



Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Dezembro 2015

**OS IMPACTOS DA RETRAÇÃO NOS LANÇAMENTOS DE NOVOS  
EMPREENDIMENTOS NAS EMPRESAS DO REAL ESTATE RESIDENCIAL**

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

A intensificação nos últimos dois anos da redução do volume de lançamentos de novos empreendimentos das principais empresas do real estate residencial brasileiro decorreu principalmente de dois fatores: da formação de estoques de unidades, não comercializadas ou devolvidas (distratos) e, mais recentemente, da percepção do mercado comprador da piora substancial das condições macroeconômicas, que levou a uma forte retração da demanda derivada de uma aguda crise de confiança na economia. Ademais, a contração do crédito imobiliário reforçou a redução do volume de transações nos principais mercados brasileiros.

Neste artigo, discutimos os impactos na retração dos lançamentos das empresas sob três vertentes de análise: [i] – quais os efeitos colaterais para uma empresa que carrega um banco de terrenos sem realizar lançamentos por tempo prolongado?; [ii] – qual o impacto da não diluição de despesas gerais de administração por uma carteira mais ampla de empreendimentos e; [iii] – qual o impacto sobre o retorno do capital investido?

---



## **Impactos no carregamento de terrenos**

O primeiro impacto na composição de um banco terrenos por empresas de real estate residencial é na disponibilidade de recursos em seu sistema de gerenciamento de investimentos. Ao alocar recursos financeiros na aquisição de um lote de terrenos perde-se uma parte da capacidade de investimento da empresa que é utilizada para sustentar os empreendimentos em desenvolvimento, sobretudo nos grandes centros urbanos, onde os preços dos terrenos podem significar de 25 a 30% da receita bruta de vendas dos empreendimentos.

A decisão de investir na compra de terrenos deve estar pautada pela potencial remuneração que a operação no seu todo, aquisição do terreno, estruturação, implantação, comercialização e recebimento do preço do empreendimento residencial, é capaz de oferecer aos recursos aportados no negócio, relativamente às operações financeiras consideradas isentas de risco. No Brasil, as taxas de remuneração líquida das aplicações financeiras indexadas ao CDI, no momento situado no patamar de 12,11% ao ano, nominal, são adotadas pelos investidores como a referência de risco irrisório.

A imersão no risco do investimento em empreendimentos residenciais no Brasil historicamente tem balizado remunerações no patamar de 2,0 a 3,0 x CDI, efetivo líquido. Isto implica que os recursos aportados do negócio, a partir da aquisição do terreno, devem receber remuneração neste patamar, que é compatível com o risco setorial. Este patamar de remuneração (de 15% a 25%, equivalente anual, acima do INCC) normalmente é alcançado dentro de prazos típicos dos negócios do setor residencial, entre a aquisição do terreno e

---



o encaixe do repasse da comercialização das unidades, de 3 a 4 anos.

Deste modo, o investimento na constituição de um banco de terras, com o intuito de desenvolver empreendimentos residenciais tem um “custo de carregamento” para o equity aportado equivalente às taxas de retorno médias dos empreendimentos que a companhia desenvolve, ou seja de 15% a 25% ao ano, acima do INCC! É lícito afirmar que o banco de terrenos “deve” ou “tem uma dívida” com os acionistas da empresa, que custa anualmente de 15 a 25% acima do INCC. “O pagamento desta dívida” exigirá que se concebam empreendimentos a serem desenvolvidos no banco de terrenos de sorte que sejam capazes de produzir renda suficiente para quitação da “dívida”.

### **Impactos nas taxas de retorno dos empreendimentos**

O retardo de lançamentos de novos empreendimentos nos terrenos adquiridos também tem impactos agressivos nas taxas de retorno que os empreendimentos residenciais ofereceriam ao empreendedor dentro dos prazos normais que compreendem o horizonte típico que caracteriza o fluxo de investimento e retorno destes negócios, de 3 a 4 anos.

Por exemplo, a manutenção de um terreno estocado por um ano antes do lançamento de um empreendimento protótipo, considerando os prazos normais de estruturação, construção, repasses e margem de resultado, provoca uma redução na taxa interna de retorno de aproximadamente 5 pontos percentuais; se a taxa alcançada dentro dos padrões de prazos do setor for de 20,4% equivalente anual acima do INCC, este mesmo empreendimento com postergação do lançamento em um ano ofereceria aos investimentos nele aportados uma taxa de retorno de cerca de 15,7% equivalente anual acima do

---



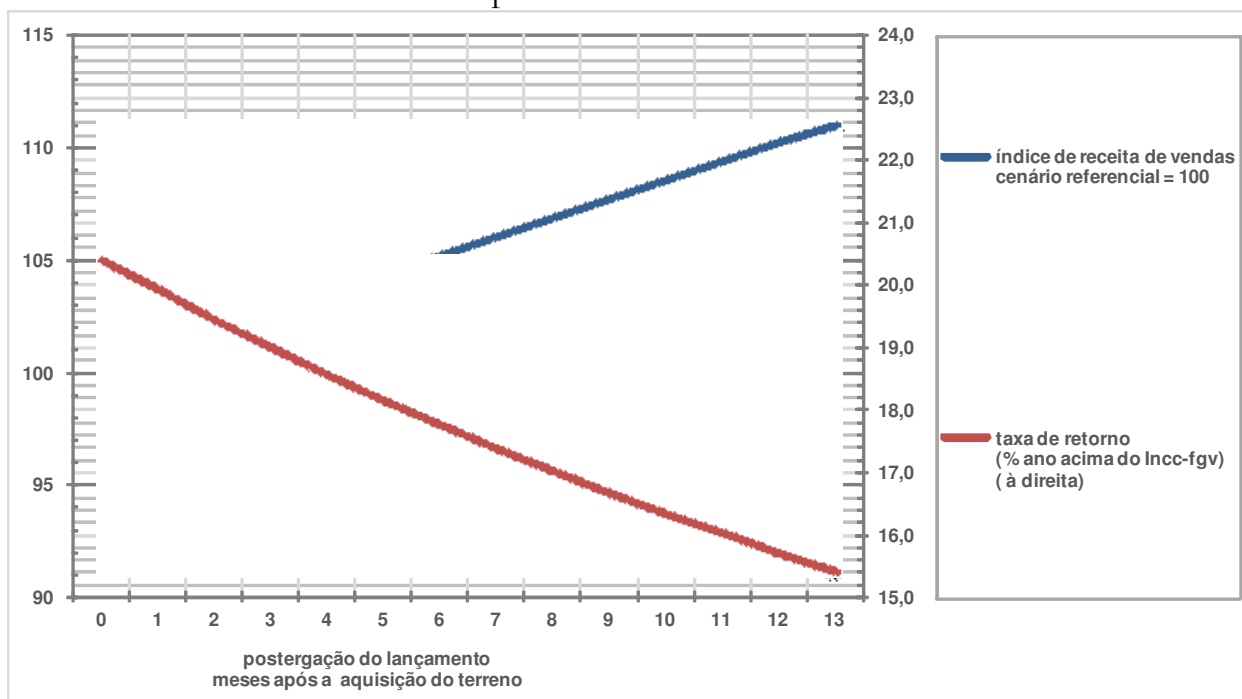
INCC, observe o gráfico 1.

A recomposição da taxa de retorno original de 20,4% equivalente anual acima do INCC, para retardo do lançamento em um ano, exigiria um incremento na receita geral de vendas de 9,75% acima do INCC, veja o gráfico 1.

Para retardo de lançamento de 24 meses a penalização na taxa de retorno é de quase 8 pontos percentuais, no empreendimento protótipo utilizado neste artigo, seria de 12,8% equivalente anual acima do INCC.

Neste horizonte de retardo, a recomposição da taxa de retorno exigiria praticar preços de venda 21,60% superior ao patamar do cenário referencial, sem atrasos no lançamento.

Gráfico 1 – impactos na taxa de retorno





## **Impactos nas despesas gerais de administração**

Um terceiro aspecto que merece análise nesta conjuntura de adiamento de lançamentos pelas empresas é a consequência que esta estratégia gera nas contas gerais da administração (CGA) da companhia.

O pagamento destas contas, que se tratam das contas de administração centralizada e do sistema gerencial da empresa, como contabilidade, secretaria geral e diretorias, e das contas das atividades meio, como jurídico, suprimentos, informática e as demais contas de mesmo teor, se fundamenta na geração de receita dos empreendimentos, eles é que devem pagar as CGA. Na formação do preço de comercialização das unidades a serem lançadas devem estar embutidas margens de contribuição para pagamento das CGA. Normalmente as contribuições dos empreendimentos à empresa são proporcionais ao respectivo volume de produção/custeio.

Se há um equilíbrio entre a dimensão da estrutura da empresa e o número de empreendimentos em carteira (em lançamento ou construção), os recursos financeiros provenientes das margens de contribuição por ele geradas deverão ser suficientes para pagamento das CGA.

Evidentemente que o retardo de lançamentos provoca desequilíbrios nestas contas porque a empresa a priori estará dimensionada para um volume de empreendimentos que foi reduzido, comprimindo a geração das margens de contribuição para pagamento das contas. Tal situação gera déficits no subsistema financeiro de pagamento das contas gerais da administração.

O equacionamento do déficit assenta-se em duas hipóteses: incremento das margens de contribuição dos empreendimentos em giro, ou

---



redimensionamento da estrutura organizacional.

No primeiro caso, na maior parte das vezes, provocará perda de resultado dos empreendimentos porque as margens de contribuição à empresa foram majoradas. De outro lado, quando for possível repassar para os preços de comercialização o incremento nas margens de contribuição se acentuará o risco de perda de competitividade dos empreendimentos.

A hipótese mais óbvia, a mais adotada pelas empresas em momentos de crise, tem impactos esatrégicos bastante sérios. Com o redimensionamento da estrutura para atender a um patamar menor de produção perde-se cultura e conhecimento organizacional, o que no setor do real estate residencial e da construção civil como um todo sempre envolve o longo prazo para se consolidar no seio das empresas.

---