



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA  
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA  
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

**CARTA DO NRE-POLI**  
janeiro-março 2016

no. 43-16

1

## **DISTRATOS E A APARENTE DESTRUIÇÃO DO RESULTADO DE EMPREENDIMENTOS**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

### **Preliminares**

i. Muitas são as travas para que o mercado de real estate residencial no Brasil se acomode em comportamento sustentável.

Da organização da economia, que antes se acreditava possível ocorrer em 2016 e que muitos analistas arrastam para 2017, havendo cenários para 2019, até a reforma das estruturas de gestão e gerenciamento, para ganhar produtividade e operar em escala compatível com a quebra de volume de produção, as empresas devem superar outros fatores de risco para se estabilizar.

ii. A depressão econômica aguça a ansiedade nas famílias, reprimindo a demanda por habitação e esse estado não se reverte com propaganda, brindes ou descontos.

Sem confiança no futuro imediato, não há razão para sair da poupança líquida e interná-la em um imóvel. O prazo mínimo para formação de poupança para comprar um imóvel com 70% de financiamento está próximo dos dez anos. Transformar a poupança líquida em 30% do imóvel, ilíquida por representar uma fração, além de estar abrigada na habitação, significa munir-se da confiança de que a estabilidade da renda adiante não exigirá o acesso aos recursos poupados, como permitirá a sua recomposição como reserva de segurança.

Sem confiança no futuro, não haverá incentivo para a família comprometer 25/30% da renda pelo horizonte de 20/30 anos com a prestação do financiamento da habitação. A confiança na manutenção do emprego e da renda é que move a família do desejo à compra da habitação.

Crédito para consumo não infunde confiança<sup>1</sup>. Tomar crédito é aceitar riscos e a

---

<sup>1</sup> O que se ouve de política anticíclica para retomada da produção no Brasil, com base em crédito é desprovido de lógica. Créditos "carnavalescos", dentro de programas como o MinhaCasaMelhor, até fomentam a produção, porque a demanda cresce, mas adiante a inadimplência contribui para aprofundar a depressão econômica. Qual será hoje a verdadeira inadimplência do programa citado? O poder de compra do mercado deve estar ancorado na sua capacidade de geração de renda e não na criação de renda artificial.

evidência da depressão econômica e de que não há qualquer movimento para ativar a produção acentuam esses riscos, fazendo com que muitas famílias reprimam a decisão de compra da habitação.

iii. O esgotamento do sistema de crédito imobiliário com funding das cadernetas de poupança está consumado, deixando o sistema com capacidade inferior às demandas para produção e aquisição de habitações em economia estabilizada. O que já se verifica, mesmo com menor demanda de crédito para produção, porque as empresas estão paralisadas, e queda de demanda para aquisição, porque o nível de vendas está baixo, é uma tentativa dos bancos de equilibrar sua capacidade de prover financiamento, sem entrar nos recursos de mercado, muito mais caros dos que os direcionados do sistema SFH. As ofertas de crédito para produção limitam-se aos 70% do orçamento, quando já estiveram perto dos 90% e o crédito para aquisição também está perto dos 70%, quando já esteve em 80% e acima.

Com crédito à produção escasso, as empresas precisam alocar mais capital para seus empreendimentos, o que baixa a sua capacidade de produção. Grave é que os preços não têm capacidade de absorver aumentos de margem para remunerar os recursos investidos na nova equação de funding, na qual se troca crédito à produção do SFH, barato, por capital mais caro. Mantendo-se o nível de preços, a remuneração dos capitais investidos cai, desincentivando a produção de habitações.

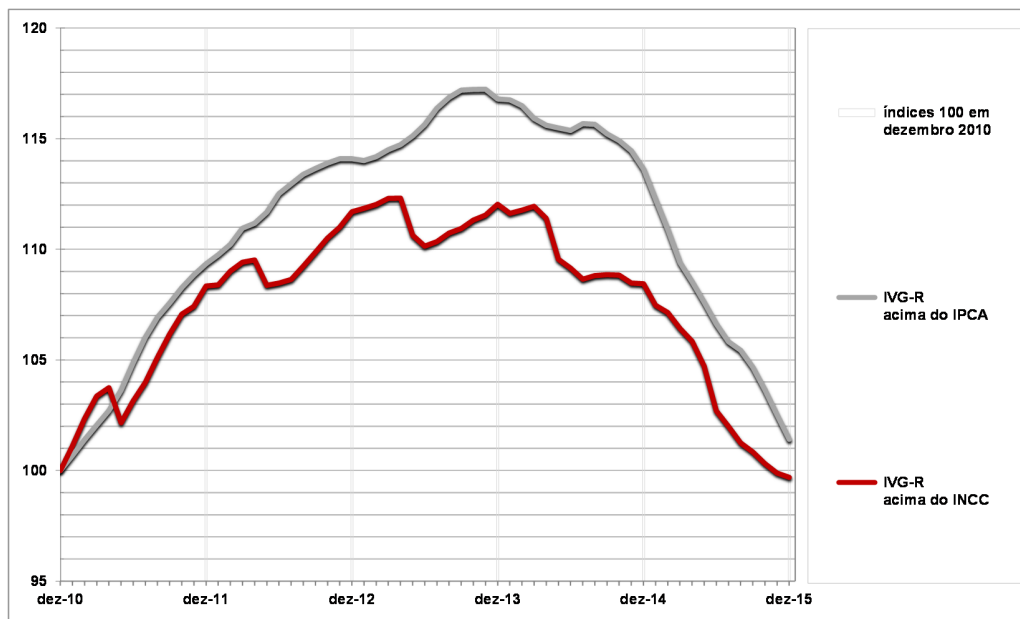
Com crédito para aquisição contido, a demanda freia mais ainda. Cada 5% a menos de financiamento significa perto de 2 anos de acumulação de poupança para as famílias de renda média compensarem a diferença. Ou seja, caindo o financiamento de aquisição ofertado para uma habitação de renda média de 75% para 70% do preço, a mesma família só poderá pagar a parte não financiada se esperar dois anos para fazer a compra, ou se o empreendedor financiar esta parte do preço por um prazo equivalente e sem garantias. Na primeira hipótese o freio de demanda recrudescer e na segunda a rentabilidade do empreendimento cai e o payback dos investimentos retarda.

iv. As vendas nos lançamentos de 2010/2011, quando o mercado estava no auge da bolha de preços, inflada a partir do segundo semestre de 2009 e que se sustentou ativa até o primeiro trimestre de 2011, geram desde 2013, na entrega desses imóveis, a tomada de financiamento para aquisição - os repasses, sob muitas perturbações.

Das vendas até o repasse a economia entrou em depressão, o que retirou de muitos compradores daqueles lançamentos a confiança de manter o contrato, preferindo esperar uma conjuntura futura mais confiável (2016 ainda deverá viver esta situação). Muitos repasses daqueles empreendimentos vêm deixando de acontecer,

obrigando os empreendedores a voltar para o mercado, com os imóveis prontos. Esse estoque imprevisto, somado à ansiedade de vender para encerrar os empreendimentos e às promoções alardeando descontos muito acima das margens, vem derrubando os preços. As pressões de mídia continuadas e de diversas empresas "disputando" descontos infundem dúvida na demanda ainda existente: a leitura do mercado acaba sendo "preços para baixo podem ainda cair mais"<sup>2</sup>. Isso reprime a demanda no curto prazo e emula o processo de derrubada de preços promovido pelos detentores dos estoques distratados. As curvas do IVG-R do gráfico 1 ilustram o que vem ocorrendo.

gráfico 1 IVG-R (índice de preços de imóveis) contra IPCA (índice de inflação) e INCC (índice de custos de construção civil)<sup>3</sup>



<sup>2</sup> A compra de imóveis residenciais não é feita por agentes de mercado com especialidade e conhecimento de movimentos de preços e dos vetores de custos. A família compra a sua habitação uma vez na vida, ou, no limite, em intervalos muito longos entre mais de uma compra. A percepção de valor, para aderir ao preço de oferta e comprar, é sustentada por benchmark feito somente no período de busca para a compra.

<sup>3</sup> A nomenclatura formal é: IVG-R = índice de valores de garantia de imóveis residenciais financiados, Bacen; IPCA = índice de preços ao consumidor ampliado, Ibge e INCC = índice nacional de preços da construção civil, Ibre-Fgv

v. Há outras travas resultantes do desajuste de capitais das empresas e dos seus sistemas de gestão. Recursos caros tomados no passado, por meio de créditos corporativos ou parcerias, cujos pagamentos vão sendo rolados por causa da iliquidez dos estoques, consomem resultado com voracidade, uma vez que os estoques de imóveis prontos vêm perdendo preço e a sua contrapartida de dívida cresce. A inércia diante da situação financeira das companhias, que limita a visão dos administradores para a direção única do caixa, mantém estruturas de gestão de produtividade muito baixa, sendo outro agente sorvedor de resultados.

Nesta conjuntura, os analistas do setor têm maior preocupação em entender o que significam os estoques gerados pelos distratos, do que reconhecer a leitura que as empresas fazem do médio e longo prazos e como são suas estratégias de atuação adiante. Nesta Carta, usando um protótipo de empreendimento em bairro de renda média, na cidade de São Paulo, exploramos os efeitos sobre os resultados do investimento e suas repercussões na companhia empreendedora quando ocorrem distratos e a necessidade de revender a preços inferiores aos dos contratos anteriores.

## 1. Cenário de prazos, preços, custos e resultado no ambiente do empreendimento, como visto pelo empreendedor

1.1. No cenário referencial utilizamos prazos típicos para um empreendimento de edifício único de apartamentos para público de renda média: i. 18 meses da compra do terreno até o início da construção, incluindo 6 meses de lançamento; ii. 24 meses de construção e iii. 6 meses para repasse, iniciando 2 meses após o final das obras, terminando o empreendimento em 50 meses.

Para tratar dos distratos, partimos de um cenário referencial com 30% de distratos, revendidos com desconto de 12% (gráfico 1), cuja recolocação e repasse levam o empreendimento para 56 meses.

1.2. O quadro 1 ilustra o cenário referencial de comportamento e faz o balanço do empreendimento, desenvolvido em SPE-LP, no regime especial de tributação (RET). Nesta estrutura o impacto de tributos é o mais baixo no setor (conta **vii** do quadro 1), logo, empreendimento em lucro real e fora do RET terá um desempenho mais fraco do que o do protótipo.

Os valores deste quadro 1, bem como os demais da análise adiante não estão em moeda, mas em número índice, a partir do índice 10.000 para o custo de construção

(conta **iii** do quadro 1). Os movimentos de custos nos fluxos de caixa utilizados para a exploração do protótipo foram tomados ao par da variação mensal do Incc.

quadro 1

características do empreendimento protótipo				
valores em número índice, base 10.000 nas contas de construção				
<b>i</b>	terreno, contas de aquisição, outorga e contrapartidas para a cidade	(8.451)	-28,06%	84,51%
<b>ii</b>	estruturação do empreendimento e projetos	(475)	-1,58%	4,75%
<b>iii</b>	contas da construção e do gerenciamento do empreendimento	<b>(10.000)</b>	-33,20%	<b>100,00%</b>
<b>iv</b>	margem de contribuição para cobertura das contas gerais da administração	(1.811)	-6,01%	18,11%
<b>v</b>	receita bruta de vendas	<b>30.121</b>	<b>100,00%</b>	
<b>vi</b>	contas da comercialização pp&m, corretagem e repasse	(2.560)	-8,50%	
<b>vii</b>	impostos em SPE-LP	(1.205)	-4,00%	
<b>viii</b>	resultado do empreendimento	<b>5.619</b>	<b>18,65%</b>	
<b>viii</b>	juros do financiamento para produção e reequilíbrio do saldo devedor em moeda da base	(387)	-1,28%	
<b>ix</b>	resultado do empreendimento, visto pela companhia	<b>5.232</b>	<b>17,37%</b>	<b>52,32%</b>

Para 100% da receita bruta, o protótipo deixa para a companhia empreendedora uma margem de 17,37% no sistema empreendimento, quando financiado no SFH.

## 2. Equação de fundos como vista no sistema empreendimento

O quadro 2 ilustra a equação de fundos, considerando:

- velocidade de vendas (absorção) de 50% no lançamento e o saldo até o final das obras
- poupança de 30% do preço paga no ciclo de obras e
- financiamento à produção

quadro 2

configuração de funding no empreendimento, sem distratos				
valores em número índice, base 10.000 nas contas de construção				
<b>x</b>	recursos exigidos no ciclo de implantação	21.436	<b>100,00%</b>	
	cobertura com financiamento à produção	6.367	29,70%	
	recursos da receita líquida de vendas	5.350	24,96%	
	<b>investimentos exigidos da companhia</b>	<b>9.719</b>	45,34%	<b>100,00%</b>
<b>xi</b>	recursos livres da receita líquida de vendas	21.703	<b>100,00%</b>	
	pagamento do financiamento à produção	6.754	31,51%	
	<b>retorno dos investimentos no empreendimento para a companhia</b>	<b>14.949</b>	68,49%	<b>153,81%</b>
<b>xii</b>	<b>resultado da companhia no empreendimento</b>	<b>5.230</b>		<b>53,81%</b>

O protótipo exige investimentos equivalentes a 45,34% dos recursos necessários para sua implantação, especialmente porque o terreno e a outorga consomem muitos recursos<sup>4</sup> e parte destas contas são pagas antes do início das vendas e do financiamento à produção (contas **i** e **ii** do quadro 1). Muitos empreendimentos são desenvolvidos sob permuta, o que altera a equação de fundos e as conclusões extraídas nesta Carta com base no empreendimento protótipo.

<sup>4</sup> Na cidade de São Paulo, esta condição será agravada quando terminar o estoque de projetos aprovados seguindo o antigo plano diretor. O preço da outorga será elevado, o que deverá provocar uma mudança no patamar dos preços, seja pelo aumento desse custo, como também porque ele é pago muito cedo (na aprovação do projeto) e coberto com capital. Os recursos de capital são caros, o que exigirá aumento de margem sobre o preço para remunerá-los. Não havendo espaço para tantos aumentos na composição do preço da oferta, o mercado pode travar.

### 3. Equação de fundos na companhia, para atender ao empreendimento

No quadro 3 mostramos a equação de fundos da companhia para desenvolver o protótipo, com as seguintes considerações:

- a margem de contribuição para cobertura das contas gerais da administração (CGA)<sup>5</sup> derivada do empreendimento (conta iv do quadro 1) é consumida na companhia no ciclo do cenário referencial sem distratos (50 meses). Havendo distratos, as CGA do período de retardo consomem resultado;
- a companhia toma recursos financiados fora do SFH, para cumprir com o seu programa de investimentos no empreendimento. Consideramos que 50% da necessidade de investimento é coberta por financiamento corporativo, hipótese moderada diante do que se reconhece de endividamento nas companhias brasileiras entre as várias listadas.

O financiamento corporativo pode ser identificado como linha de crédito, direta ou por meio de instrumentos de dívida, ou como recursos derivados de parcerias. No modelo de parcerias com investidores e fundos, muito utilizado no setor, tem sido comum a condição de a companhia proteger o investidor "passivo", oferecendo um piso de taxa de retorno, que funciona como uma taxa de juros mínima a ser extraída dos resultados do empreendimento. Quando distratos ocorrem, os resultados diminuem (perda de preço) e sua combinação com prazos dilatados, gerando maior obrigação de pagar aos investidores, faz uma sangria acentuada dos resultados em favor dos investidores, penalizando fortemente a companhia.

O impacto dos distratos, que discutimos nesta Carta, não resulta em perdas somente porque hoje se verifica queda de preços entre os do lançamento e do repasse, mas também porque os financiamentos corporativos continuam rodando e não podem ser liquidados por falta de liquidez na companhia, ou porque maior parcela do resultado tende a ser derivada para investidores nas parcerias;

- no exemplo do protótipo, no qual usamos recursos de dívida corporativa, não de parceria, os recursos tomados representam 49,79% da necessidade de capital para o empreendimento e consomem 41,61% do resultado quando o empreendimento se comporta seguindo o cenário referencial. Na conformação com os distratos,

---

<sup>5</sup> Que o mercado intitula em inglês: G&A (general and administrative expenses)

para a mesma proporção no capital, o consumo de resultado cresce para 67,4%.

quadro 3

configuração de funding na companhia, para desenvolver o empreendimento, sem distratos			
valores em número índice, base 10.000 nas contas de construção			
	<b>investimentos exigidos da companhia no empreendimento</b>	<b>(9.719)</b>	
	margem de contribuição para CGA entregue pelo empreendimento	1.811	
	CGA na companhia	(1.811)	
<b>xiii</b>	<b>necessidade de caixa no ciclo do empreendimento</b>		<b>9.719</b>
<b>xiv</b>	hipótese de suprimento alavancado	9.719	<b>100,00%</b>
	recursos tomados em financiamento ou títulos de dívida corporativa	4.839	49,79%
	capital disponível na companhia	4.880	50,21%
	resultado da companhia no empreendimento	5.230	<b>100,00%</b>
	custo dos recursos tomados em financiamento ou títulos de dívida corporativa	(2.176)	-41,61%
<b>xv</b>	<b>resultado da companhia</b>	<b>3.054</b>	<b>58,39%</b>

#### 4. Alavancagem e resultado na companhia

Na conformação do cenário referencial de comportamento, o resultado da companhia apresenta os indicadores do quadro 4, com as seguintes considerações:

- o índice de alavancagem é moderado para as características do real estate residencial
- a taxa de retorno dos investimentos no empreendimento é de 15,2% equivalente anual, acima do Incc, mas a do capital da companhia é um pouco inferior (14,5%), porque os recursos corporativos tomados estão hoje acima desta taxa<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> A conjuntura é de taxas de juros abusivas, tendo em vista a capacidade de remuneração dos negócios, sob risco. Esta situação é agravada ainda pela contração de crédito, fruto da desconfiança quando à qualidade das companhias do real estate. Quando se tratam de recursos de parceria, a pressão é mais aguda, uma vez que ainda se negociam taxas de retorno garantido perto dos 20% anuais.



quadro 4

alavancagem e resultado da companhia, seguindo o cenário referencial			
valores em número índice, base 10.000 nas contas de construção			
	capital disponível na companhia	4.880	<b>1,00</b>
	recursos líquidos tomados em financiamento à produção	6.367	<b>1,30 ALP</b>
	recursos tomados em financiamento ou títulos de dívida corporativa	4.839	<b>0,99 ALC</b>
taxas de retorno (% ano equivalente, efetiva, acima do Incc, depois de impostos)			
<b>TIR</b>	dos investimentos no empreendimento	<b>15,2</b>	
	na companhia, sobre o capital investido no ciclo	<b>14,5</b>	cai, porque o custo dos recursos tomados é maior do que 15,2
resultado da companhia			
	resultado, no prazo de 50 meses	<b>3.054</b>	resultado depois de impostos e acima da perda de poder de compra do capital
<b>RES</b>	resultado sobre o capital (média anual em %)	<b>15,0</b>	

## 5. Efeito dos distratos

Utilizamos as fronteiras de cenário já indicadas: i. 30% dos contratos são distratados no repasse; ii. os preços de revenda são 12% inferiores aos contratados originalmente e iii. o prazo original de repasses permanece para os 70% das vendas consolidadas e as revendas e os seus repasses ocorrem em 12 meses após o final da implantação. O resultado desse comportamento está ilustrado no quadro 5, onde se verifica como é grave o efeito dos distratos nas companhias nesta conjuntura.

quadro 5

alavancagem e resultados comparados da companhia: cenário referencial x impacto de distratos					
valores em número índice, base 10.000 nas contas de construção					
cenário para distratos em fronteira de stress, na proporção de 30% das vendas, ocorrendo no repasse					
	prazo necessário para revenda (meses)	6			
	descontos nos preços, depois do ajuste e Incc	12%			
		configuração no cenário referencial sem distratos		impactos dos distratos em fronteira de stress	
	capital disponível na companhia	4.880	<b>1,00</b>	4.880	<b>1,00</b>
<b>ALP</b>	recursos líquidos tomados em financiamento à produção	6.367	1,30	6.367	1,30
<b>ALC</b>	recursos tomados em financiamento ou títulos de dívida corporativa	4.839	0,99	4.839	0,99
	pagamento da dívida corporativa	(7.015)	(1,44)	(7.127)	(1,46)
taxas de retorno (% ano equivalente, efetiva, acima do Incc, depois de impostos)					
<b>TIR</b>	dos investimentos no empreendimento	15,2		10,1	
	na companhia, sobre o capital investido no ciclo	14,5		5,4	
resultado da companhia					
	resultado, no horizonte do empreendimento	3.054	mês 1 até 50	1.109	mês 1 até 56
<b>RES</b>	resultado sobre o capital (média anual em %)	15,0		4,9	

## 6. Outros cenários estressados

Para orientar a leitura do impacto dos distratos, desenhamos um cenário refletindo o que parece ser imagem mediana do estado do mercado atual, concluindo pelos resultados do quadro 5<sup>7</sup>. Entretanto, cada companhia, cada segmento do mercado e cada empreendimento apresentam características particulares, desde casos reportados

<sup>7</sup> Não há compilação disponível desses dados.

de uma proporção de repasses acima de 50%, até aqueles que os descontos circundam a marca dos 25%. Exceto o gráfico 2, que mostra o ambiente do empreendimento, nos demais medimos sempre o resultado médio anual sobre o capital da companhia em diferentes combinações de fatores de perturbação, estando os resultados nos gráficos seguintes.

gráfico 2 taxa de retorno do investimento aportado ao empreendimento, em cenários de comportamentos sob diferentes descontos e taxas de distrato

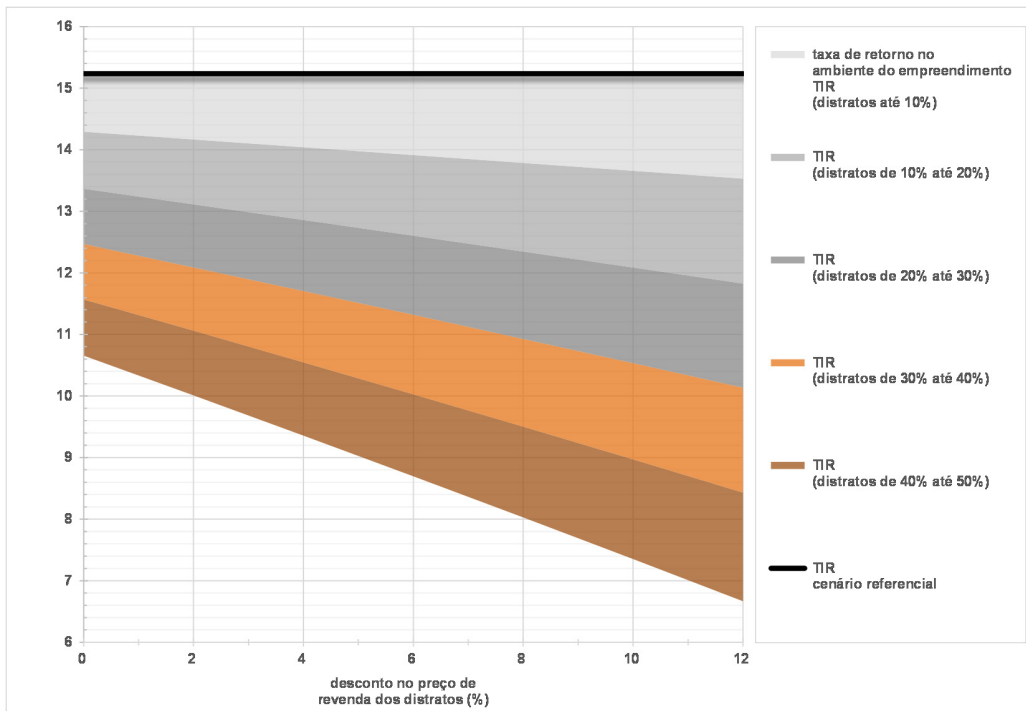


gráfico 3 resultado sobre o capital da companhia, em cenários de comportamentos sob diferentes descontos e taxas de distrato

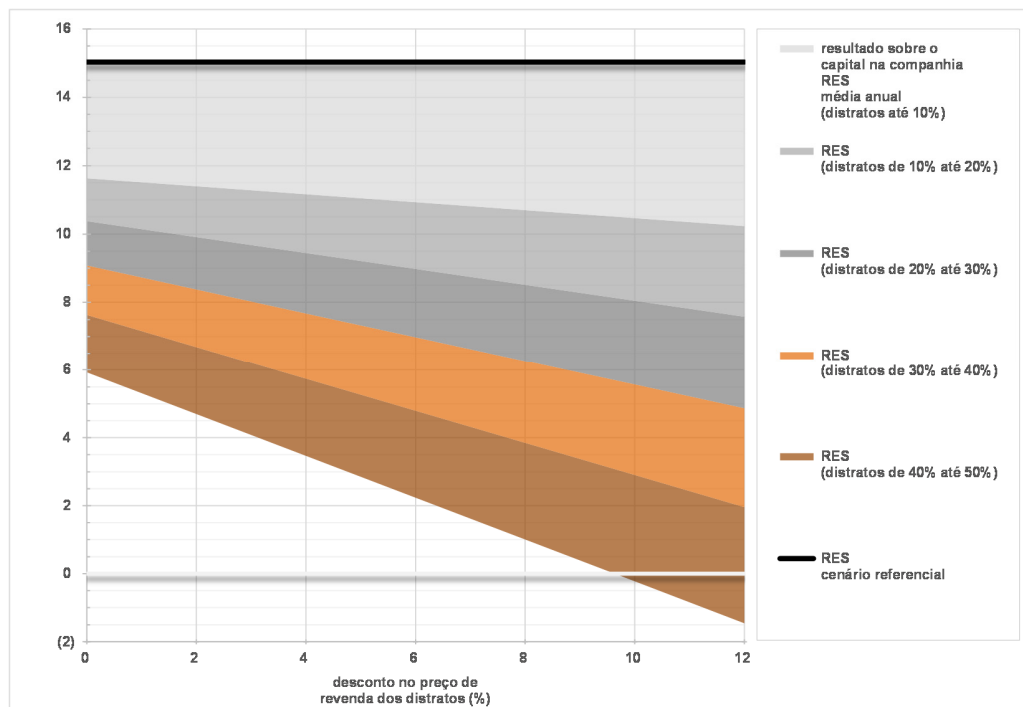


gráfico 4 resultado sobre o capital da companhia, em cenários de comportamentos sob desconto de 12% nos distratos, em diferentes proporções de distratos, fazendo variar o prazo para recolocação das unidades.

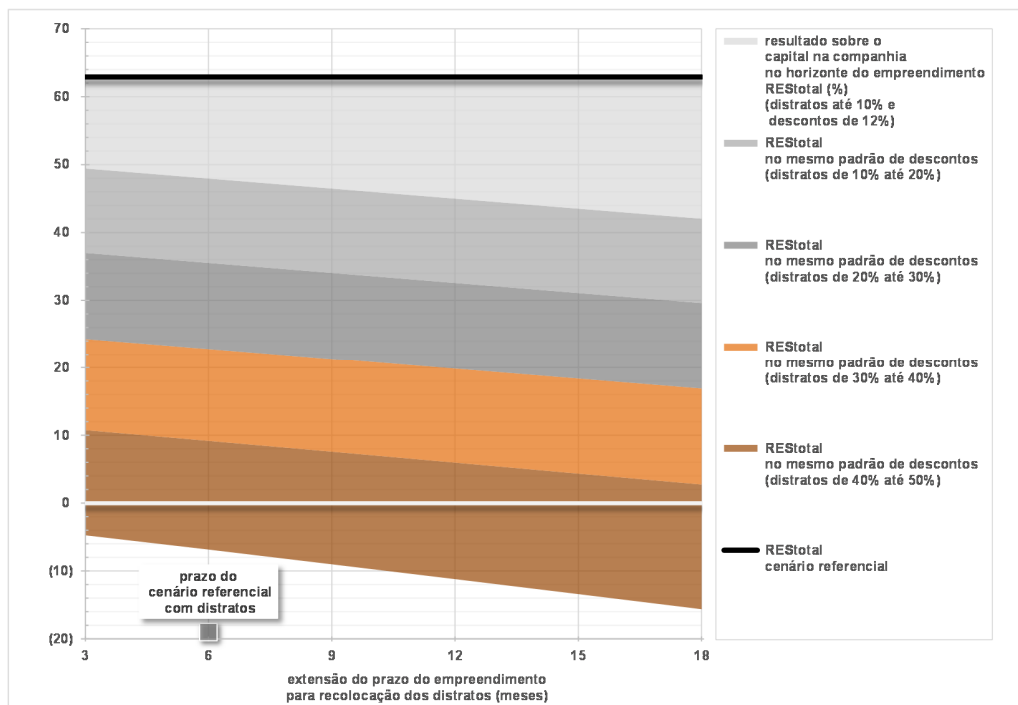
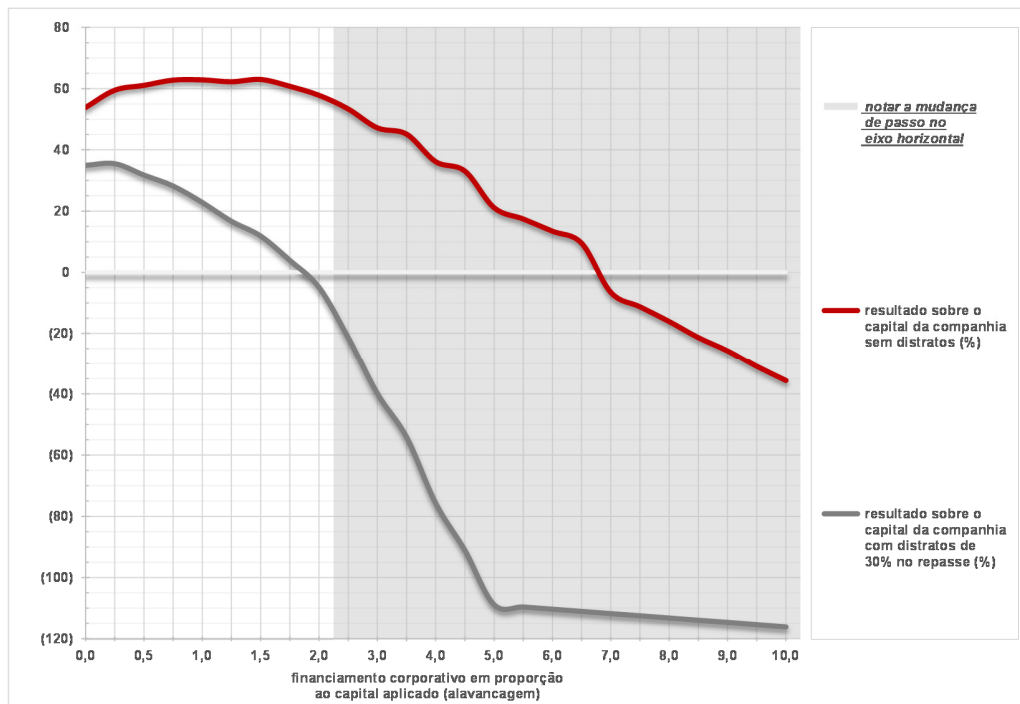


gráfico 5 resultado sobre o capital da companhia, em cenários de comportamentos sob desconto de 12% nos distratos, estes equivalentes a 30% das vendas no lançamento, considerando diferentes proporções de capital próprio para cobrir os investimentos exigidos no ambiente do empreendimento



Nota-se pela imagem do gráfico 5 que alavancagem excessiva via financiamentos corporativos ou parcerias que protegem o investidor, inviabiliza as companhias, a menos de que as taxas de juros da dívida corporativas sejam abaixo do mercado.

Utilizando do protótipo, acima de uma proporção de ~1,8 de crédito corporativo contra o capital da companhia para cobrir o investimento nos empreendimentos a companhia faz prejuízo continuado, quando afetada por distratos nos parâmetros deste cenário.

Essa imagem acende um alerta sobre certas companhias listadas. Este alerta é mais agudo quando se percebe que algumas vêm carregando CGA muito acima do razoável para o volume de produção que mantém. Notamos que nesta exploração protótipo



consideramos que a conta de margem de contribuição no empreendimento para cobertura de CGA é consumida, mas no padrão referencial adequado, equivalente a ~18% das contas de construção (contas iii e iv do quadro 1), entendendo-se, sem cobertura no cenário com distratos (50 meses de contribuição, contra 56 meses de despesas).

Esta questão conjuntural tem passado ao largo, mas é tão grave quanto os distratos para destruir resultados. As empresas que desativam lançamentos, mas não fazem a adequação das suas estruturas de gestão carregam custos (CGA) que não cabem nos resultados dos empreendimentos, servindo a inércia para promover o ajuste como impulsionadora de perdas não evidenciadas no balanço individual dos negócios, já pressionados pelos distratos e pelo custo dos recursos de terceiros rolados além do previsto no planejamento estratégico dos seus empreendimentos.

---

**No site do NRE-POLI postamos a questão:**

As companhias mais pressionadas por dívidas corporativas e pelos distratos têm condição de liquidar suas dívidas sem novos lançamentos, para aí retomar operações em escala muito reduzida, ou tendem a definhar e se auto liquidar?

*Responda sim ou não para "ter condição de liquidar suas dívidas.....escala muito reduzida" e conheça como o mercado vê este tema.*