	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	-
15/10/14	15/10/14	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	-
15/10/15	15/10/15	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	-
15/10/15	15/10/15	AMORTIZAÇÃO	50% DO VNU	D0	-
15/10/16	17/10/16	JUROS	IPCA + 7,96% a.a.	D0	-
15/10/16	17/10/16	VENCIMENTO	LIQUID. OPERAÇÃO	D0	-



**F. CONDIÇÕES DE VENCIMENTO ANTECIPADO:**

- a) pedido por parte da Emissora e/ou por qualquer de suas Controladas Relevantes (conforme abaixo definido) de qualquer plano de recuperação judicial ou extrajudicial a qualquer credor ou classe de credores, independentemente de ter sido requerida ou obtida homologação judicial do referido plano, ou se a Emissora e/ou qualquer de suas Controladas Relevantes ingressar em juízo com requerimento de recuperação judicial, independentemente de deferimento do processamento da recuperação ou de sua concessão pelo juiz competente;
- b) ocorrência de alteração do controle acionário direto ou indireto da Emissora e/ou de qualquer de suas Controladas Relevantes, nos termos do artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações, que implique em rebaixamento da classificação de risco (*rating*) da Emissora, ou seja, inferior a “A-” ou equivalente;
- c) extinção, liquidação, dissolução, insolvência ou pedido de autofalência, pedido de falência da Emissora e/ou de quaisquer de suas Controladas Relevantes não elidido no prazo legal;
- d) não pagamento, pela Emissora, no prazo de 1 (um) dia útil após a data em tal pagamento tornar-se exigível, de qualquer obrigação pecuniária relacionada às Debêntures, e em especial àquelas referentes ao pagamento do principal, remuneração e demais encargos pactuados nas Debêntures;
- e) não cumprimento pela Emissora de qualquer obrigação não-pecuniária, nos termos desta Escritura de Emissão, não sanada em um prazo máximo de 10 (dez) dias corridos contados da data de recebimento de aviso escrito enviado pelo Agente Fiduciário à Emissora, sendo que este prazo não se aplica àquelas obrigações para as quais tenha sido estipulado prazo de cura específico;
- f) protestos de títulos contra a Emissora e/ou contra quaisquer das suas Controladas Relevantes, cujo valor unitário ou agregado ultrapasse R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), salvo se o protesto (i) tiver sido efetuado por erro ou má-fé do protestante; e/ou (ii) for suspenso ou cancelado no prazo máximo de 10 (dez) dias de sua ocorrência;
- g) inadimplemento de quaisquer obrigações financeiras e dívidas da Emissora e/ou das suas Controladas Relevantes em montante unitário ou agregado igual ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), no mercado local ou internacional, salvo se a Emissora comprovar, até o 3º (terceiro) dia útil imediatamente seguintes à data de sua ocorrência, que tal inadimplemento não ocorreu ou foi devidamente sanado pela Emissora;
- h) decretação de vencimento antecipado de qualquer dívida financeira ou qualquer acordo do(s) qual(is) a Emissora e/ou qualquer de suas Controladas Relevantes sejam partes como mutuárias, cujo valor, individual ou agregado, seja superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), ou seu equivalente em outra moeda;
- i) pagamento, pela Emissora, de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação nos lucros estatutariamente prevista, quando a Emissora estiver em mora perante os titulares das

Debêntures, ressalvado, entretanto, o pagamento do dividendo mínimo obrigatório previsto no artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;

- j) não cumprimento de qualquer decisão ou sentença judicial transitadas em julgado contra a Emissora, em valor individual ou agregado igual ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), ou seu valor equivalente em outras moedas no prazo estipulado para o pagamento;
- k) não cumprimento de qualquer decisão administrativa de entidade regulatória contra a qual não seja obtido efeito suspensivo em até 30 (trinta) dias contados da respectiva notificação e que possa, comprovadamente, impactar de maneira significativa as condições econômicas, financeiras e/ou operacionais da Emissora;
- l) cessão, pela Emissora, de qualquer obrigação relacionada às Debêntures, exceto se previamente aprovada por 2/3 (dois terços) dos titulares de Debêntures reunidos em Assembleia Geral de titulares de Debêntures especialmente convocada para esse fim;
- m) alteração ou modificação do objeto social da Emissora que façam com que a Emissora deixe de atuar como incorporadora e construtora imobiliária; ou
- n) transformação da Emissora em sociedade limitada, nos termos do artigo 220 a 222 da Lei das Sociedades por Ações;
- o) cisão, fusão ou incorporação da Emissora por outra sociedade, salvo (i) se tal alteração societária for previamente aprovada por titulares de Debêntures representando, no mínimo, 2/3 (dois terços) das Debêntures em Circulação, em Assembleia Geral de titulares de Debêntures convocada para esse fim; ou (ii) se for garantido o direito de resgate aos titulares de Debêntures que não concordarem com referida cisão, fusão ou incorporação, nos termos do artigo 231 da Lei das Sociedades por Ações;
- p) provarem-se falsas ou enganosas, na data em que foram prestadas, quaisquer das declarações ou garantias prestadas pela Emissora durante a vigência das Debêntures, inclusive, mas não se limitando às declarações e garantias prestadas no Contrato de Distribuição ou nesta Escritura de Emissão;
- q) redução de capital social da Emissora que resulte em capital social inferior a 95% (noventa e cinco por cento) do capital social da Emissora existente na Data de Emissão, exceto (i) nos casos de redução de capital realizada com o objetivo de absorver prejuízos, nos termos do artigo 173 da Lei das Sociedades por Ações; ou (ii) se previamente autorizado pelos titulares de Debêntures representando 2/3 (dois terços) das Debêntures em Circulação reunidos em Assembleia Geral de titulares de Debêntures;
- r) não observância pela Emissora de qualquer dos seguintes índices financeiros, a serem calculados sempre com base nas demonstrações contábeis trimestrais, da Emissora, iniciando-se com as informações contábeis de junho de 2010 e informados ao Agente Fiduciário, juntamente com o relatório da memória de cálculo compreendendo todas as rubricas necessárias para a obtenção de tais índices financeiros, em até 15 (quinze) dias úteis após o prazo legal exigido pela CVM, na legislação em vigor,

para divulgação das respectivas informações financeiras da Emissora, até o pagamento integral dos valores devidos em virtude das Debêntures (“Índices e Limites Financeiros”):

(i) Não atendimento ao índice de cobertura de dívida calculado conforme fórmula abaixo e apurado com base nas demonstrações financeiras consolidadas da Emissora para cada trimestre:

$$\frac{\text{Total de Recebíveis (TR) + Total de Estoques Prontos (TEP)}{\text{Dívida Líquida – Dívida de Projetos}} > 2 \text{ ou } < 0$$

(ii) Não atendimento ao índice de alavancagem máxima, calculado conforme fórmula abaixo, e apurado trimestralmente com base nas demonstrações financeiras auditadas e/ou revisadas.

$$\frac{\text{Dívida Líquida – Dívida de Projetos}}{\text{Patrimônio Líquido + Participação de Acionistas Minoritários}} < \text{ou} = 75\%$$

	<b>Índice</b>
<b>TR + TEP/ Dívida Líquida – Dívida de Projetos</b>	> 2 ou < 0
<b>Dívida Líquida – Dívida de Projetos/ Patrimônio Líquido + Participação de Acionistas Minoritários</b>	< ou = 75%

Sendo:

“Total de Recebíveis” é a soma dos valores de “clientes” de curto e longo prazo da Emissora, refletidos ou não nas demonstrações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas das demonstrações financeiras consolidadas da Emissora, em função da prática contábil aprovada pela regulamentação aplicável.

“Total de Estoques Prontos” é o valor apresentado nas notas explicativas das demonstrações financeiras consolidadas da Emissora como “Unidades Concluídas”.

“Dívida Líquida” é o somatório das Dívidas da Emissora menos Disponibilidades.

“Dívida” em qualquer data, o somatório (na data de cálculo) das dívidas da Emissora, incluindo empréstimos e financiamentos com terceiros, emissões de títulos de renda fixa, conversíveis ou não, no mercado de capitais local e/ou internacional.

“Disponibilidades” é a somatória do caixa, depósitos bancários e aplicações financeiras da Emissora e suas subsidiárias.

“Dívida de Projetos” é toda dívida contratada pela Emissora que seja garantida por meio de garantia real, incluindo, mas não se limitando a penhor, hipoteca, alienação fiduciária e cessão fiduciária sobre imóveis, bens e direitos da Emissora. Para fins desta definição serão computadas as Dívidas SFH, assim definidas como a somatória de todos os contratos de empréstimo desembolsados da Emissora cujos recursos sejam oriundos do SFH, bem como a dívida referente à presente Emissão.

“Dívidas SFH” é a somatória de todos os contratos de empréstimo desembolsados da Emissora cujos recursos sejam oriundos do Sistema Financeiro de Habitação - SFH, bem como a dívida referente à presente Emissão.

“Patrimônio Líquido” é o patrimônio líquido da Emissora, excluídos os valores da conta “reservas de reavaliação”, se houver.

“Participação de Acionistas Minoritários” é a participação dos acionistas não controladores, no patrimônio líquido das sociedades controladas, destacada em grupo isolado, no balanço patrimonial consolidado da Emissora, imediatamente antes do patrimônio líquido.

Os índices financeiros refletidos na alínea (r) acima sempre deverão ser calculados trimestralmente, em conformidade com os princípios contábeis vigentes na Data de Emissão, sendo que a Emissora deverá, caso haja qualquer mudança em relação a tais princípios, divulgar os índices calculados e auditados até a Data de Vencimento, de acordo com os princípios vigentes na Data de Emissão, trimestralmente.

## G. APLICAÇÃO DOS RECURSOS CAPTADOS COM A EMISSÃO.

Os recursos líquidos obtidos pela Emissora com a Oferta serão destinados ao pagamento de dívidas vencidas da Emissora, conforme detalhadamente descrito no prospecto preliminar da Oferta (“Prospecto Preliminar”) e descrito no prospecto definitivo da Oferta (“Prospecto Definitivo”, e em conjunto com o Prospecto Preliminar, os “Prospectos”).

## H. ATUALIZAÇÃO DO RATING.

**MOODY'S**  
INVESTORS SERVICE

**Credit Opinion: Gafisa S/A**

Global Credit Research - 22 Nov 2011  
Sao Paulo, Brazil

**Ratings**

Category	Moody's Rating
Outlook	Stable
Corporate Family Rating - Dom Curr	Ba2
Senior Secured - Dom Curr	Ba1
Senior Unsecured - Dom Curr	Ba2
NSR Senior Secured - Dom Curr	Aa2.br
NSR Corporate Family Rating - Dom Curr	A1.br
NSR Senior Unsecured - Dom Curr	A1.br

**Contacts**

Analyst	Phone
Marcos Schmidt/Sao Paulo	55.11.3043.7300
Joseph A. Sinden/New York City	1.212.553.1653
Brian Cass/New York City	

**Key Indicators**

Gafisa S/A [1]

	9/1/2011(L)	12/31/2010	12/31/2009	12/31/2008	12/31/2007
Cost Structure (as Measured by Gross Margin %)	31.0%	32.9%	32.2%	33.3%	31.0%
ROA (Rebuilding EBIT / Homebuilding Avg Assets)	6.1%	9.0%	6.3%	11.0%	8.5%
Gross HB Debt as a % of TS Cap	49.6%	47.3%	56.4%	43.9%	32.5%
FCF / Gross HB Debt	-17.9%	-32.1%	-21.4%	-32.0%	-70.8%
FFO / Gross HB Debt	14.3%	21.9%	14.2%	31.0%	25.3%
Total Revenue (USD Billions)	\$2.3	\$2.1	\$1.5	\$1.0	\$0.6
Tangible Net Worth (USD Billions)	\$2.2	\$2.1	\$1.2	\$0.6	\$0.7

[1] All ratios are calculated using Moody's Standard Adjustments.

Note: For definitions of Moody's most common ratio terms please see the accompanying [User's Guide](#).

**Opinion**

**Rating Drivers**

- Strong brand name and market share
- Diversified product portfolio with a strategic landbank position
- Experienced and conservative management team

## I. LIMITES FINANCEIROS.

## Dos Covenants Financeiros:

### Exercício 2011

- **Total de Recebíveis (TR) + Total de Estoques Prontos (TEP): R\$ 12.453.083**
- **Dívida Líquida – Dívida de Projetos: R\$ 893.248**
- **TR + TEP/ Dívida Líquida – Dívida de Projetos = 10,67**
- **Adimplido.**
  
- **Dívida Líquida – Dívida de Projetos: R\$ 873.248**
- **Patrimônio Líquido + Participação de Acionistas Minoritários: 2.747.092**
- **Dívida Líquida – Dívida de Projetos / Patrimônio Líquido + Participação de Acionistas Minoritários = 31,79%**
- **Adimplido.**

- O índice obtido da divisão do “Total de Recebível mais Total de Estoques Prontos” pela “Dívida Líquida menos Dívida de Projetos” deverá ser maior que 2 ou menor que 0.
- O índice obtido da divisão entre “Dívida Líquida menos Dívida de Projetos” pelo “Patrimônio Líquido mais Participação de Acionistas Minoritários” deverá ser igual ou menor a 75%.

Conforme definido abaixo:

“Total de Recebíveis” é a soma dos valores de “clientes” de curto e longo prazo da Emissora, refletidos ou não nas demonstrações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas das demonstrações financeiras consolidadas da Emissora, em função da prática contábil aprovada pela regulamentação aplicável.”

“Total de Estoques Prontos” é o valor apresentado nas notas explicativas das demonstrações financeiras consolidadas da Emissora como “Unidades Concluídas”.

“Dívida Líquida” é o somatório das Dívidas da Emissora menos Disponibilidades.

“Dívida” em qualquer data, o somatório (na data de cálculo) das dívidas da Emissora, incluindo empréstimos e financiamentos com terceiros, emissões de títulos de renda fixa, conversíveis ou não, no mercado de capitais local e/ou internacional.

“Disponibilidades” é a somatória do caixa, depósitos bancários e aplicações financeiras da Emissora e suas subsidiárias.

“Dívida de Projetos” é toda dívida contratada pela Emissora que seja garantida por meio de garantia real, incluindo, mas não se limitando a penhor, hipoteca, alienação fiduciária e cessão fiduciária sobre imóveis, bens e

direitos da Emissora. Para fins desta definição serão computadas as Dívidas SFH, assim definidas como a somatória de todos os contratos de empréstimo desembolsados da Emissora cujos recursos sejam oriundos do SFH, bem como a dívida referente à presente Emissão.

“Dívidas SFH” é a somatória de todos os contratos de empréstimo desembolsados da Emissora cujos recursos sejam oriundos do Sistema Financeiro de Habitação - SFH, bem como a dívida referente à presente Emissão.

“Patrimônio Líquido” é o patrimônio líquido da Emissora, excluídos os valores da conta “reservas de reavaliação”, se houver.

“Participação de Acionistas Minoritários” é a participação dos acionistas não controladores, no patrimônio líquido das sociedades controladas, destacada em grupo isolado, no balanço patrimonial consolidado da Emissora, imediatamente antes do patrimônio líquido.

Os índices financeiros refletidos na alínea (r) acima sempre deverão ser calculados trimestralmente, em conformidade com os princípios contábeis vigentes na Data de Emissão, sendo que a Emissora deverá, caso haja qualquer mudança em relação a tais princípios, divulgar os índices calculados e auditados até a Data de Vencimento, de acordo com os princípios vigentes na Data de Emissão, trimestralmente.

A Emissora no exercício de 2011 atendeu regularmente e dentro dos prazos previstos, todas as obrigações pactuadas na Escritura de Emissão.

## **2 - DA EMPRESA**

### **A. CONTEXTO OPERACIONAL**

A Gafisa S.A. ("Gafisa" ou "Companhia") é uma sociedade anônima, com sede na Avenida das Nações Unidas, 8.501, 19º andar, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, Brasil e iniciou suas operações em 1997, tendo como objetivo social: (a) promoção e administração de empreendimentos imobiliários de qualquer natureza, próprios ou de terceiros; (b) compra, venda e negociação com imóveis de forma geral, incluindo a concessão de financiamentos para os seus clientes; (c) construção civil e prestação de serviços de engenharia civil; (d) desenvolvimento e implementação de estratégias de marketing relativas a empreendimentos imobiliários próprios e de terceiros; e (e) participação em outras sociedades, com os mesmos objetivos sociais da Companhia.

Os empreendimentos de incorporação imobiliária da Companhia com terceiros são estruturados por meio de participação em Sociedades de Propósito Específico ("SPEs"), ou formação de condomínios e consórcios. As sociedades controladas compartilham, de forma significativa, das estruturas gerenciais e operacionais e os custos corporativos, gerenciais e operacionais da Companhia. As SPEs, condomínios e consórcios têm atuação exclusiva no setor imobiliário e estão vinculadas a empreendimentos específicos.

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

- Estabelecimento de uma nova estrutura organizacional dividida por marcas, nomeando responsáveis pelas respectivas estruturas;

- Redução temporária das operações da marca Tenda, até que possamos operar de forma eficiente dentro do fundamento deste segmento, i.e., produção com custos competitivos (utilizando tecnologia de forma de alumínio) e repasse imediato, logo após a venda, dos clientes para instituição financeira;
- Aumento dos investimentos na marca Alphaville, por ser o segmento mais rentável no nosso *portfolio* de produtos; e,
- Direcionar a marca Gafisa no mercado de São Paulo e Rio de Janeiro.

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

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

Por conta dessas mudanças e revisões realizadas, a Companhia registrou ajustes e provisões da ordem de R\$639.482 no exercício de 2011 e R\$151.485 no exercício de 2010 (Nota 2.1.3) na demonstração financeira consolidada. Tais ajustes e provisões não causaram impacto na posição de liquidez da Companhia e não devem impactar sua capacidade de honrar os compromissos, pelos seguintes principais motivos:

- A Companhia possui R\$983.660 de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários, aplicações caucionadas e créditos restritos em 31 de dezembro de 2011;
- A Companhia possui capital circulante líquido, pós-classificação de obrigações financeiras para o curto prazo (devido ao rompimento das cláusulas restritivas dos *covenants*, já renegociadas – Nota 30) de 1,5 vez - excluindo a obrigação reclassificada seria de 2,5 vezes.
- A Companhia possui cerca de R\$351.949 (não auditado), a valor de mercado de estoques prontos disponíveis para venda (valor contábil de R\$119.342, conforme Nota 6)
- A Companhia possui recebíveis de unidades entregues em torno de R\$300.000; e,
- A Companhia possui linhas de crédito para financiamento imobiliário de aproximadamente R\$2.200.000.

## 2. Apresentação das demonstrações financeiras e resumo das principais práticas contábeis

### 2.1 Base de apresentação e elaboração das demonstrações financeiras contábeis individuais e consolidadas

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

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

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

Os dados não financeiros incluídos nessas demonstrações contábeis, tais como volume de vendas, dados contratuais, receitas e custos não reconhecidos nas unidades vendidas, projeções econômicas, seguros e meio ambiente, não foram auditados.

O Conselho de Administração da Companhia tem o poder de alterar as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia, após a sua emissão. Em 9 de abril de 2012, o Conselho de Administração da Companhia aprovou as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia e autorizou sua divulgação.

## **B. EVENTOS SOCIETÁRIOS**

*(solicite ao Agente Fiduciário os Eventos Societários na íntegra)*

### **ASSEMBLÉIAS**

**28/02/2011 – AGDEB – (7ª Emissão):** (b) prorrogação de prazo para conclusão do registro de alienação fiduciária sobre os demais Empreendimentos Financiados; (c) deliberar acerca da manutenção dos recebíveis oriundos dos Empreendimentos Concluídos; (d) deliberar acerca da ponderação aplicável aos recebíveis oriundos dos Empreendimentos Concluídos, bem como de Empreendimentos Financiados que venham a ser concluídos; (e) deliberar acerca da possibilidade de investimentos dos recursos depositados junto a Contas Vinculadas em um fundo administrado pela Caixa para fins da realização de Investimentos Permitidos; (f) apreciar outros assuntos de interesse do Debenturista; (i) Examinar proposta da Emissora para (a) dispensa de alienação fiduciária sobre os Empreendimentos Financiados considerando que os mesmos já iniciaram o processo de repasse.

**29/04/2011 – AGOE:** Deliberar sobre demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010; Destinação dos Resultados; Eleição de Membros dos Conselhos de Administração e Fiscal; Reforma Estatutária; Remuneração dos Administradores e Conselheiros.

**29/04/2011 – AGO:** Deliberar sobre demonstrações financeiras relativas ao exercício social; Destinação dos Resultados; Eleição de Membros dos Conselhos de Administração e Fiscal; Remuneração dos Administradores e Conselheiros.

**30/05/2011 – AGDEB – (7ª Emissão):** (i) Deliberar sobre a liberação da alienação fiduciária sobre as unidades dos empreendimentos: (a) Terraço Tatuapé; (b) Bella Vista; (c) Brink F1 e F2, (d) Celebrate, (e) Nova Petrópolis, (f) Alegria F2A, (g) Reserva Sta. Cecília, (h) Orbit, (i) NeoGarden, (j) Vision Brooklin, (l) London Ville, (m) Vila Nova São José/Harmony, (n) Alegria/Fase 2B, (o) Cond. Clube F2A/Sabia, (p) Bom Retiro F1, e (q) Bom Retiro F2, considerando que tais empreendimentos tiveram a construção concluída, bem como sobre as condições a serem observadas pelo Agente Fiduciário para formalização de tais liberações.

**29/04/2011 – AGE:** Deliberar sobre a Reforma Estatutária.

**25/07/2011 – AGDEB – (7ª Emissão):** (i) Deliberar sobre a dispensa da Emissora em cumprir com o disposto na cláusula 7.1 (bb) da Escritura de Emissão.

**20/09/2011 – AGDEB – (7ª Emissão):** Prorrogação da Data Prevista para a Conclusão da Obra do empreendimento denominado 'London Ville'.

**05/03/2012 – AGDEB – (7ª Emissão):** Alterar, conforme definidos na Escritura de Emissão, (i) definição do Índice de Cobertura do Serviço de Dívida; e (ii) Percentual Garantido.

**28/03/2012 – AGDEB – (7ª Emissão):** Aditamento à Escritura de Emissão.

### **FATOS RELEVANTES**

**01/04/2011** – Gafisa S.A. renova contrato com agente formador de mercado.

**11/08/2011** – Modificação de projeções divulgadas pela companhia.





- 07/10/2011** – Aditamento do contrato - Formador de Mercado.  
**19/12/2011** – Emissão de Nota Promissória.  
**02/02/2012** – Nota sobre movimentação de ações.  
**29/02/2012** – Proposta de Aquisição de Ativo.  
**01/04/2012** – Nova Data para Divulgação dos Resultados Financeiros.

## REUNIÕES DA ADMINISTRAÇÃO

- 07/02/2011** – Renúncia e Eleição de Diretores.  
**24/03/2011** – Parecer acerca das Demonstrações Financeiras.  
**25/03/2011** – Homologar o aumento do capital social da Companhia em face do exercício de *stock option*.  
**06/05/2011** – Aumento do capital social da Companhia em face do exercício de opções de compra de ações.  
**09/05/2011** - Eleição de Diretor(es).  
**30/06/2011** - Alteração regulamentos dos comitês executivos, Aprovação de política de negociação de valores mobiliários e código de conduta. Eleição de membros dos comitês.  
**30/06/2011** - Aprovação de operação com Banco Votorantim S.A.  
**30/06/2011** - Aprovação de operação com Banco BTG Pactual S.A..  
**04/07/2011** - Eleição de Diretor(es).  
**11/08/2011** - Alteração de Membros do Conselho de Administração; modificação de projeções divulgadas pela companhia.  
**30/08/2011** - Aumento de capital da Gafisa S.A..  
**29/09/2011** - Reeleição dos membros do comitê de auditoria.  
**01/12/2011** - Distribuição de Dividendos/Juros sobre Capital Próprio.  
**05/12/2011** - Aprovação 1ª emissão de notas promissórias da Companhia.  
**13/12/2011** - Re-Ratificação da RCA do dia 05/12/2011.  
**19/12/2011** - Aumento de capital.  
**22/12/2011** - Eleição de Diretor(es).

### 3 - DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

#### DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo - (Reais Mil)

Conta	Descrição	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
1	Ativo Total	9.506.624	9.040.791	7.455.421
1.01	Ativo Circulante	7.314.358	6.813.270	4.892.448
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	137.598	256.382	292.940
1.01.01.01	Caixa e Banco	86.628	172.336	143.799
1.01.01.02	Aplicações Financeiras	50.970	84.046	149.141
1.01.02	Aplicações Financeiras	846.062	944.766	1.131.113
1.01.02.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	846.062	944.766	1.131.113
1.01.02.01.01	Títulos para Negociação			
1.01.02.01.02	Títulos Disponíveis para Venda	846.062	944.766	1.131.113
1.01.02.02	Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado			
1.01.02.02.01	Títulos Mantidos até o Vencimento			
1.01.03	Contas a Receber	3.962.574	3.704.709	2.008.464
1.01.03.01	Clientes	3.962.574	3.704.709	2.008.464
1.01.03.01.01	Clientes de Incorp e Venda de Imóveis	3.951.170	3.638.319	1.908.795
1.01.03.01.02	Clientes de serviços e construção	11.404	59.737	96.005
1.01.03.01.03	Outros Valores a Receber	0	6.653	3.664
1.01.03.02	Outras Contas a Receber			
1.01.03.02.01	Demais Contas a receber			
1.01.04	Estoques	2.049.084	1.707.892	1.332.374

1.01.05	Ativos Biológicos			
1.01.06	Tributos a Recuperar			
1.01.06.01	Tributos Correntes a Recuperar			
1.01.07	Despesas Antecipadas	73.532	21.216	18.766
1.01.07.01	Despesas pagas antecipadamente e outros	73.532	21.216	18.766
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	245.508	178.305	108.791
1.01.08.01	Ativos Não-Correntes a Venda	93.188	0	0
1.01.08.02	Ativos de Operações Descontinuadas			
1.01.08.03	Outros	152.320	178.305	108.791
1.01.08.03.01	Demais contas a receber	60.378	103.109	101.569
1.01.08.03.02	Partes relacionadas	84.207	75.196	7.222
1.01.08.03.03	Instrumentos financeiros derivativos	7.735	0	0
1.02	Ativo Não Circulante	2.192.266	2.227.521	2.562.973
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	1.909.989	1.936.715	2.301.811
1.02.01.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo			
1.02.01.01.01	Títulos para Negociação			
1.02.01.01.02	Títulos Disponíveis para Venda			
1.02.01.02	Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado			
1.02.01.02.01	Títulos Mantidos até o Vencimento			
1.02.01.03	Contas a Receber	863.874	1.247.265	1.768.182
1.02.01.03.01	Clientes	863.874	1.247.265	1.768.182
1.02.01.03.02	Outras Contas a Receber			
1.02.01.04	Estoques	798.206	498.180	416.083

1.02.01.05	Ativos Biológicos			
1.02.01.06	Tributos Diferidos			
1.02.01.06.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos			
1.02.01.07	Despesas Antecipadas			
1.02.01.08	Créditos com Partes Relacionadas			
1.02.01.08.01	Créditos com Coligadas			
1.02.01.08.03	Créditos com Controladores			
1.02.01.08.04	Créditos com Outras Partes Relacionadas			
1.02.01.09	Outros Ativos Não Circulantes	247.909	191.270	117.546
1.02.01.09.01	Ativos Não-Correntes a Venda			
1.02.01.09.02	Ativos de Operações Descontinuadas			
1.02.01.09.03	Demais contas a receber e outros	143.850	120.107	100.202
1.02.01.09.04	Partes relacionadas	104.059	71.163	17.344
1.02.02	Investimentos			
1.02.02.01	Participações Societárias			
1.02.02.01.01	Participações em Coligadas			
1.02.02.01.04	Outras Participações Societárias			
1.02.02.02	Propriedades para Investimento			
1.02.02.02.01	Participação em controladas - ágio			
1.02.03	Imobilizado	52.793	68.977	56.476
1.02.03.01	Imobilizado em Operação	52.793	68.977	56.476
1.02.03.02	Imobilizado Arrendado			
1.02.03.03	Imobilizado em Andamento			

1.02.04	Intangível	229.484	221.829	204.686
1.02.04.01	Intangíveis	46.371	28.286	9.598
1.02.04.01.01	Contrato de Concessão			
1.02.04.02	Goodwill	183.113	193.543	195.088

**DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo - (Reais Mil)**

Conta	Descrição	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
2	Passivo Total	9.506.624	9.040.791	7.455.421
2.01	Passivo Circulante	4.815.939	2.004.933	1.980.343
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	75.002	72.155	61.320
2.01.01.01	Obrigações Sociais			
2.01.01.02	Obrigações Trabalhistas	75.002	72.155	61.320
2.01.01.02.01	Salários, encargos sociais e partic	75.002	72.155	61.320
2.01.02	Fornecedores	135.720	190.461	194.331
2.01.02.01	Fornecedores Nacionais	135.720	190.461	194.331
2.01.02.02	Fornecedores Estrangeiros			
2.01.03	Obrigações Fiscais	250.578	230.888	177.392
2.01.03.01	Obrigações Fiscais Federais	250.578	230.888	177.392
2.01.03.01.01	Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar			
2.01.03.02	Obrigações Fiscais Estaduais			

2.01.03.03	Obrigações Fiscais Municipais			
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos	3.034.743	824.435	800.689
2.01.04.01	Empréstimos e Financiamentos	1.135.543	797.903	678.312
2.01.04.01.01	Em Moeda Nacional	1.135.543	797.903	678.312
2.01.04.01.02	Em Moeda Estrangeira			
2.01.04.02	Debêntures	1.899.200	26.532	122.377
2.01.04.03	Financiamento por Arrendamento Financeiro			
2.01.05	Outras Obrigações	1.285.021	672.839	735.345
2.01.05.01	Passivos com Partes Relacionadas	97.937	0	0
2.01.05.01.01	Débitos com Coligadas			
2.01.05.01.03	Débitos com Controladores			
2.01.05.01.04	Débitos com Outras Partes Relacionadas			
2.01.05.02	Outros	1.187.084	672.839	735.345
2.01.05.02.01	Dividendos e JCP a Pagar	11.774	102.767	54.279
2.01.05.02.02	Dividendo Mínimo Obrigatório a Pagar			
2.01.05.02.03	Obrigações por Pagamentos Baseados em Ações			
2.01.05.02.04	Obrig. compra de imóveis e adto. clientes	610.555	420.199	475.409
2.01.05.02.05	Obrigações com investidores	219.796	24.264	11.004

2.01.05.02.06	Outras obrigações	274.214	37.167	72.293
2.01.05.02.07	Obrigações com cessão de créditos	70.745	88.442	122.360
2.01.06	Provisões	34.875	14.155	11.266
2.01.06.01	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	34.875	14.155	11.266
2.01.06.01.01	Provisões Fiscais	1.894	640	6
2.01.06.01.02	Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	14.968	5.168	2.646
2.01.06.01.03	Provisões para Benefícios a Empregados			
2.01.06.01.04	Provisões Cíveis	18.013	8.347	8.614
2.01.06.02	Outras Provisões			
2.01.06.02.01	Provisões para Garantias			
2.01.06.02.02	Provisões para Reestruturação			
2.01.06.02.03	Provisões para Passivos Ambientais e de Desativação			
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados			
2.01.07.01	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda			
2.01.07.02	Passivos sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
2.02	Passivo Não Circulante	1.943.591	3.403.686	3.090.897
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	721.067	2.465.674	2.321.443
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	721.067	612.275	525.443

2.02.01.01.01	Em Moeda Nacional	721.067	612.275	525.443
2.02.01.01.02	Em Moeda Estrangeira			
2.02.01.02	Debêntures	0	1.853.399	1.796.000
2.02.01.03	Financiamento por Arrendamento Financeiro			
2.02.02	Outras Obrigações	1.004.608	799.628	655.828
2.02.02.01	Passivos com Partes Relacionadas			
2.02.02.01.01	Débitos com Coligadas			
2.02.02.01.03	Débitos com Controladores			
2.02.02.01.04	Débitos com Outras Partes Relacionadas			
2.02.02.02	Outros	1.004.608	799.628	655.828
2.02.02.02.01	Obrigações por Pagamentos Baseados em Ações			
2.02.02.02.02	Adiantamento para Futuro Aumento de Capital			
2.02.02.02.03	Obrig. compra de imóveis e adto. clientes	177.135	177.860	146.401
2.02.02.02.04	Outras obrigações	142.857	241.768	209.427
2.02.02.02.05	Obrigações com investidores	253.390	380.000	300.000
2.02.02.02.06	Obrigações com cessão de crédito	431.226	0	0
2.02.03	Tributos Diferidos	83.002	13.847	3.553



2.02.03.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	83.002	13.847	3.553
2.02.04	Provisões	134.914	124.537	110.073
2.02.04.01	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	134.914	124.537	110.073
2.02.04.01.01	Provisões Fiscais	13.958	11.468	15.606
2.02.04.01.02	Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	24.792	18.588	10.888
2.02.04.01.03	Provisões para Benefícios a Empregados			
2.02.04.01.04	Provisões Cíveis	96.164	94.481	83.579
2.02.04.02	Outras Provisões			
2.02.04.02.01	Provisões para Garantias			
2.02.04.02.02	Provisões para Reestruturação			
2.02.04.02.03	Provisões para Passivos Ambientais e de Desativação			
2.02.05	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados			
2.02.05.01	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda			
2.02.05.02	Passivos sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
2.02.06	Lucros e Receitas a Apropriar			
2.02.06.01	Lucros a Apropriar			
2.02.06.02	Receitas a Apropriar			
2.02.06.03	Subvenções de Investimento a Apropriar			
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	2.747.094	3.632.172	2.384.181



2.03.01	Capital Social Realizado	2.734.157	2.729.198	1.627.275
2.03.01.01	Capital Social	2.734.157	2.729.198	1.627.275
2.03.01.02	Ações em Tesouraria			
2.03.02	Reservas de Capital	18.066	295.879	318.439
2.03.02.01	Ágio na Emissão de Ações			
2.03.02.02	Reserva Especial de Ágio na Incorporação			
2.03.02.03	Alienação de Bônus de Subscrição			
2.03.02.04	Opções Outorgadas	89.283	0	0
2.03.02.05	Ações em Tesouraria			
2.03.02.06	Adiantamento para Futuro Aumento de Capital			
2.03.02.07	Reserva gastos emissão de ações	-71.217	0	0
2.03.03	Reservas de Reavaliação			
2.03.04	Reservas de Lucros	-1.731	545.673	379.920
2.03.04.01	Reserva Legal	0	44.986	31.758
2.03.04.02	Reserva Estatutária	0	463.885	311.360
2.03.04.03	Reserva para Contingências			
2.03.04.04	Reserva de Lucros a Realizar			
2.03.04.05	Reserva de Retenção de Lucros	0	38.533	38.533
2.03.04.06	Reserva Especial para Dividendos Não Distribuídos			
2.03.04.07	Reserva de Incentivos Fiscais			
2.03.04.08	Dividendo Adicional Proposto			
2.03.04.09	Ações em Tesouraria	-1.731	-1.731	-1.731
2.03.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	-102.019	0	0



SLW CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA



2.03.06	Ajustes de Avaliação Patrimonial			
2.03.07	Ajustes Acumulados de Conversão			
2.03.08	Outros Resultados Abrangentes			
2.03.09	Participação dos Acionistas Não Controladores	98.621	61.422	58.547

### DFs Consolidadas / Demonstração do Resultado - (Reais Mil)

Conta	Descrição	01/01/2011 à 31/12/2011	01/01/2010 à 31/12/2010	01/01/2009 à 31/12/2009
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	2.940.506	3.403.050	3.022.346
3.01.01	Receita de Incorporação de Imóveis	3.088.636	3.552.782	3.028.763
3.01.02	Receita de Construção e Prest. Serv.	29.607	24.289	47.999
3.01.03	Receita de Permuta	51.249	98.616	68.118
3.01.04	Impostos s/ Vendas de Imóveis e serviços	-228.986	-272.637	-108.523
3.01.05	Corretagem sobre vendas	0	0	-14.011
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.678.338	-2.460.918	-2.143.762
3.02.01	Custo de Incorporação e Venda de Imóveis	-2.601.890	-2.362.302	-2.075.644
3.02.02	Custo de Permuta Física	-76.448	-98.616	-68.118
3.03	Resultado Bruto	262.168	942.132	878.584
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-865.092	-549.403	-586.804
3.04.01	Despesas com Vendas	-393.181	-266.660	-226.621
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-251.458	-236.754	-233.129



3.04.02.01	Particip. dos Func. e Administradores	-17.196	-36.612	-28.237
3.04.02.02	Demais Despesas Administrativas	-234.262	-200.142	-204.892
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-102.485	0	0
3.04.04	Outras Receitas Operacionais			
3.04.04.01	Ganho alien. parcial FIT - amort deságio			
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-117.968	-45.989	-127.054
3.04.05.01	Depreciação	-83.428	-33.816	-34.170
3.04.05.02	Demais Despesas Operacionais	-34.540	-12.173	-92.884
3.04.05.03	Resultado Não Recorrente			
3.04.05.04	Outros			
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial			
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	-602.924	392.729	291.780
3.06	Resultado Financeiro	-159.903	-82.117	-111.006
3.06.01	Receitas Financeiras	92.973	128.085	129.566
3.06.02	Despesas Financeiras	-252.876	-210.202	-240.572
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-762.827	310.612	180.774
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-142.362	-22.128	-37.812
3.08.01	Corrente	-73.207	-11.834	-20.147
3.08.02	Diferido	-69.155	-10.294	-17.665
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	-905.189	288.484	142.962
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas			
3.10.01	Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas			
3.10.01.01	Particip. de Acionistas Não Controladores			

3.10.02	Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	-905.189	288.484	142.962
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	-944.868	264.565	101.740
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	39.679	23.919	41.222
3.99	Lucro por Ação - (Reais / Ação)			
3.99.01	Lucro Básico por Ação			
3.99.01.01	ON	-2,18930	0,00000	0,00000
3.99.02	Lucro Diluído por Ação			
3.99.02.01	ON	-2,18930	0,00000	0,00000

**Obs.: Recomendamos a leitura dos Demonstrativos Financeiros, Notas Explicativas e Relatório dos Auditores Independentes. As informações financeiras completas, estão disponibilizadas no site da Companhia [www.gafisa.riweb.com.br](http://www.gafisa.riweb.com.br).**

## A. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

A Gafisa S.A. (GFSA3) submete à apreciação de V.Sas. o Relatório da Administração referente às atividades desenvolvidas em 2011.

### Mensagem da Administração

Apesar dos fundamentos do mercado imobiliário terem sido bastante fortes em 2011, a Gafisa teve um ano com resultados decepcionantes, fortemente impactados por questões operacionais e de mudanças em nosso direcionamento estratégico.

Embora tenhamos atingido recorde de unidades entregues, alcançando 22.678 unidades, quantidade 76% superior quando comparada com 2010, fruto do nosso rápido crescimento geográfico e das aquisições estratégicas realizadas no período entre 2005 e 2008, percebemos que este significativo crescimento estava afetando negativamente nossa performance operacional e financeira. Por conta desta situação decidimos realizar uma revisão ampla e detalhada, auxiliada por consultores externos, sobre nossas operações e estratégia de atuação.

Como resultados dessa revisão e na busca de gerar valor superior a nossos acionistas, as seguintes principais mudanças foram implementadas a partir de outubro de 2011: (i) estabelecimento de uma nova estrutura operacional organizada por marca (Gafisa, Alphaville e Tenda), com nomeação dos respectivos diretores executivos responsáveis pelos resultados; (ii) redução, temporariamente, das operações de Tenda até a obtenção do controle absoluto de todo ciclo financeiro e operacional; (iii) aumento da participação da marca

AlphaVille no nosso mix de produtos, e; (iv) voltar o foco da marca Gafisa aos seus mercados-chave, São Paulo e Rio de Janeiro.

Com a criação das três unidades de negócio (Gafisa, Alphaville e Tenda), cada diretor executivo responsável por marca iniciou um profundo processo de análise de suas unidades, identificando ajustes importantes relacionados a atualizações de orçamento e ao novo modelo de negócio adotado em Tenda conforme descrito a seguir:

- 1) Atualização dos orçamentos de construção – As atualizações orçamentárias totalizaram R\$587 milhões (R\$231 milhões em Gafisa e R\$356 milhões em Tenda) ou 8% da base de custo orçada dos empreendimentos. Aproximadamente 75% desses ajustes refletem o crescimento acelerado em regiões geográficas que estavam fora de nossa área tradicional de operações e que foram descontinuadas em nosso novo plano. O impacto desta revisão no resultado do 4º trimestre de 2011 foi de R\$273 milhões, e de R\$168 milhões em 2010;
- 2) Análise da carteira de clientes (Tenda) – Realizamos uma análise detalhada da carteira de clientes Tenda e identificamos 4.555 clientes que, considerando a nova estratégia estabelecida para a empresa, na qual as vendas serão feitas diretamente com repasse, não mais se qualificam para financiamento imobiliário. Os distratos realizados referem-se a unidades que estavam em média 70% executadas e recebimento antecipado de 6%. Essas unidades, que retornaram ao estoque, serão revendidas em prazo adequado e com preços consistentes com seus valores originais ou com os valores atuais de mercado. Esperamos que as revendas dessas unidades sejam feitas pelo preço de mercado, acima do preço de custo, não havendo perspectivas de perdas financeiras. Adicionalmente, efetuamos uma provisão para futuros distratos, equivalente a aproximadamente 8.000 clientes, que são esperados para 2012. O impacto no 4º trimestre de 2011, sobre a receita líquida, custos e lucro bruto dos distratos realizados mais a provisão constituída foi de, R\$723 milhões, R\$552 milhões e R\$171 milhões, respectivamente, não havendo efeitos retrospectivos para o exercício de 2010.
- 3) Impairment de Terrenos – Realizamos uma avaliação detalhada dos terrenos que não se encaixam mais na nova estratégia acima descrita da Companhia, portanto, estão disponíveis para venda, identificando a necessidade de ajuste no valor contábil de R\$42 milhões; e provisão para custos adicionais no valor de R\$79 milhões, sendo lançado no resultado do 4º trimestre.
- 4) Outras Provisões – Foram efetuadas provisões para cancelamento de empreendimentos (Tenda R\$17 milhões); para penalidades em atraso na entrega de obras (Tenda R\$38 milhões e Gafisa R\$13 milhões); e, provisão para devedores duvidosos (Tenda R\$99,1 milhões e Gafisa R\$5,6 milhões).

Portanto, o quarto trimestre de 2011 foi atípico em função dos fortes impactos gerados pelas mudanças acima mencionadas. Esses fatores provocaram efeito material na nossa posição patrimonial e financeira, porém sem impacto na nossa liquidez e capacidade de honrar os futuros compromissos. Após reconhecimentos dos efeitos acima, o EBITDA (negativo) e o prejuízo do ano, atingiram R\$338,6 milhões e R\$944,9 milhões, respectivamente.

A administração e o Conselho estão tratando esses resultados seriamente e tomaram medidas estruturais e operacionais generalizadas para evitar perdas futuras e pressões no negócio. Além da alteração na estrutura organizacional destacada acima, com a criação de unidades de negócio responsáveis por cada uma das marcas, podemos destacar as seguintes ações: (i) redução da utilização de terceiros como responsáveis pelas construções de Tenda e Gafisa; (ii) concentração de projetos de Tenda e Gafisa nas regiões onde o controle sobre a cadeia de suprimentos é superior; (iii) adoção de método construtivo mais eficiente nos projetos de Tenda; (iv) venda de unidades Tenda somente para clientes elegíveis de financiamento pela Caixa Econômica Federal; e, (v) incentivos de remuneração para entrega das obras no prazo e dentro do orçamento.

Nossa responsabilidade é maximizar o valor de Gafisa e entregar resultados sólidos aos nossos acionistas. Temos o orgulho de congregar três das mais reconhecidas marcas do setor de construção no Brasil, e cada uma delas possui características que as tornam únicas na indústria. A marca Gafisa cultivou uma reputação valiosa ao longo de uma história de 50 anos nos seus mercados-chave de São Paulo e Rio de Janeiro, enquanto que o segmento AlphaVille é, sem dúvida, um dos negócios que possui as maiores margens do setor, e que enfrenta pouca competição. Apesar do desempenho recente, Tenda está inserida no segmento de mais alto potencial do

mercado nacional, contando com o forte apoio do Governo Federal e da Caixa Econômica Federal através do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Estamos confiantes que temos um modelo de negócio e um time de gestão que desenvolverá os projetos novos e existentes de maneira rentável, com o uso de veículos apropriados de captação de recursos. Com uma estrutura fortalecida, esperamos uma melhora significativa dos nossos resultados ao longo dos próximos anos.

#### Grupo Gafisa – Desempenho Operacional

A Gafisa vai continuar desenvolvendo todas as suas três marcas (Gafisa, Tenda e AlphaVille) nos mercados em que atua, maximizando as vendas do seu portfólio diferenciado, que vai da baixa renda a empreendimentos de alto padrão.

#### Segmento Gafisa

Os lançamentos em 2011 mantiveram-se estáveis em R\$2,2 bilhões e incluíram 22 projetos/fases em três estados brasileiros. São Paulo e Rio de Janeiro, estados onde a Companhia mantém um diferencial na cadeia de fornecedores, e nos quais os projetos apresentam alta rentabilidade, responderam por mais de 95% dos lançamentos.

As vendas contratadas totalizaram R\$2,2 bilhões em 2011, valor 10% superior ao ano anterior. Vendas de estoque representaram 40% do total de 2011, enquanto os outros 60% vieram das unidades lançadas ao longo do ano. A velocidade de vendas de lançamentos em 2011 ficou estável em 51,9%, comparada a 51,5% no ano anterior.

Um importante marco para a Gafisa foi a conquista do 8º Ranking ITC – por executar 7.1 milhões de m² em 296 empreendimentos das suas marcas Gafisa e Tenda, tornando-se pela terceira vez vencedora do prêmio no país.

#### Segmento AlphaVille

AlphaVille, focada no desenvolvimento e na comercialização de lotes residenciais, lançou 12 novos empreendimentos em 2011, e ampliou sua presença em novas cidades. Como resultado, a marca já está presente em 68 cidades de 23 estados, e a forte velocidade de vendas continua a ser uma constante em todos os lançamentos. O grupo Gafisa espera que este segmento passe a representar parcela cada vez mais relevante no seu portfólio, uma vez que condomínios residenciais deverão estar cada vez mais presentes no país.

Os lançamentos em 2011 atingiram R\$972 milhões, expansão de 31% em relação a 2010, e incluíram 12 projetos/fases em oito estados brasileiros. A contribuição de AlphaVille no total de lançamentos do Grupo, passou de 16% em 2010 para 27% em 2011. A expectativa é de um aumento da contribuição da marca aos negócios do Grupo nos próximos anos, considerando que as mudanças demográficas e os investimentos significativos em infraestrutura no país tornem mais frequente a opção por uma melhor qualidade de vida nas regiões periféricas aos grandes centros urbanos.

Em 2011, as vendas contratadas totalizaram R\$842 milhões, aumento de 41% em relação a 2010. O segmento de lotes residenciais foi responsável por 25% das vendas contratadas consolidadas, o que representa uma forte expansão em comparação com os 15% registrados no ano anterior. A velocidade de vendas chegou a 59,7%. Vendas de estoques representaram 30% do total em 2011, enquanto os outros 70% vieram de unidades lançadas ao longo do próprio ano.

Em Abril de 2010, a Gafisa aumentou sua participação no capital de Alphaville de 60% para 80%, e esperamos concluir a aquisição dos 20% ao longo do ano de 2012.

## Segmento Tenda

A Tenda, nossa marca que atende à baixa renda, é uma das principais construtoras e incorporadoras do país com foco em empreendimentos econômicos elegíveis ao programa MCMV.

Os lançamentos em 2011 totalizaram R\$398 milhões, valor 75% inferior ao registrado em 2010, distribuídos em 17 projetos/fases. Este número foi impactado pelo cancelamento no 4T11 de projetos considerados inviáveis, de acordo com o novo critério adotado pela Companhia a partir do final do 3T11.

O foco mais conservador nas operações da Tenda e os distratos ocorridos no último trimestre levaram a um total de vendas contratadas de R\$330 milhões em 2011, redução de 77% em relação a 2010, e em linha com o novo planejamento estratégico da companhia.

Também em linha com a mudança estratégica necessária, as vendas contratadas brutas de Tenda no 4T11 apresentaram queda de 55% para R\$ 249 milhões. As vendas contratadas líquidas no 4T11 no segmento de baixa renda foram negativas em R\$219 milhões, comparadas a R\$426 milhões no 4T10. A diferença se deve ao distrato de R\$467 milhões em contratos com potenciais proprietários que não mais se qualificam ao crédito imobiliário em função de mudanças circunstanciais, tais como falta de capacidade de pagamento, aumento de renda, mudança para renda familiar dupla, perda de emprego, etc. As unidades distratadas, que em média estão com mais de 70% da construção completa, são elegíveis para revenda a clientes qualificados para financiamento bancário.

## Recursos Humanos

A Companhia fechou o ano com 5.576 funcionários próprios, sendo 2.499 na Gafisa, 2.696 na Tenda e 381 em AlphaVille. Investimentos.

No ano de 2011, a Companhia investiu R\$48,7 milhões, 44,6% menos que os R\$84,3 milhões investidos em 2010. A maior parte desses recursos foi direcionada para a aquisição de hardwares e softwares de informática, seguidos por investimentos no CSG, melhorias e aquisição.

## Pesquisa e Desenvolvimento

A Gafisa, com o objetivo de exercer seu papel de liderança, possui desde 2006 uma área denominada Desenvolvimento de Operação e Tecnologia (DOT), que tem como principal foco a busca por inovações tecnológicas e melhorias em processos que possibilitem vantagem competitiva diante do mercado. Para a aprovação de um projeto de desenvolvimento se faz necessário analisar se o projeto trará:

- aumento da qualidade percebida pelo cliente;
- redução do prazo de obra;
- redução do custo.

Atualmente, o DOT é composto por dez profissionais que também utilizam os recursos alocados em todas as áreas da empresa para implantar e retroalimentar os projetos de desenvolvimento. Tal estrutura requer um investimento de aproximadamente R\$1 milhão por ano.

## Reformulações Administrativas

A nomeação de Duilio Calciolari como CEO interino da Gafisa ocorreu em 9 de maio de 2011, e o Conselho o confirmou no cargo em 5 de julho de 2011.



A administração da Gafisa realizou avaliação profunda de cada uma das unidades de negócios, que resultou em nova estrutura organizacional, que contempla a nomeação de gestores para cada marca, responsáveis pelos respectivos resultados. Os diretores executivos de cada unidade de negócio são Sandro Gamba (Gafisa), Rodrigo Osmo (Tenda), e Marcelo Willer (Alphaville).

E, como Diretor Financeiro e de Relações com Investidores, foi nomeado André Bergstein. Proteção ao meio ambiente

Para cada projeto a ser lançado existe uma dinâmica de aprovação diferente, e diversas autorizações são exigidas pelos órgãos competentes, inclusive as ambientais, uma vez que cada município segue uma diretriz para a ocupação do solo e muitas vezes uma legislação ambiental própria. Nesse cenário, a AlphaVille detém papel fundamental, já que contribui para a normatização de muitos municípios que não exigem licenças importantes, elevando o padrão de exigência e estreitando o relacionamento com esses órgãos.

A cada início de projeto, é realizada uma pesquisa completa sobre a legislação da cidade para que a Companhia possa operar dentro dos padrões próprios, sempre considerando e respeitando a legislação ambiental local na elaboração do Estudo de Impacto Ambiental.

A fim de garantir a execução dos compromissos assumidos no processo de licenciamento e a minimizar os impactos ambientais, a AlphaVille instituiu, em 2008, a gerência de meio ambiente, que é responsável, entre outras atividades, pela assessoria nos licenciamentos ambientais e pelo monitoramento das obras, principalmente junto aos engenheiros responsáveis.

Em 2010, dando continuidade às melhorias de processos internos, a Companhia adquiriu um software de gestão ambiental e iniciou o armazenamento de dados de todas as etapas de cada empreendimento, desde o licenciamento junto aos órgãos competentes até a execução da obra. Informações como contratações, acordos, custos e cumprimentos de condicionantes alimentam o software. Dessa forma, criou-se um banco de dados de fácil acesso, que facilitará a elaboração e o estabelecimento de controles e metas. O objetivo é implantar, ao longo dos próximos anos, um Sistema de Gestão Ambiental na Companhia e, nesse processo, os funcionários serão capacitados para a utilização e manutenção (inclusão de dados) desse sistema.

Dividendos, Direitos dos Acionistas e Dados das Ações.

De acordo com o disposto na Lei das Sociedades por Ações e no Estatuto Social da Companhia, é conferido aos titulares de ações de emissão da Gafisa S/A o direito ao recebimento de dividendos ou outras distribuições relativas às ditas ações na proporção de suas participações no capital social.

Nos termos do artigo 36, parágrafo 2º (b) do estatuto social, do saldo do lucro líquido do exercício, obtido após as deduções previstas no estatuto social e ajustado na forma do artigo 202, da Lei das Sociedades por Ações, destinar-se-á 25% para pagamento do dividendo obrigatório a todos os acionistas da Companhia.

Dessa forma, em 2010 foram declarados R\$98,8 milhões a título de dividendos, pagos em 2011, o que representa um crescimento de 95% em relação a 2009.

Por conta do prejuízo apurado no exercício social encerrado em 31.12.11, a proposta da administração, a ser votada em Maio de 2012, não incluirá a distribuição de dividendos referente ao período fiscal de 2011.

Em outubro de 2011, a Gafisa contratou o Banco Itaú como market maker, visando aumentar ainda mais a liquidez das ações.

A Companhia, que possui capital pulverizado, continua como a única construtora brasileira a ter suas ações negociadas na bolsa de Nova Iorque (NYSE), e possui a ação mais líquida do setor. Em 2011, atingimos um

volume diário médio de negociação de R\$55,0 milhões na BM&FBovespa, além do equivalente a aproximadamente R\$35,7 milhões na NYSE, totalizando R\$90,7 milhões de volume médio diário.

No ano de 2011, o índice Bovespa registrou queda de 18,11%, e as ações da Companhia terminaram cotadas a R\$4,12 (GFSA3) e US\$4,37 (GFA), o que representa uma desvalorização de 65,78% e 69,92%, respectivamente, em comparação com o fechamento de 2010.

Informamos ainda que a Companhia está vinculada à arbitragem na câmara de arbitragem do mercado, conforme cláusula compromissória constante do seu estatuto social.

#### Endividamento

O endividamento da Companhia em 31 de dezembro de 2011 aumentou para R\$3,756 milhões. Dentre as métricas utilizadas pela Companhia para avaliar o nível de endividamento, uma das principais é o nível de dívida líquida em relação ao patrimônio líquido. Em 31 de dezembro de 2010, esse indicador atingiu 68,0%, aumentando para 117,3% no final de dezembro de 2011 (incluindo obrigações com investidores). Esse aumento reflete o consumo de caixa do período que foi parcialmente financiado pela emissão de novas dívidas. A Companhia modificou determinados covenants (cláusulas contratuais de títulos de crédito), por meio de acordo com os detentores dos títulos, que estavam em risco, garantindo a conformidade destes em todos os contratos vigentes.

#### Perspectivas

A demanda segue aquecida em função do crescente processo de formação de famílias, e da consequente necessidade de moradias, bem como pela disponibilidade de crédito habitacional, aumento de renda dos brasileiros e medidas do governo no combate ao déficit habitacional, tendo a ampliação de programas, como o programa MCMV.

Para 2012, esperamos lançamentos entre R\$2.7 bilhões e R\$3.3 bilhões, uma geração operacional de caixa entre R\$500 milhões e R\$700 milhões, e entregar de 22.000 a 26.000 unidades residenciais.

#### Relacionamento com Auditores

A política de atuação da Companhia na contratação de serviços não relacionados à auditoria externa junto aos auditores independentes se fundamenta nos princípios que preservam a autonomia do auditor independente. Esses princípios, internacionalmente aceitos, consistem em: (a) o auditor não deve auditar o seu próprio trabalho, (b) o auditor não deve exercer funções gerenciais no seu cliente, e (c) o auditor não deve promover os interesses de seu cliente. Nesse sentido, para o exercício de 2011, os nossos auditores somente efetuaram trabalhos relacionados à auditoria das demonstrações financeiras.

### **C. PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES:**

#### RELATÓRIO DOS AUDITORES INDEPENDENTES SOBRE AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Aos Administradores e Conselheiros da  
Gafisa S.A.  
São Paulo – SP

Examinamos as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Gafisa S.A. (“Companhia”), identificadas como controladora e consolidado, respectivamente, que compreendem o balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2011, e as respectivas demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa, para o exercício findo naquela data, assim como o resumo das principais práticas contábeis e demais notas explicativas.

### **Responsabilidade da administração sobre as demonstrações financeiras**

A Administração da Companhia é responsável pela elaboração e adequada apresentação das demonstrações financeiras individuais e consolidadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e das demonstrações financeiras consolidadas de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), assim como pelos controles internos que a Administração determinou como necessários para permitir a elaboração das demonstrações financeiras livres de distorção relevante, independentemente se causada por fraude ou erro.

### **Responsabilidade dos auditores independentes**

Nossa responsabilidade é a de expressar uma opinião sobre essas demonstrações financeiras com base em nossa auditoria, conduzida de acordo com as normas brasileiras e internacionais de auditoria. Essas normas requerem o cumprimento de exigências éticas pelos auditores e que a auditoria seja planejada e executada com o objetivo de obter segurança razoável de que as demonstrações financeiras estão livres de distorção relevante.

Uma auditoria envolve a execução de procedimentos selecionados para obtenção de evidência a respeito dos valores e divulgações apresentados nas demonstrações financeiras. Os procedimentos selecionados dependem do julgamento do auditor, incluindo a avaliação dos riscos de distorção relevante nas demonstrações financeiras, independentemente se causada por fraude ou erro. Nessa avaliação de riscos, o auditor considera os controles internos relevantes para a elaboração e adequada apresentação das demonstrações financeiras da Companhia para planejar os procedimentos de auditoria que são apropriados nas circunstâncias, mas não para fins de expressar uma opinião sobre a eficácia desses controles internos da Companhia. Uma auditoria inclui, também, a avaliação da adequação das práticas contábeis utilizadas e a razoabilidade das estimativas contábeis feitas pela Administração, bem como a avaliação da apresentação das demonstrações financeiras tomadas em conjunto.

Acreditamos que a evidência de auditoria obtida é suficiente e apropriada para fundamentar nossa opinião.

### **Opinião sobre as demonstrações financeiras preparadas de acordo com as práticas contábeis no Brasil**

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras individuais (controladora) e consolidadas, acima referidas, apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da Gafisa S.A. em 31 de dezembro de 2011, o desempenho de suas operações e os seus fluxos de caixa para o exercício findo naquela data, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

Opinião sobre as demonstrações financeiras consolidadas preparadas de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS), aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC)

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras consolidadas acima referidas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira consolidada da Gafisa S.A., em 31 de dezembro de 2011, o desempenho consolidado de suas operações e os seus fluxos de caixa consolidados para o exercício

findo naquela data, de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) aplicáveis às entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

### **Ênfase**

Conforme descrito na Nota 2.1, as demonstrações financeiras individuais (controladora) e consolidadas foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. As demonstrações financeiras consolidadas preparadas de acordo com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária consideram adicionalmente a Orientação OCPC 04 – Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras, editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Essa orientação trata do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias, conforme descrito em maiores detalhes na Nota 2.2.2. Nossa opinião não está ressalvada em função do assunto acima mencionado.

### **Outros Assuntos**

#### **Demonstrações do valor adicionado**

Examinamos, também, as demonstrações individual e consolidada do valor adicionado (DVA), referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2011, preparadas sob a responsabilidade da administração da Companhia, cuja apresentação é requerida pela legislação societária brasileira para companhias abertas, mas não é requerida pelas IFRS. Essas demonstrações foram submetidas aos mesmos procedimentos de auditoria descritos anteriormente e, em nossa opinião, estão adequadamente apresentadas, em todos os seus aspectos relevantes, em relação às demonstrações financeiras preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil tomadas em conjunto.

#### **Reapresentação das demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2010**

Em 24 de março de 2011, emitimos originalmente nosso relatório de auditoria com opinião sem modificação sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010. Conforme descrito na Nota 2.1.3, as demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2010 foram ajustadas em certas rubricas, com o objetivo de reconhecer os ajustes na receita operacional líquida e respectivos efeitos tributários, decorrentes da revisão dos orçamentos de construção, imputados ao exercício de 2010, que foram por nós auditados e com os quais concordamos. Adicionalmente, a Companhia reclassificou determinadas rubricas do balanço patrimonial e das demonstrações do resultado e dos fluxos de caixa, individuais e consolidados. Em função da relevância dos ajustes e das reclassificações acima mencionadas, estamos reemitindo nesta data a nossa opinião sem modificação sobre as referidas demonstrações financeiras, que compreendem o balanço patrimonial de 31 de dezembro de 2010, bem como as demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa para o exercício findo naquela data, preparados de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil (controladora e consolidado), e de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), para o consolidado.

São Paulo, 9 de abril de 2012

ERNST & YOUNG TERCO  
Auditores Independentes S.S.  
CRC 2SP015199/O-6



SLW CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA



Daniel G. Maranhão Jr.  
Contador CRC 1SP215856/O-5

Marcos Alexandre S. Pupo  
Contador CRC 1SP221749/O-0

#### **4 - DECLARAÇÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO**

A empresa manteve atualizadas as informações junto a CVM e ao Agente Fiduciário, bem como colocou a disposição dos senhores debenturistas interessados, pessoal habilitado a prestar informações adicionais sobre todos os eventos ocorridos na vida da debênture.

Declaramos aptidão para continuar a exercer a função de Agente Fiduciário da emissão, bem como permanecemos ao inteiro dispor dos Senhores Debenturistas em nossos escritórios à Rua Dr. Renato Paes de Barros, n.º 717 – 6º andar – Itaim / São Paulo – SP.

São Paulo, 27 de abril de 2012

**SLW - Corretora de Valores e Câmbio Ltda.  
Agente Fiduciário**