

# 19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil  
25 a 27 de Setembro de 2019



## Seleção de empreendimentos imobiliários residenciais: Semelhanças e diferenças na análise de investidores e empreendedores no mercado goiano

Credson Batista<sup>1</sup>, Eliane Monetti<sup>2</sup>, Marcio Belluomini Moraes<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Escola de Engenharia Civil e Ambiental da Universidade Federal de Goiás; Av. Universitária, n 1488, St. Universitário, CEP 74605-220, Goiânia, Goiás, Brasil; credsonbatista@gmail.com.

<sup>2</sup> Profa. Dra. do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; eliane.monetti@poli.usp.br

<sup>3</sup> Prof. Me. Escola de Engenharia Civil e Ambiental da Universidade Federal de Goiás; mbelluomini@uol.com.br

### RESUMO

A análise e seleção de empreendimentos imobiliários são atividades diretamente ligadas a composição das carteiras de empreendedores e investidores. Portanto, possuem uma conexão intrínseca com sucesso das empresas no setor, haja vista que essa decisão norteará grande parte das definições posteriores. Levando em consideração a relevância dessas atividades esse artigo se propôs a avaliar a maneira como os empreendedores e investidores do mercado goiano analisam e tomam as suas decisões relativas à aceitação de um empreendimento imobiliário, seja quanto a qualidade do instrumental empregado, seja quanto aos indicadores avaliados.

Por meio da aplicação de estudo de casos múltiplos foi realizado um breve levantamento das características dos decisores responsáveis pela escolha de novos projetos dentro das empresas avaliadas. Posteriormente mergulhou-se na discussão sobre quais são as informações utilizadas para a decisão, como são elaboradas e como são analisadas. Aproveitou-se esse momento para verificar a homogeneidade do comportamento de empreendedores e investidores e entender a sinergia estabelecida entre os dois grupos. Após esta investigação foi possível identificar pontos onde esses comportamentos divergem, como na profundidade das análises realizadas por cada grupo, no perfil das equipes decisoras, no ferramental empregado, nos indicadores analisados e na percepção do risco imobiliário. Também foi possível analisar as situações que favorecem ou não o estabelecimento dessa parceria e perceber que ainda existem pontos de atrito. Ficou explícito, por fim, que o mercado se encontra em evolução e num processo de amadurecimento realizando análises mais consistentes e detalhadas, separando de maneira mais clara os papéis a serem desempenhados e, principalmente, aumentando a qualidade das premissas empregadas.

Após essa explanação conclui-se que este trabalho serve como um diagnóstico da forma como os empreendimentos são selecionados dentro mercado imobiliário goiano, sob a ótica do estabelecimento de parcerias para funding.

**Palavras-chave:** Seleção de empreendimentos, investidores, empreendedores, *funding*, Goiás.

# 19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil  
25 a 27 de Setembro de 2019



## Residential Real Estate business selection: similarities and differences between developers and Investors in the Market in Goiás

### ABSTRACT

This article aims to analyze the way in which developers and investors from Goiás assess and take their decisions concerning the approval in real estate ventures; regarding the quality of the instrumental and also the indicators evaluated.

Applying the methodology of multiple case study, it was made a short survey of the characteristics of the decision-makers responsible for the choice of the new projects in the interviewed companies. Subsequently it delved in the discussion about which informations are used to make the decision and how these are drawn up and analyzed. During this moment it was also verified the homogeneity in the behavior of the entrepreneurs and investors to understand the synergy established between the two groups. After this investigation, it was possible to identify the points where these behaviors diverge; for example, in the depth of the analyses made by each group, in the profile of the decision-teams, in the tools used, in the indicators they applied and in the perception of the real estate risk. Also, it was identified situations that favor or do not favor the establishment of this partnership and seen that frictions points still exist. Finally, it was made clear that the market is in evolution and in a maturing process, making the analysis more consistent and detailed, separating in a clearer way the function of each player and improving the quality of the assumptions.

In conclusion, this paper aims to serve as a diagnostic about the way in which ventures are chosen in the “*goiano*” market, under the funding perspective.

**Key-words:** Real Estate, Funding, developers, investors, Goiás.

## 1. INTRODUÇÃO

A construção civil figura como uma das atividades econômicas mais importantes para o país. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2018) a indústria da construção foi responsável por um incremento anual bruto de 5,5% ao Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, considerando os últimos 15 anos da série. Essa relevância fez com que o segmento atraísse diversos empreendedores e investidores em busca da multiplicação de seu capital.

É necessário, todavia, ter em mente que “Empreender em *real estate* obriga a decisões que comprometem grande capacidade de investimento para fazer empreendimentos sem flexibilidades, cujos resultados serão alcançados em um prazo muito longo em relação ao momento da decisão” (ROCHA LIMA JR; MONETTI; ALENCAR, 2011, p. 1). Esta colocação dos autores sintetiza, de maneira breve, as principais características dos investimentos em *real estate*: baixa liquidez, longos horizontes para a obtenção do retorno do investimento, grande demanda por recursos e, conseqüentemente, altas possibilidades de desvios com relação ao momento do planejamento. É fundamental que os *players* do segmento compreendam essa situação para que possam estar cientes do ciclo necessário para o ganho de capital, bem como dos riscos decorrentes de sua decisão de investimento.

Em função desse perfil inerente ao setor e a necessidade de remuneração dos *players* em padrões que correspondam com as suas expectativas, como discutido por Camargo (2015, p. 1-3) em seu trabalho, as análises para a tomada de decisão ganham uma importância ímpar.

Diante deste contexto é pertinente abordar o conceito de Análise da Qualidade do Investimento (AQI). Segundo Rocha Lima Jr., Monetti e Alencar (2011, p.40) para que o empreendedor seja capaz avaliar de maneira crítica a qualidade do investimento em um empreendimento é necessário que realize um estudo que contenha indicadores da capacidade de fazer, dos resultados esperados, da segurança e dos riscos inerentes.

Nesse momento também se faz necessário uma breve discussão a respeito dos grupos avaliados no presente artigo.

Segundo dados da Associação de Empresas do Mercado Imobiliário de Goiás (Ademi-GO, 2018) nos últimos 5 anos foram lançados 10,7 bilhões de VGV na região metropolitana de Goiânia. Os empreendimentos residenciais foram responsáveis por 89% desse montante. Em função dessa expressividade optou-se por analisar este segmento, avaliando as Incorporadoras e Loteadoras da região. Estes dois conjuntos foram denominados empreendedores no decorrer desta pesquisa.

Tendo como base o Guia CVM do Investidor (2015), em 2009 ao entrar em vigência a Instrução CVM nº 472/08, que regula as atividades dos Fundos Investimento Imobiliários (FII), existiam 83 FII em operação e somavam um patrimônio líquido de R\$ 4,5 bilhões. Em 2015, esse número subiu para 260 FII registrados, com um patrimônio líquido que superava R\$ 60 bilhões. Devido a esta ascensão no mercado imobiliário a categoria de investidores foi composta por gestoras de recursos que administram fundos de investimentos cujo os recursos estejam, integralmente ou parcialmente, aplicados no segmento imobiliário residencial.

Frente ao exposto, o presente artigo tem como objetivo avaliar, de forma genérica, o comportamento dos empreendedores e investidores quanto a seleção do seu portfólio de

empreendimentos imobiliários residenciais, de forma que se possa: (i) compreender quais indicadores financeiro-econômicos são empregados para o balizamento das oportunidades, (ii) tomar ciência da forma como cada empresa percebe e analisa os riscos inerentes do mercado imobiliário, focando, em um segundo momento, nas medidas de proteção adotadas como consequência desta análise; (iii) captar, de maneira qualitativa, o nível de subjetividade presente nas análises de cada grupo. Adicionalmente, em função da configuração adotada para a formação da categoria “empreendedor”, realizou-se um comparativo entre os dois subgrupos estudados. Buscou-se, com as discussões apresentadas, contribuir com a sinergia dos mercados imobiliários e financeiro.

É válido ressaltar, por fim, que o acompanhamento das análises de viabilidade durante a implantação dos empreendimentos não integra o escopo deste estudo. Portanto, não compete a esse estudo discussões aprofundadas sobre o desenvolvimento do empreendimento, segmentação de mercado, estratégias de marketing e outros itens ligados a implantação do produto.

## **2. UMA DISCUSSÃO SOBRE O MERCADO IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL E SEUS PLAYERS**

Segundo Rocha Lima Jr., Monetti e Alencar (2011) os empreendimentos imobiliários são aqueles em que o foco do empreendedor é produzir para vender, sendo o exemplo mais corrente no Brasil os edifícios de apartamentos residenciais. Dentro do mercado imobiliário um dos segmentos mais proeminentes é o residencial, sendo composto pelos condomínios verticais (citados anteriormente), condomínios horizontais e loteamentos urbanos ou rurais (que podem ser abertos ou fechados). A partir deste ponto tratou-se, aqui, apenas dos condomínios residenciais e loteamentos urbanos.

Desta forma, este momento torna-se oportuno para a distinção entre empresas incorporadoras e loteadoras. A Lei nº 4.591/64, que rege incorporações, define em seu Artº 28 que “incorporação imobiliária [é] a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas”. Os parcelamentos do solo, por sua vez, são caracterizados pela “subdivisão de gleba em lotes destinados a edificação, com abertura de novas vias de circulação, de logradouros públicos ou prolongamento, modificação ou ampliação de vias existentes” conforme redação da Lei nº 6.766/79. Loteadoras tem, dessa maneira, frações de terreno como seu produto enquanto incorporadoras entregam frações ideais de edificações como resultado de sua atividade.

As operações definidas previamente guardam, todavia, uma semelhança intrínseca: a necessidade de *funding* para viabilizar sua implantação. Apesar desses recursos poderem ser oriundos exclusivamente dos próprios empreendedores essa opção não é comumente implantada, seja por limitações financeiras, seja pelo anseio da melhoria dos indicadores ou ainda por medidas de segmentação do risco. Assim, normalmente, são utilizadas estruturas compostas por uma ou mais opções de *funding* no financiamento do empreendimento.

Dentre as possíveis origens dos recursos encontram-se as instituições financeiras, o mercado financeiro, os investidores pessoas físicas e os *Family friends*.

As instituições financeiras por terem uma atuação bem específica e padronizada fogem do escopo da discussão aqui estabelecida, uma vez que não entram no risco do empreendimento diretamente e não atuam como investidores.

O mercado de capitais utiliza, normalmente, os FII como veículo para seus investimentos. A instrução CVM nº 472/2008 define em seu Art. 2º que os Fundos de Investimento Imobiliário são uma “comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.” Esses condomínios de recursos podem ser fechados ou abertos, quanto a captação/resgate de recursos, possuir tempo de duração determinado ou indeterminado, e ainda ter as regras mais diversas para distribuição de dividendos e para outras características.

Sendo um FII constituído por um aglomerado de recursos de investidores diversos se faz necessário a figura de um titular responsável pelo funcionamento e pela manutenção do fundo, esse papel é exercido pelas gestoras conforme estabelecido no Art. 28 da instrução da CVM nº 472. As gestoras dos fundos são, portanto, as intuições responsáveis por administrar a carteira de investimentos, pela tomada de decisões, gestão dos ativos e demais atividades administrativas. É válido destacar aqui, que devido a configuração dos fundos de investimentos, os cotistas tornam-se reféns das decisões dos administradores. Assim, apesar de ser o titular do capital a sua voz é passiva no momento de escolha de um empreendimento. Essa configuração apenas aumenta a relevância das escolhas efetuadas pelas gestoras e a importância de suas AQI.

Em uma posição diametralmente oposta a esta estão as pessoas físicas e os Family friends, haja vista que são os responsáveis por efetivamente tomarem a decisão sobre onde alocar seus recursos. O primeiro grupo, todavia, apesar de ter voz ativa em seus investimentos, inclusive na definição dos mecanismos de proteção de risco a serem adotados, costuma ser passivo em suas AQI. Isso se deve ao fato de possuírem pouco conhecimento imobiliário e/ou experiência para realizar uma análise crítica das informações apresentadas pelo empreendedor. Dessa forma, assumem um papel muito semelhante ao do permutante, onde aportam os recursos (análogo ao terreno) e recebem unidades prontas como restituição e remuneração do capital, se tornando reféns dos empreendedores.

Os Family Friends, por sua vez, encaram o mercado imobiliário de uma maneira muito mais profissional. De maneira genérica, participam dos empreendimentos por meio de Sociedades de Conta em Participação (SCP) ou Sociedades de Propósito Específico (SPE). Portanto, costumam empregar rotinas próprias para a elaboração de suas AQI e tomada de decisão.

Apesar das considerações acerca do processo de decisão, expostas a seguir, servirem para uma autocrítica dos investidores de forma genérica, estas aproximam-se muito mais da realidade dos fundos, gestoras e Family friends. Por essa razão, a partir desse ponto todas as discussões acerca dos investidores farão referência a esses segmentos, de maneira ímpar aqueles ligados ao mercado financeiro.

Uma vez introduzidos os agentes envolvidos nesta dissertação faz-se necessário uma breve leitura sobre a seleção de empreendimentos.

## **2.1. A Seleção de Empreendimentos e suas Particularidades**

Para tratar da seleção de empreendimentos imobiliários é necessário primeiramente discorrer sobre as Análises de Qualidade dos Investimentos. Rocha Lima Jr., Monetti e Alencar (2011) defendem que quando se trata da AQI, o que se avalia sempre é, do ângulo financeiro-econômico, como se comporta o empreendimento, tendo como base a massa de investimentos requerida, na geração do retorno e do resultado. O autor Rocha Lima Jr. (1990) reforça a necessidade desse estudo ao

defender que sempre que os indivíduos encarregados de decidir o fazem sem terem, com a devida qualidade, informações sobre o negócio entram em um processo de decisão fundamentado apenas na intuição. A seleção de um empreendimento deve ser consequência, portanto, de indicadores que posicionam-o na economia. Desta forma é importante deixar explícito a distinção entre indicadores e parâmetros.

Para Fernandes (2004) indicador é o agente tradutor da informação, democratizando o acesso às informações por todos os interessados, de maneira única e universal. Os indicadores podem, portanto, ser de origem econômica, financeira, socioeconômica, entre outras. Podem, ainda, ser de ordem qualitativa ou quantitativa.

Parâmetro, por sua vez, é um valor e/ou informação acerca de um indicador ou característica que, devido as experiências e situações passadas, é considerado, pelo decisor, como um indicativo de uma tendência comportamental do empreendimento. Traduzindo, é onde o decisor baliza a sua tomada de decisão. Um exemplo desta situação é veicular a aceitação de um empreendimento a TIR de 30% a.a. ou ainda a uma determinada localização geográfica do terreno.

É válido, ainda, ressaltar que a AQI se trata, na verdade, de uma previsão do comportamento de um empreendimento. É uma previsão justamente por ser baseada em uma série de premissas, que podem ou não se traduzir em realidade. Essas previsões são oriundas das incertezas que envolvem o projeto em sua fase inicial, como debatido por Navarro em sua dissertação (2007, p. 31), resultantes da falta de informação concretas. Fica evidente, portanto, a existência de riscos inerentes ao empreendimento.

O *Project Management Institute* (PMI) define risco como “evento ou condição incerta que, se ocorrer, terá um efeito positivo ou negativo sobre pelo menos um objetivo do projeto, como tempo, resultado, custo, âmbito ou qualidade” (FAHRENKROG *et al.*, 2004, p. 238). Essa ideia é também defendida pela *British Standard BS 6079-1:2000* ao tratar risco com uma combinação de ameaças e oportunidades, cuja a ocorrência é incerta. Todavia, para a tomada de decisão não interessa a possibilidade de melhora dos resultados, haja vista que seria imprudente apostar em um empreendimento baseado na possibilidade de melhoria do cenário base projetado. Desta maneira, risco foi encarado como todo evento, cuja a probabilidade de ocorrência é desconhecida, que leva a quebra de desempenho de um empreendimento, não sendo possível ainda verificar previamente o verdadeiro impacto desse desvio.

Torna-se essencial, dessa forma, a contextualização da Análise de riscos. Os autores Monetti e Rocha Lima Jr. (1996) defendem que a análise de riscos tem como objetivo:

“reconhecer o comportamento dos indicadores de qualidade do empreendimento quando a realidade se afastar das condições originalmente esperadas, identificando a capacidade do empreendimento em sustentar resultados sob condições de desvio nas premissas que compuseram o cenário de análise” (MONETTI; ROCHA LIMA JR., 1996, p. 2).

De posse dessa avaliação o decisor é capaz de ser mais preciso e efetivo em suas ações, dirigindo sua atenção aos possíveis desvios que incorrerão em maiores distorções em relação ao cenário referencial. Essa possibilidade de quebra da qualidade esperada do empreendimento faz com que a observância dos possíveis riscos e a tomada de ações preventivas interfiram diretamente na

efetivação da escolha de um empreendimento. Portanto, a AQI e a análise de riscos, combinadas, são os instrumentos para que os decisores realizem sua entrada no mercado imobiliário residencial.

### 3. METODOLOGIA

A discussão aqui prospota foi pautada nos resultados obtidos pelo emprego de estudos de casos múltiplos, discutidos sob a luz de uma revisão bibliográfica acerca da seleção de empreendimentos e tomada de decisões por empresas. A opção por essa metodologia se pautou nas palavras de Yin, segundo o qual “os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo ‘como’ e ‘por que’” (2001, p. 9). Estes questionamentos são fundamentais para o entendimento e a compreensão dos processos das empresas, objetivo do presente estudo. A opção pelos estudos de casos múltiplos em detrimento do estudo de caso simples foi justificada pelas palavras de Zainal (2007) que diz que os estudos de casos múltiplos devem ser adotados quando o evento possui diversas fontes e podem ser replicados logicamente em uma amostra. Além disso, a avaliação de diversas ocorrências ajudou a elevar o nível de confiança e robustez do método.

Além do exposto foi necessário adotar uma metodologia capaz de analisar fenômenos cotidianos sem interferir em sua ocorrência. Zainal (2007) defende que o método do estudo de caso permite que o pesquisador (i) examine, com proximidade, dados em um contexto específico; (ii) explore e investigue um fenômeno contemporâneo na vida real por meio de uma análise detalhada de um número de eventos e condições limitadas. Johansson (2003) defende que a característica mais importante do estudo de caso é combinar diferentes métodos com o intuito de compreender um caso sob diferentes pontos de vista. Devido a essa liberdade o optou-se pelo emprego de entrevistas presenciais como fonte primária de dados. Ao aplicar pessoalmente estes questionários buscou-se mitigar problemas de interpretação e outros desvios no preenchimento dos formulários. Quando encontros pessoais não foram possíveis utilizou-se vídeo conferências para a efetivação da pesquisa.

Para a padronização das entrevistas foram elaborados 2 (dois) formulários, a fim de não negligenciar as peculiaridades de cada segmento e coletar dados que estejam o mais próximo possível da realidade de cada entrevistado. Apesar dessa distinção o escopo em análise foi mantido inalterado, conforme apresentado na tabela 1.

Tabela 1: Estruturação dos questionários

Etapa	Abordagem	Itens analisados
1	Informações do entrevistado: Experiência no segmento, Formação acadêmica e Papel nas decisões.	Avaliar a qualidade dos decisores e Identificar o processo decisório.
2	Panorãma da empresa: Segmento de atuação e Procedimento para avaliação de empreendimentos.	
3	Definição de premissas, Formatação da AQI, Indicadores e Parâmetros aplicados para a tomada de decisão.	Comparativo entre as análises e tomada de decisão dos grupos.
4	Percepção e Análise de Risco.	Grau de exposição aos riscos e subjetividade das análises.
5	Percepção do entrevistado sobre o grupo oposto.	Discutir a sinergia dos grupos avaliados.

Johansson (2003) defende que a possibilidade de agir com base em um repertório de *cases*, profissionais ou pessoais, é parte integrante do estudo de caso. Dessa forma, utilizou-se a bibliografia e relatos de profissionais do ramo para elaborar a primeira versão dos questionários. A efetividade destes foi testada aplicando-os previamente a uma empresa modelo. As informações

coletadas serviram de insumo para as adequações necessárias e para solidificar a rotina a ser seguida na aplicação dos formulários.

Os questionários foram compostos prioritariamente por perguntas abertas. Essa escolha foi motivada pelo anseio de minimizar a influência do entrevistador nas respostas das coletadas. Perguntas de múltipla escolha foram adotadas apenas nos casos em que os resultados esperados eram constituídos por diversos pontos e/ou apresentavam alto grau de uniformidade, a fim de evitar que algum item importante fosse negligenciado e dar maior agilidade às entrevistas. Todavia, nesses casos foi disponibilizado ao final uma opção para que os entrevistados exercessem livremente o direito de expressar sua opinião.

Para a seleção da amostra foram aplicados os critérios expostos na tabela 2.

Tabela 2: Critérios para definição das empresas entrevistadas

<b>Critérios</b>	<b>Restrição Aplicada</b>	<b>Justificativa</b>
<b>Geográfico</b>	Atuação na região metropolitana de Goiânia, seja por meio de sua sede ou ainda pelo histórico de projetos desenvolvidos.	Estudo de caráter regional
<b>Histórico de empreendimentos</b>	Foco na prospecção de empreendedores e gestores com um histórico de empreendimentos desenvolvidos em conjunto.	Analisar um mesmo objeto por diferentes pontos de vista e diminuir o número de variáveis que possam perturbar os resultados do estudo.
<b>Representantes das Empresas</b>	Colaboradores responsáveis diretamente pela avaliação e seleção de empreendimentos imobiliários residenciais.	Aprofundar nas discussões técnicas presentes no formulário.

Após o final das entrevistas as respostas coletadas foram descaracterizadas e fragmentadas, a fim de preservar a confidencialidade dos dados e uniformizar as informações. Em um segundo momento, reagrupou-se as informações em 2 (duas) categorias distintas: empreendedores e investidores. A coletânea de dados dos empreendedores foi ainda subdividida em incorporadores e loteadores, possibilitando a realização da análise secundária. Ao final esses pares foram confrontados entre si. As semelhanças e diferenças entre as análises de cada *player* foram registradas para que possam ser discutidas posteriormente, sob a luz bibliografia levantada.

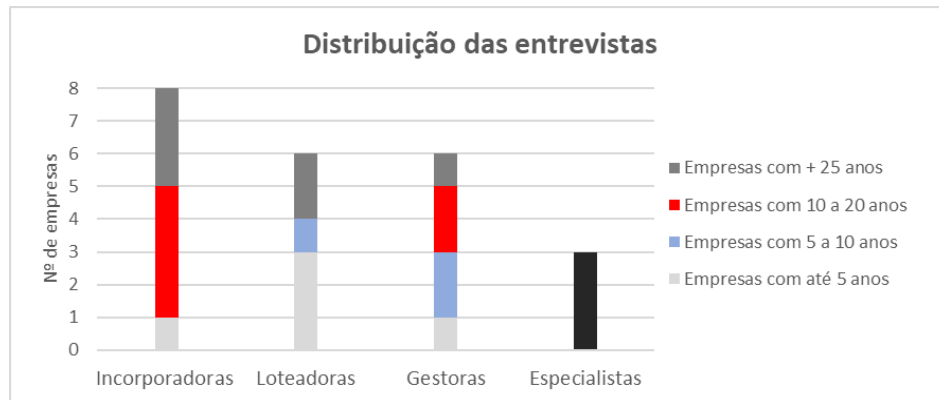
## 4. RESULTADOS

### 4.1. Perfil dos Entrevistados

Para a coleta de dados foram realizadas 24 entrevistas, distribuídas conforme a figura 1 nos grupos de incorporadoras, loteadoras, gestoras e especialistas do mercado. Esse último conjunto é composto por profissionais que atuaram durante diversos anos no desenvolvimento de produtos imobiliários e hoje estão a frente do segmento de operações imobiliários de gestoras do mercado financeiro. As conversas com esse grupo tiveram como enfoque principal o teste/discussão de hipóteses e conclusões que são apresentadas e discutidas no final desse artigo.

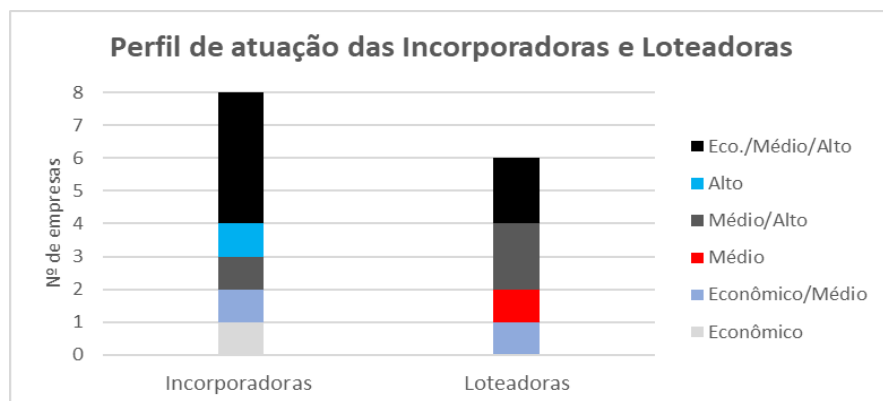
*Figura 1: Distribuição das entrevistas*





Com relação a homogeneidade da amostra é possível segmentar as incorporadoras e loteadoras segundo sua atuação no mercado, conforme a figura 2. Destaca-se que no grupo das incorporadoras uma das entrevistas foi retirada das discussões a respeito da formatação da AQI e análises de risco, uma vez que no seu segmento de atuação não há a captação de recursos do mercado financeiro. O questionário dessa companhia serviu, porém, para reforçar os dados sobre a tomada de decisão dos empreendedores.

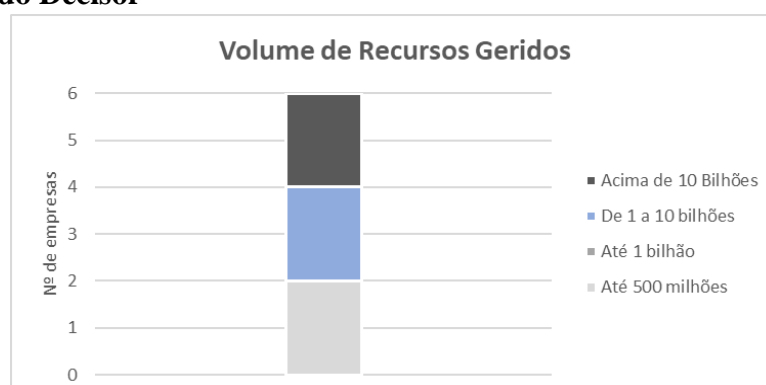
*Figura 2: Perfil das Incorporadoras e Loteadoras*



A amostragem de gestoras, exposta na Figura 3, apresentou uma maior dispersão, uma vez que as entrevistadas possuem teses de investimentos significativamente distintas. Compartilham como característica comum, todavia, o fato de estarem a frente de fundos de imobiliários com foco em empreendimentos residenciais, especificamente incorporações e parcelamentos.

*Figura 3: Segmentação das Gestoras de acordo com os Recursos geridos*

#### 4.2. Qualidade do Decisor



Foi possível identificar que esse segmento carece de cursos formais capazes de preparar profissionais especificamente para liderar empresas do setor. Do lado dos empreendedores, o mercado é guiado predominantemente por engenheiros civis de formação que, comumente, possuem alguma pós-graduação genérica na área de negócios. Esses profissionais, porém, atribuem seus conhecimentos mais relevantes as experiências do dia-a-dia bem como aos ensinamentos de seus antecessores. É pertinente destacar que em uma análise minuciosa é possível perceber que o subgrupo dos loteadores é composto por uma parcela significativa de decisores sem formação superior completa ou ainda com formações diversas, não relacionadas a engenharia.

As equipes dos investidores, por sua vez, são constituídas por profissionais com um maior grau de formação. Genericamente são oriundos de cursos ligados a áreas de exatas, com destaque para as engenharias em geral e não apenas a engenharia civil. No que tange as especializações, seguem a mesma lógica apresentada anteriormente, estando conectadas a área de negócios, mas com uma tendência a estar relacionadas ao mercado financeiro.

### **4.3. Análise da Qualidade do Investimento**

No que tange as análises de viabilidade empreendedores e investidores possuem parâmetros de qualificação inicial bastante similares. São avaliadas as características socioeconômicas da área, visando confirmar se está inserida em regiões estratégicas para as companhias. Em um segundo momento é avaliado se o terreno possui dimensões ideais para oferecer um VGV potencial mínimo que justifique a imobilização do capital da empresa. Para os fundos, todavia, existe ainda um critério inicial relevante para o prosseguimento das análises: a idoneidade do parceiro desenvolvedor do empreendimento.

#### **4.3.1. Instrumental**

No que tange o instrumento empregado nas AQI novamente é observada uma discrepância entre os subgrupos dos empreendedores. Incorporadores optam, de maneira uniforme, pelo software Viabil. Isso ocorre por duas razões: (i) padronização dos resultados e (ii) maior confiança dos gestores nos valores produzidos. A primeira é importante para possibilitar a avaliação de um mesmo projeto por empresas distintas, já que a formação de alianças é recorrente em Goiânia. Já a segunda existe porque há uma grande preocupação dos decisores em minimizar erros na tomada da decisão. Os incorporadores acreditam que a grande maleabilidade das planilhas as tornam extremamente sujeitas a erros humanos e por isso preferem ferramentas mais engessadas.

As loteadoras, por sua vez, preferem o emprego das planilhas justamente por sua liberdade de modelagem. O fato de não existir uma linha de financiamento para a execução de suas obras faz com que recorrentemente esse desembolso seja suportado por terceiros. Essas fontes de recursos nem sempre seguem a mesma formatação, seja quanto a captação, a remuneração ou os prazos estipulados. Por exemplo, em um mesmo loteamento o *funding* pode ser composto por recursos oriundos de *Family Friends*, que serão pagos com um percentual de carteira, adiantamentos de CRI's, que serão garantidos pelas futuras vendas, e ainda mútuo realizado com algum fundo de investimento, cujos juros são pagos mensalmente e o montante amortizado após a entrega do empreendimento. Adicionalmente, no desenvolvimento de um loteamento, além do negócio imobiliário, existe um negócio financeiro diretamente associado à sua carteira, uma vez que os empreendedores geralmente financiam seus clientes. Dessa maneira, buscam uma ferramenta capaz de fornecer avaliar o retorno obtido sobre carteira e suas possíveis variações de formato.

As gestoras comumente empregam planilhas próprias a fim de obterem mais flexibilidade em suas análises e principalmente maior liberdade na composição de seus cenários e análises de sensibilidade. A justificativa para essa escolha é o fato de avaliarem diversos empreendimentos com diferentes configurações, parceiros, participações e ainda, em muitos casos, de diferentes segmentos do mercado de *Real Estate*. Complementarmete, necessitam implantar parâmetros próprios, ligados ao mercado financeiro, que em muitos casos não fazem parte do dia a dia do segmento de desenvolvimento e conseqüentemente dos softwares do mercado.

#### 4.3.2. Premissas

Para a elaboração de suas premissas os empreendedores empregam um processo iterativo. Primeiramente utilizam sua experiência pessoal para definir os valores iniciais de cada variável. Esses índices são mantidos e replicados até o momento no qual, durante a implantação de um empreendimento, culminem em resultados consideravelmente distantes da realidade. Neste momento esses números são reanalisados e firmado um novo padrão. Essa tendência é quebrada, normalmente, em duas ocasiões. A primeira é quando o empreendedor também constrói; nesse caso ele aplica índices de obras passadas estipular o custo de um novo projeto. A segunda diz respeito a definição do preço de venda. Foi identificado que para essa premissa existe uma tendência do mercado de buscar auxílio das imobiliárias para a elaboração dessa estimativa. Por fim, em uma parcela pequena dos empreendedores foi possível identificar empresas que, contrariando a tendência amostral, buscam refinar suas premissas por meio de pesquisas ininterruptas de mercado e *Benchmarking*.

No que tange as gestoras não existe um processo de desenvolvimento de premissas generalizado. Essas normalmente são coletadas junto aos empreendedores, averiguadas e validadas para serem imputadas no modelo dos fundos.

Nesse ponto é válido discutir o detalhamento das AQI apresentadas pelos empreendedores. Frequentemente, por não possuírem o pleno domínio das variáveis envolvidas no empreendimento, acabam por empregar verbas para cobrir os possíveis gastos. Assim, os números apresentados aos investidores muitas vezes não estão descritos de maneira suficiente que possibilite as validações consistentes dos fundos.

É importante ressaltar que apesar das semelhanças nas premissas utilizadas foi possível observar que, de maneira geral, os gestores adotam uma curva de vendas mais conservadora, considerando um estoque pós entrega de chaves, e ainda aplicam taxas de inadimplência e distrato, normalmente ignoradas pelos empreendedores.

#### 4.4. Análise dos Resultados

Como destacado anteriormente, pela ferramenta utilizada, os *players* tendem a olhar sob óticas distintas as simulações dos empreendimentos. Gestores são focados em análises a valor presente, uma vez que estão inseridos no contexto de um mercado financeiro. Na outra ponta, existe entre os empreendedores uma parcela significativa que analisa os resultados de seus negócios a Valor Nominal ou ainda tomam esses dados como informações importantes para reforçar sua decisão. Os indicadores nominais observados, normalmente, são lucro e exposição máxima. Apesar desse comportamento ser predominante no subgrupo que atua com parcelamentos foram identificados alguns incorporadores que utilizam essas informações como suporte para suas escolhas.

Também, foi observado que para a composição dos indicadores a VP gestores tendem a utilizar uma taxa de desconto composta por um índice inflacionário incrementado de uma taxa fixa e predefinida. Por outro lado, empreendedores normalmente aplicam uma taxa padrão fixa difundida no meio dos empreendedores. A justificativa para esse comportamento é a conexão do primeiro grupo com o mercado financeiro. Por outro lado, os empreendedores adotam essa postura a fim de possibilitar o comparativo entre seus projetos.

Apesar de existirem diversos indicadores a serem avaliados em um empreendimento, no momento da tomada de decisão pelas empresas, um deles costuma se sobressair sobre os demais. De forma ampla, a aprovação de um projeto ocorre em cima de um único indicador ou de um par de indicadores.

No que tange a análise em si, os empreendedores e os investidores compartilham a Taxa Interna de Retorno (TIR) como um indicador relevante para sua decisão. Para os gestores de fundos esse indicador figura juntamente com o Múltiplo do Investimento (MOI), dado pela relação lucro/investimento, como os principais pontos para a tomada de sua decisão. A ordem de relevância varia de instituição para instituição e conforme o enfoque do fundo, a depender se sua promessa de retornos é baseada em TIR ou MOI. Foi identificado agentes que utilizam o MOI a Valor Presente (PV) e outros que aplicam esse indicador a Valores Nominais.

Para os incorporadores aquele indicador tende a ser secundário em detrimento da lucratividade a PV, Lucro/Receita, que é comumente tido como o fator definidor da entrada ou não no negócio. Os entrevistados argumentaram que a TIR, apesar de ser capaz de permitir a avaliação do comportamento do dinheiro no tempo, não indica o volume de recursos correspondente ao retorno do negócio. Isso se deve ao fato de que em um empreendimento muito alavancado, como uma incorporação com recursos de terceiros, resultados de baixa magnitude podem resultar em TIR elevadas. A lucratividade PV, por sua vez, é capaz de traduzir quanto da receita do empreendimento corresponde efetivamente ao lucro do negócio, já levando em consideração a deflação monetária.

Os loteadores consideram que a exposição máxima nominal possui, normalmente, a mesma relevância para a sua decisão que a TIR. As respostas registradas apontam que isso decorre do fato desses negócios de serem desenvolvidos com recursos próprios sendo, portanto, o fluxo de caixa da empresa extremamente relevante para a continuidade de suas atividades.

#### **4.5. Processo Decisório**

O processo decisório é nitidamente semelhante em ambos os grupos principais. De maneira geral a aceitação de um empreendimento está sujeita ao crivo do conselho de diretores das intuições. No caso dos empreendedores é comum que o papel de diretor desse conselho se confunda com a figura do dono da empresa, o qual define a posição final do grupo sobre a operação. Já no grupo dos investidores essa decisão está muito distante dos donos do capital uma vez que cabe aos administradores dos fundos, em conjunto com os demais conselheiros da gestora, a palavra final a respeito do negócio avaliado.

Para os investidores a decisão restringe-se a apenas uma análise financeira dos indicadores, segundo os parâmetros estabelecidos estrategicamente. Por sua vez, dentro do grupo dos empreendedores, os incorporadores costumam ter uma conduta intermediária, observando

indicadores financeiros e econômicos, enquanto os loteadores tendem a ser mais simplistas e se basear apenas em indicadores econômicos e no *feeling* de seus gestores.

Salvo as considerações apresentadas a respeito das premissas do modelo e dos indicadores avaliados pelos *players* na tomada de decisão é válido ressaltar que, na média, todos os envolvidos buscam resultados similares para os empreendimentos no que tange o indicador que compartilham, cerca de 25% a.a. + IGP-M para a TIR.

É pertinente destacar que, apesar de não ser um comportamento generalizado, e foi possível identificar que alguns empreendedores incluem as taxas de gestão do desenvolvimento de projetos, e/ou captação do terreno, e/ou gestão de carteira e/ou administração de obra como parte de seu lucro para que possam aceitar um determinado empreendimento.

#### 4.6. Risco

De forma generalizada, foi identificado que os grupos consideram a macroeconomia e as instabilidades políticas como os grandes riscos do segmento. Perturbações nesses segmentos suscitam os grandes fantasmas do mercado imobiliário: inadimplência, distratos e dificuldades de financiamento.

Um mal desempenho econômico impacta diretamente o setor ao diminuir a capacidade de pagamento das famílias, provocando um aumento nos níveis de inadimplência das carteiras. Em um passado recente esse fato, aliado a dificuldades no acesso a crédito imobiliário junto as instituições financeiras, fez com que o mercado experimentasse uma onda de resilições unilaterais. Após a aprovação da lei regulamentadora do assunto, no final de 2018, espera-se que essa temática impacte cada vez menos na rotina dos empreendimentos imobiliários. Além das diminuição no crédito para clientes as crises provocam a elevação das taxas de juros e dificuldades na liberação de financiamentos a produção, desviando o empreendimento de seu cenário referencial. As instabilidades políticas além de culminarem em crises econômicas também geram instabilidades em outros setores, perturbando as condições mercadológicas.

Para os loteadores foi observado, ainda, que a insegurança jurídica na aprovação de projetos é uma grande geradora de incertezas. Foram citados registros de parcelamentos que aguardaram cerca de 10 anos para obterem um posicionamento da prefeitura a respeito de sua viabilidade. Isso torna o negócio totalmente imponderável, deixando as empresas reféns dos governos.

Além do exposto inicialmente, os riscos de alguns fundos estão diretamente ligados à limitação de dois recursos: tempo, para FII com duração limitada, e dinheiro, para FII fechados. O seu ciclo pré-determinado faz com que empreendimentos cuja a previsão de retorno é imprecisa, devido a necessidade de aprovação do projeto por exemplo, se tornem um risco grave. Já nos fundos fechados o *budget* é definido no momento de sua formação. Assim, o aumento da exposição máxima, em função de um sócio não conseguir acesso a recursos bancários por exemplo, representa um risco relevante para a operação, haja vista que não existe a possibilidade de uma nova captação para cobrir possíveis imprevistos. Esses riscos são extremamente relevantes para essa categoria porque quando o dono do capital opta por investir nestes fundos parte-se do pressuposto de que ele já aceitou e superou o risco país e o risco macroeconômico, haja vista que esses ciclos de investimentos são longos (normalmente acima de 8 anos).

Ao avaliar a postura frente aos riscos ficou claro que a maneira como empreendedores e investidores encaram as incertezas é notoriamente distinta. Empreendedores reletam ter ciência dessas ameaças e afirmam que já assumiram esses riscos no momento em que iniciaram seus negócios no segmento. Portanto, de maneira geral, acreditam que não faz muito sentido olhar para cenários estressados. Buscam, então, apenas criar mecanismos para evitar grandes descolamentos das premissas chaves. Genericamente, no grupo dos empreendedores apenas os incorporadores realizam análise de sensibilidade, variando custo de obra e preço de venda.

Os fundos, por outro lado, preferem realizar o maior número de exercícios possíveis, a fim de refinar seu entendimento acerca das consequências da quebra do cenário referencial. Utilizam planilhas para realizar análises de sensibilidade alterando a curvas de venda, o custo de obra, bem como o preço de venda. Isso ocorre porque, de maneira geral, as gestoras mitigam os riscos para seus cotistas escolhendo bons projetos e definindo formas de proteção do capital eficientes, já que normalmente não estão à frente da implantação dos empreendimentos.

#### **4.6.1. Medidas de proteção**

Como discutido anteriormente, empreender no segmento é sinônimo de sobrevivência para os incorporadores e loteadores. Para os investidores simplesmente existe a escolha de não fazer, conforme exposto por Dixit e Pindick (1995). A consequência direta dessa distância entre os posicionamentos de ambos os *players* é a adoção de diversas medidas de proteção. Essas medidas são abundantes e variam muito de negócio a negócio, mas de maneira geral são exigências das gestoras para a concretização do negócio. Ou seja, os empreendedores não participam ou contribuem minimamente para sua formatação.

Genericamente os investidores buscam assegurar uma participação mínima dos empreendedores no negócio. Entendem que dessa forma obtém um maior comprometimento dos empreendedores com o sucesso do negócio bem como garantem uma maneira de pressionar a posição do empreendedor no *business* caso o desempenho do empreendimento não corresponda ao esperado.

Com intuito de segmentar riscos as gestoras buscam criar fundos que almejam diferentes patamares de ganhos, possibilitando assim a formação de portfólios com projeções de risco compatíveis com o retorno esperado. Para isso podem exigir a constituição de garantias reais, transferência de participação de empreendedores a investidores, distribuição desigualitária de recursos, entre outros gatilhos.

Para as empresas empreendedoras, porém, essa divisão torna-se um pouco mais complexa uma vez que o risco imobiliário é inerente a operação. Foi possível observar, contudo, um movimento de diversificação de portfólio e uma tendência desenvolvimento de empreendimentos em conjunto com outros incorporadores, a fim de promover a diluição dos riscos entre as diversas faixas de público e entre as empresas do segmento. Também foi possível diagnosticar que esse movimento é oriundo, predominantemente, dos efeitos colaterais da crise vivida pelo segmento e não de uma preocupação ativa acerca dos riscos da operação.

## **5. DISCUSSÕES**

Durante a elaboração desse trabalho foi possível identificar que a crise do mercado imobiliário contribuiu de maneira significativa para a evolução do mesmo, tanto no segmento dos empreendedores como dos investidores. Esse momento econômico conturbado retirou diversos

desenvolvedores amadores do segmento e exigiu daqueles que sobreviveram a este período um desempenho mais eficiente e gestões mais profissionais. Para os investidores a quebra da performance de diversos empreendimentos, muitos dos quais mal posicionados e/ou concebidos, levou as gestoras a buscarem profissionais com um *track record* que possibilitasse um melhor entendimento das particularidades desse segmento.

Em tempos áureos do mercado imobiliário não era necessário grandes atributos para conseguir um bom desempenho nas empreitadas. Dessa forma, empreendedores obtiveram resultados consistentes no mercado, mesmo com análises de investimentos rasas ou até inexistentes. Da mesma forma, fundos foram capazes de performar mesmo baseados em premissas muitas vezes tendenciosas, apresentadas pelos empreendedores, sem grandes preocupações com a verificação destas. Na euforia das bonificações por metas, muitas das quais se mostraram incoerentes a longo prazo como por exemplo aquelas ligadas ao número de lançamentos, diversos gestores, de ambos os grupos, levaram as suas companhias para dentro de empreendimentos sem o devido critério necessário. Com o fim desta era, essas e outras posturas foram revistas e, conseqüentemente, novos parâmetros e rotinas mais criteriosos foram estabelecidos. Dessa forma, ficou nítido durante as análises o início de um novo ciclo onde as AQI ganham destaque ímpar para a tomada de decisão e estabelecimento das relações do mercado.

### 5.1. Alocador X Gestor

Durante as entrevistas com os investidores foi possível perceber nitidamente que existem dois comportamentos genéricos que norteiam a atuação dessa classe. Aqui essas posturas foram denominadas “Alocador” e “Gestor”. É importante destacar que a denominação “gestora”, empregada nesse capítulo, refere-se à postura adotada por um subgrupo que desenvolve uma gestão próxima e ativa dos empreendimentos e não genericamente as empresas incumbidas pura e simplesmente da administração de fundos, como nas demais passagens deste artigo.

Os alocadores são aqueles que possuem uma participação passiva nos empreendimentos, investindo recursos e monitorando os resultados apresentados pelos empreendedores ocasionalmente. Gestores por sua vez são equipes compostas por profissionais com grande experiência e conhecimento no mercado imobiliário, além daqueles que já dominam o mercado financeiro, e que buscam contribuir ativamente para a gestão dos negócios que compõem sua carteira. Dessa maneira, acompanham o empreendimento desde de sua concepção e formatação, bem como avaliam sua performance sob a ótica de mercado e financeira, a fim de tomar decisões mais assertivas.

Antes de debater esses conceitos é fundamental o entendimento das características inerentes as companhias que tomam decisões em nome dos fundos. Ao serem remuneradas pelos ganhos de capital obtidos para os acionistas estas devem ser capazes de gerar grandes ganhos, porém com uma equipe enxuta, a fim que os gastos operacionais não consumam todos a receita obtida. Assim para serem competitivas é fundamental que tenham uma taxa de gestão dentro dos parâmetros do mercado e que ofereçam ganhos coerentes com os esperados pelos seus acionistas.

Uma das possíveis teses a serem seguidas para obedecer ao exposto acima é a adoção de uma conduta alocadora. Dessa maneira, um menor número de funcionários é capaz de avaliar mensalmente os indicadores gerados por cada empreendimento e reportá-los aos acionistas, assemelhando-se a produtos *commoditys*. Todavia, ao optar por essa postura existe uma tendência que as análises iniciais dos empreendimentos se tornem mais frágeis, uma vez que a verificação

das premissas passadas pelos investidores é feita de forma superficial. Em decorrência do exposto e do acompanhamento distante com baixa interferência nos rumos do empreendimento, os fundos costumam exigir maiores garantias para a efetivação do negócio, buscando equilibrar a equação de riscos do empreendimento.

Do lado dos gestores, por sua vez, existe uma percepção de que os empreendimentos imobiliários são artesanais; guardando diversas peculiaridades entre si. Dessa forma, adotam uma postura ativa na implantação destes, atuando como Co-desenvolvedores do produto. Iniciam esse processo com uma validação cuidadosa das premissas e dão prosseguimento acompanhando ativamente o desenvolvimento do produto, implantação e entrega. Para que isso seja possível é necessário que os investidores possuam conhecimentos específicos do segmento, realizem reuniões periódicas com os empreendedores bem como visitas ao local de implantação do negócio. A consequência direta é que, devido a essa atuação próxima, são capazes de perceber possíveis desvios com maior antecedência possibilitando a minimização de suas consequências. Uma vez que reúnem um grande *know how* do setor em suas equipes de especialistas internos também são capazes escolherem empreendimentos com maior potencial e adequação ao mercado. Devido a esses ganhos, as gestoras tendem a exigir garantias mais flexíveis, em relação aos alocadores.

Como ressaltado no prefácio deste capítulo, foi possível observar uma profissionalização dos fundos, buscando cada vez mais profissionais gabaritados para realizar a interface entre o mercado imobiliário e financeiro, e adotando uma postura muito mais próxima a dos grupos gestores.

Para muitos empreendedores, por sua vez, a parceria com os gestores traz um maior conforto societário. Apesar desse tipo de investidor exigir mais das equipes dos empreendedores, uma vez que os *reports* devem ser mais constantes e detalhados, estes sentem que essa participação ativa torna mais fácil a justificativa de possíveis desvios, haja vista que as gestoras se tornam cúmplices do sucesso ou insucesso dos negócios. Além disso, acreditam que a experiência de mercado dos especialistas dos fundos ajuda aprimorar o produto final a ser entregue, agregando conhecimentos para sua equipe e valor para o cliente final.

## 5.2. Evolução do Mercado

Ficou nítida a evolução do mercado imobiliário no que tange as empresas que o financiam, porém é importante mencionar que foi possível perceber um movimento de aprimoramento dos empreendedores seja em suas análises, seja na estruturação de suas relações.

Durante as entrevistas foi indentificado que a interação entre empreendedores e investidores levou a uma melhor divisão das funções, bem como a sua consequente precificação. Dessa maneira, ao deixar de computar as atividades envolvidas no desenvolvimento dos produtos no seu lucro as empresas do mercado imobiliário passaram a ser remuneradas a parte por essa tarefa. Consequentemente surgiram formatos de negócio no qual as empresas estão mais interessadas na receita oriunda de seu *Know How* empregado na formatação dos produtos do que nos retornos obtidos com sua participação societária, passando a figurar como desenvolvedores de produtos imobiliários para os donos do capital e não simplesmente como empreendedores. Essa é uma situação que ilustra bem a necessidade do refinamento e da reavaliação da forma como os empreendimentos são analisados e selecionados pelos *players*, uma vez que o melhor entendimento dos papéis e premissas pode levar ao surgimento de alternativas de negócios para o segmento.



Existem, porém, dificuldades para essa profissionalização. Em Goiânia a maior delas é a presença ampla de *players* “aventureiros”, principalmente no segmento de loteamentos. Essa figura surge a partir de uma combinação de alguns fatores: ausência de barreiras de entrada, baixos custos de desenvolvimento em Goiânia e facilidade de acesso a recursos, especialmente de *Family Friends*. Isso induz a um nivelamento do segmento por baixo, deixando as empresas acomodadas com suas rotinas.

### 5.3. Qualidade do Decisor

Os empreendimentos do mercado de Real Estate estão atrelados a uma série de variáveis tais como: características do mercado local, momento econômico, localização, insolação e entre outras. A combinação desses itens faz com que cada empreendimento seja único, tornando o desenvolvimento imobiliário uma atividade quase artesanal. Em função de uma leitura análoga a esta o grupo dos empreendedores tende a valorizar um profissional por suas experiências vividas e histórias de sucesso, sobrepondo a sua formação acadêmica. Por outro lado, para as gestoras a capacitação teórica e o conhecimento financeiro-econômico tendem a se sobressair sobre os demais conhecimentos na formação de seus times. Todavia, como tratado previamente essas formações por si só não habilitam o profissional a atuar no ramo de *Real Estate*.

Ficou claro, porém, que o segmento ainda carece de uma formação direcionada para o segmento, principalmente na graduação. Essa discussão é melhor apresentada na nota 44 do Comitê de Mercado do Núcleo de Real Estate da Poli USP (2018).

### 5.4. Dificuldades do Relacionamento

A primeira dificuldade levantada pelos empreendedores da região para o estabelecimento de relações com os fundos foi a existência de um valor mínimo para aporte. Essa condição deriva da sua capacidade limitada de acompanhamento de diferentes projetos, aliada a necessidade de aplicação do capital captado. Essa restrição implica em uma barreira de acesso a esta opção de *Funding* para pequenos e médios empreendimentos. Isso ainda impele empreendedores e investidores a trabalharem com empreendimentos com uma alta concentração de unidades, aumentando o risco daquela empreitada. Essa consideração é especialmente verdadeira em um mercado cujo o produto imobiliário tem um valor tão baixo como em Goiânia, que ocupa a penúltima colocação no índice FipeZap (2018) para venda nas 20 cidades acompanhadas.

O volume de recursos estrangeiros que compõe os fundos de natureza imobiliária também contribui para existência de *ticket* mínimos de alto valor. Investidores estrangeiros, ao optarem pelo investimento no Brasil, trazem consigo um volume significativo que compense a efetivação da operação. O câmbio favorável a moeda estrangeira aumenta ainda mais o *pool* de recursos a serem administrados e investidos. Assim é preciso que os fundos distribuam esse montante em empreendimentos que consumam valores consideráveis, para que sejam capazes de utilizar seu orçamento em um número controlável de negócios. Caso contrário, precisarão entrar em centenas de produtos o que torna a gestão e acompanhamentos inviáveis. Nesse ponto é válido destacar que o desenvolvimento imobiliário residencial é uma das teses de investimento que menos consome recursos dentro do mercado imobiliário, ao comparar com atividades como desenvolvimento de *shoppings* e galpões logísticos.

É bastante provável, por consequência, que exista uma demanda reprimida por fundos que atendam às necessidades desses pequenos e médios empreendimentos. Resta saber, porém, se os

investidores possuem, primeiramente, interesse em atuar nessa segmentação e, em um segundo momento, se são capazes de equacionar soluções eficientes, alinhando o aumento das equipes com a diminuição dos tickets de entrada e mantendo seus retornos.

Outro ponto que merece destaque nessa discussão é a série de consequências da política dos alocadores. Devido a sua insegurança nas premissas, esses tentam estruturar o negócio de tal forma a se cercarem quase totalmente dos possíveis desvios, criando diversos gatilhos de proteção. Assim criam estruturas de participação que mais se assemelham a aplicações de renda fixa. Esse engessamento dificulta a efetivação de negócios com os empreendedores, que ficam totalmente sujeitos aos riscos do empreendimento mesmo não tendo a totalidade dos lucros.

O mercado de parcelamentos é ainda mais prejudicado por uma visão distinta daquela dos investidores, especialmente acerca do *time*. Como debatido, os prazos para aprovação de novos loteamentos quase sempre são uma incógnita em função do setor público. Assim ao buscar investimentos para bancar seus estudos e desembolsos iniciais os loteadores encontram dificuldades, uma vez que os investidores não estão dispostos a entrar em um negócio sem um horizonte definido. Foi identificado que normalmente os investidores preferem adquirir um percentual da operação da empresa do que entrar no risco isolado de um loteamento. Outra opção que resta aos empreendedores para financiarem sua atividade é a venda de CRI de outros negócios para bancar a conta dos empreendimentos embrionários.

O interesse dos grupos também diverge quando o assunto é desembolso financeiro. Empreendedores valorizam de forma significativa o não investimento, utilizando por exemplo a permuta no pagamento do terreno. Para os fundos, todavia, não faz sentido deixar de aplicar capital no negócio, haja vista que são remunerados pelo volume de recursos empregados. Apesar do exposto as permutas são comumente utilizadas uma vez os projetos são formados pelos empreendedores em uma etapa anterior a captação de recursos.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por meio desta pesquisa foi possível lançar luz sobre questões ainda pouco debatidas no mercado imobiliário, que dizem respeito ao relacionamento entre os empreendedores e investidores. Entende-se que esse artigo tem limitações para sua aplicabilidade genérica, principalmente em função do seu caráter regional, todavia serve como uma discussão introdutória para análises e pesquisas futuras.

O presente estudo surgiu de questionamentos acerca das estruturas de *funding* utilizadas nos empreendimentos goianos. A presença do mercado financeiro nessas composições chamou a atenção por sua consistência e por seu movimento de intensificação. A partir desse ponto foi estipulado como objeto de estudo a relação estabelecida entre empreendedores e investidores, com intuito de compreender a mecânica por trás desse relacionamento e buscar identificar possíveis pontos dessa relação que mereçam atenção.

A fase seguinte do estudo foi constituída por uma revisão bibliográfica, a fim de reunir informações acerca do mercado financeiro e sobre a seleção de empreendimentos imobiliários. Nesse momento publicações do Núcleo de Real Estate da Poli USP, da ANBIMA e CVM foram essenciais para a identificação de questões chaves relacionadas a temática e para auxiliar na estruturação dos próximos passos.

Inicialmente buscou-se compreender a qualidade dos decisores atuantes no mercado, como a decisão é tomada, no que ela é embasada e como os riscos são avaliados e tratados. Todavia, devido à natureza curta do trabalho de conclusão de curso não foi possível ir ao cerne de alguns pontos, especialmente na avaliação da qualidade do decisor e do tratamento dos riscos.

É importante expor que as respostas do questionário apontaram para alguns itens que, apesar de fugirem do escopo proposto, merecem atenção. Durante o desenvolvimento e implantação do produto ficou nítido que os grupos têm comportamentos distintos e muitas vezes opostos. Foi observado esse tipo de divergência em assuntos relacionados a permutas, ao momento ideal para tomar ações contingenciais e emergenciais, ao tipo de medidas a serem adotadas, entre outros pontos que podem ter como consequência quebras significativas do desempenho do empreendimento. Por estarem foram dos limites delimitados inicialmente esses itens não foram avaliados em profundidade, todavia podem servir como ponto de partida para novos estudos voltados a compreensão da relação estabelecida entre os grupos.

Para possíveis pesquisas futuras recomenda-se, ainda, um maior aprofundamento no entendimento da uniformidade dos tomadores de decisão de cada grupo expandindo geograficamente a amostra em questão. Sugere-se ainda estudos acerca dos comportamentos dos fundos alocadores e gestores, a fim de entender suas posturas e resultados com maior acurácia.

Dito isso espera-se ainda, que ao discutir as limitações desse relacionamento, possam ser suscitados interesses em definir formas de superação das barreiras existentes e aproximar empreendedores e gestores.

## 7. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO DAS EMPRESAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO DE GOIÁS. **Relatório Mensal**: Janeiro. Goiânia, 2018.

BRASIL. **Lei 4.591**: Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. Brasília, 1964, 26 p.

\_\_\_\_\_. **Lei 6.766**: Dispõe sobre o parcelamento do solo urbano e dá outras providências. Brasília, 1979, 13 p.

BRITISH STANDARD INSTITUTION. **BSI 6079**: Project management. Principles and guidelines for the management of projects. Inglaterra, 2000.

CAMARGO, C. B.; **Diretrizes para o estabelecimento de parcerias entre empresas do real estate residencial**. 2015. 257 p. Monografia (MBA em Real Estate) - Escola Politécnica da USP. São Paulo. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM do investidor**: fundos de investimento imobiliário. 2º ed. Rio de Janeiro, 2015, 20 p.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa nº 472**: Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Rio de Janeiro, 2008, 10 p.

COMITÊ DE MERCADO. Capacitação dos engenheiros civis para atuação profissional em Real Estate: Nota 44. São Paulo. 2018.

DIXIT, A.; PINDYK, R. The Options Approach to Capital Investment. **Harvard Business Review**. May-June 1995, p.105-15.

- FAHRENKROG, S. L.; BOLLES, D.; BLAINE, J. D.; STEUER, C. **PMBOK guide**. 3º ed. Anaheim: Project Management Institute. 2004.
- FERNANDES, D. B. Uma contribuição sobre a construção de indicadores e sua importância para a gestão empresarial. **Revista da FAE**, Curitiba, vol. 7, nº 1, p. 1-18, 2004.
- FIPEZAP. **Índice FIPEZAP**: Informe residencial. Setembro. 2018.
- FORTUNA, E.; **Mercado Financeiro**: Produtos e serviços. 17º ed. Rio de Janeiro: Qualitymark. 2008. 864 p.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Participação (%) no valor adicionado bruto (a preços básicos)**: Segundo as atividades. Brasília, 2018.
- JOHANSSON, R. Case study methodology. In: **METHODOLOGIES IN HOUSING RESEARCH**, 2003, Stockholm. *Proceedings...* Tyne & Wear, England : Urban International Press, 2005.
- ROCHA LIMA JR, J. Gerenciamento na construção civil: uma abordagem sistêmica. **Boletim Técnico PCC**. São Paulo: Escola Politécnica, USP, 1990. 27/90, 47p.
- ROCHA LIMA JR., J.; MONETTI, E.; ALENCAR, C. T. **Real Estate**: Fundamentos para análise de investimentos. 6º ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011. 440 p.
- MONETTI, E.; ROCHA LIMA JR, J. **Análise de riscos do Investimento em Shopping Centers**. 1996. 26 p. Texto Técnico – Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.
- NAVARRO, S. S. **Planejamento de Empreendimentos Imobiliários**: Gestão de risco orientada a gestão de prazo com ênfase na identificação de alertas de antecipados. 2007. 227 p, Dissertação (Mestrado em Engenharia Civil) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. 2007.
- YIN, R. K. **Estudo de Caso**: planejamento e métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- ZAINAL, Z. Case study as a research method. **Jurnal Kemanusiaan**, Malaysia, vol. 5, nº. 1, 2007.