

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



As influências das estratégias de diversificação e dos modelos de negócios no desempenho das empresas brasileiras de Real Estate residencial no período 2005-2010

Fernando Ferreira de Araujo Souza¹, Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar²

¹ Aluno de mestrado do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil e Urbana. São Paulo, Brasil.

ffsouza@gmail.com

² Prof. Dr., Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil e Urbana. São Paulo, Brasil. Claudio.alencar@poli.usp.br

RESUMO

O objetivo do presente artigo é verificar em que medida o nível de diversificação e os modelos de negócios empregados pelas empresas brasileiras de Real Estate residencial no período 2005 a 2010 possam ter influenciado o desempenho econômico destas organizações. Para tanto, identificou-se o nível de diversificação geográfica e de produtos das empresas durante o período, e os principais modelos de negócios empregados para a entrada em novas geografias e segmentos de renda. Em seguida, as empresas foram estratificadas em grupos, segundo o nível de diversificação e os seus modelos de negócios predominantes. Para cada grupo, foram determinados os indicadores Margem Líquida e Resultado sobre o Patrimônio Líquido, por ano e consolidado para o período. Os grupos foram comparados entre si e com o desempenho médio do conjunto das empresas do setor. Os resultados sugerem que para a entrada no segmento econômico e popular, os modelos de aquisição e desenvolvimento próprio se mostraram de desempenho superior, respectivamente, do que os modelos de parcerias. A concentração de produtos se mostrou igualmente de desempenho superior. Quanto à diversificação geográfica, não foi possível estratificar as empresas para análise adequada, no entanto, verificou-se que a maioria das empresas de atuação nacional e municipal apresentaram resultados acima da média do conjunto do mercado, enquanto as empresas com atuação estadual apresentaram resultados próximos ou abaixo da média. A pesquisa tem como amostra as empresas de Real Estate residencial listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa. As informações de lançamentos foram obtidas por meio de pesquisa nos documentos disponíveis nos sites de relacionamento com investidores das empresas, tais como prospectos de abertura de capital, releases operacionais, informações financeiras padronizadas e outros. O presente artigo é uma compilação dos resultados de pesquisa em desenvolvimento para obtenção de título de dissertação de mestrado do núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Palavras-chave: Real Estate, Estratégias de Crescimento, Diversificação, Desempenho, Modelos de Negócios

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



The influence of diversification strategies, business models and economic performance of the Brazilian Real Estate companies from 2005 to 2010

ABSTRACT

The aim of this paper is to examine the level of diversification of Real Estate companies and business models employed to their growth strategies in the period 2005 to 2010, and examine the way they have influenced economic performance. The work identifies the level of geographical diversification and products of companies, and the main business models used to enter into new markets. Then, companies were stratified into groups according to level of diversification and their business models. For each group, the work identifies the ability to generate income and economic value for shareholders. The groups were compared with other groups and the average performance of companies. The research makes use of Real Estate companies listed on the “Novo Mercado” of BM&FBovespa. The results suggests that for entry into the low income housing sector, acquisition and own development business models were better than, respectively, partnerships. The product concentration also showed superior performance. As for geographic diversification, it was not possible to stratify companies to proper analysis, however, most companies of national and local performance results presented above of the total market, while companies with intermediary geographical diversification scores around or below average. This paper summarizes the results of a research still on development, as a requirement for the master degree of the Real Estate Research Group at the Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Key-words: Real Estate, Diversification, Growth strategy, Business Models, Performance

1. INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos dos estudos de estratégia é buscar o entendimento dos motivos das diferenças de desempenho entre organizações. Diferentes decisões estratégicas resultam em diferentes posicionamentos e competências para as empresas e, eventualmente, em distintos padrões de desempenho.

Se considerarmos o período compreendido a partir de 2005, o crescimento econômico do Brasil, a redução da taxa básica de juros e a maior disponibilidade de crédito para o financiamento da aquisição habitacional e construção de moradias, fez as empresas do setor almejar, e de fato efetivar, um significativo crescimento em volume de obras. Crescimento este que exigiu um novo porte de empresas de Real Estate, que demandou novos processos de decisão, gestão e níveis de transparência das organizações.

Com o objetivo de financiar o crescimento almejado, e incentivadas pelos bancos e corretoras, entre 2006 e 2007 vinte e duas empresas de Real Estate abriram capital no segmento construção civil da BM&FBovespa, captando aproximadamente R\$ 11 bilhões (moeda corrente) segundo dados levantados pelo próprio autor. Parte expressiva deste montante foi utilizada para aquisição de extensos bancos de terrenos, em sua maioria localizados em regiões fora dos limites tradicionais de atuação pelas empresas. O novo volume de recursos, e os empreendimentos necessários para remunerá-los ao mesmo padrão de rentabilidade auferidos antes do IPO, exigiu das empresas escolhas, primeiramente em nível estratégico, dos produtos e mercados que seriam objeto de investimentos, e, na hipótese destes serem novos para a companhias, por meio de quais modelos de negócios as empresas buscariam acessá-los. Neste contexto, e aliado a um cenário de crescimento econômico, maior disponibilidade de crédito e marcos regulatórios importantes, as empresas deram início a um movimento de expansão para novas geografias e segmentos de renda.

Assim, o presente artigo tem como objetivo analisar de que maneira o nível de diversificação e os diferentes modelos de negócios empregados pelas empresas durante o período 2005-2010 possam ter influenciado o desempenho econômico destas organizações.

O item 2 do artigo apresenta dados dos lançamentos de empreendimentos para novas regiões geográficas e segmentos de renda, bem como números dos tipos de modelos de negócios empregados pelas empresas para a entrada nos novos mercados. O item 3, 4 e 5 apresentam a metodologia empregada, e a aplicação do indicador de concentração de *Herfindahl* para determinação da diversificação geográfica e por produtos das empresas, bem como os indicadores de desempenho empregados. Os itens 6 e 7 tratam, respectivamente, da apresentação dos resultados e das interpretações e conclusões do autor. Por fim, o item 7 apresenta as limitações da pesquisa.

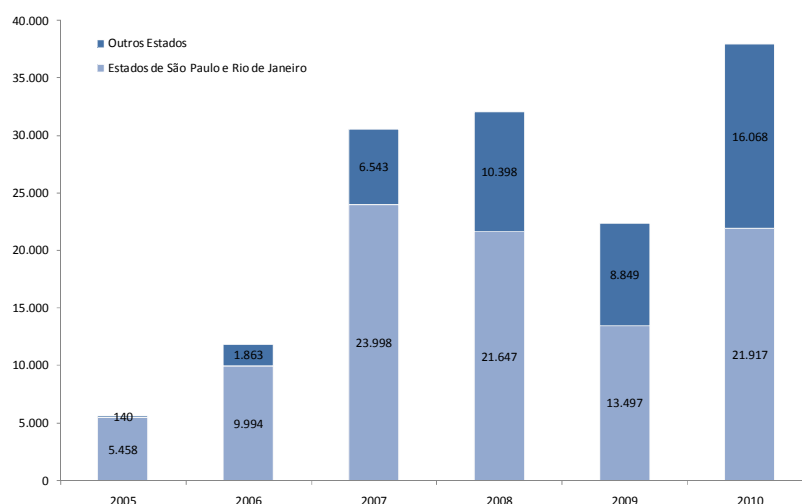
Esta pesquisa tem como delimitação única e exclusivamente as empresas de Real Estate com foco na incorporação de empreendimentos residenciais e comerciais destinados para venda. Assim, é importante que os conceitos, formulações e resultados obtidos sejam interpretados dentro desta limitação setorial.

Este artigo baseia-se nos resultados obtidos em dissertação de mestrado no NRE-POLI, todavia não apresentada, sendo, portanto, preliminares e sujeitos a alterações.

2. A MOVIMENTAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR PARA NOVAS GEOGRAFIAS, SEGMENTOS DE RENDA E OS MODELOS DE NEGÓCIOS EMPREGADOS

Segundo dados levantados pelo próprio autor, se analisado o portfólio de lançamento das empresas em 2005, verifica-se que os estados de São Paulo e Rio de Janeiro representavam aproximadamente 100% do portfólio de novos lançamentos em valor geral de venda. Em 2010, a participação de ambos caiu para 54%. Os estados de Minas Gerais, Bahia, Rio Grande do Sul, Paraná, Goiás e o Distrito Federal foram os principais novos destinos.

Gráfico 01 – Evolução da participação dos estados de São Paulo e Rio de Janeiro no portfólio de lançamentos - em valor geral de venda. R\$ milhões da base (dezembro 2010).



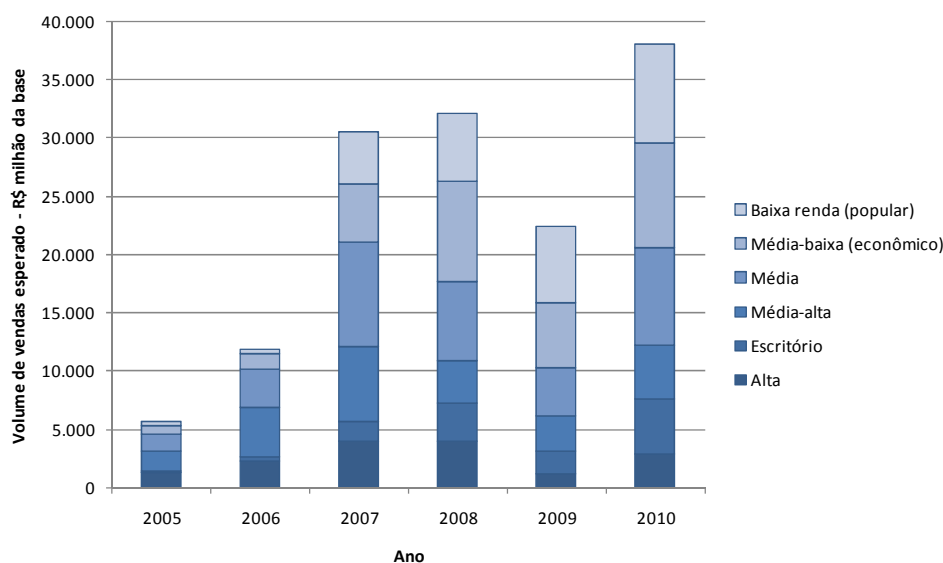
Fonte: elaboração do autor

A estratégia de expansão também se refletiu nos segmentos de renda acessados pelas empresas. Conforme levantamento realizado na pesquisa, no ano de 2005 aproximadamente 15% do valor geral de venda dos novos empreendimentos tiveram como destino os segmentos econômico e popular. No ano de 2010, a participação de ambos cresceu para 46% do portfólio de lançamentos.

Neste ambiente de crescimento do volume de produção e de um mercado novo para as empresas, as companhias fizeram uso de diferentes estratégias para a entrada nos segmentos econômico e popular. Segundo dados levantados na presente pesquisa, no período 2006-2010 foram identificados oitenta e sete casos de parcerias horizontais entre as empresas de capital aberto e empresas locais, doze joint ventures e vinte casos de aquisições ou fusões.

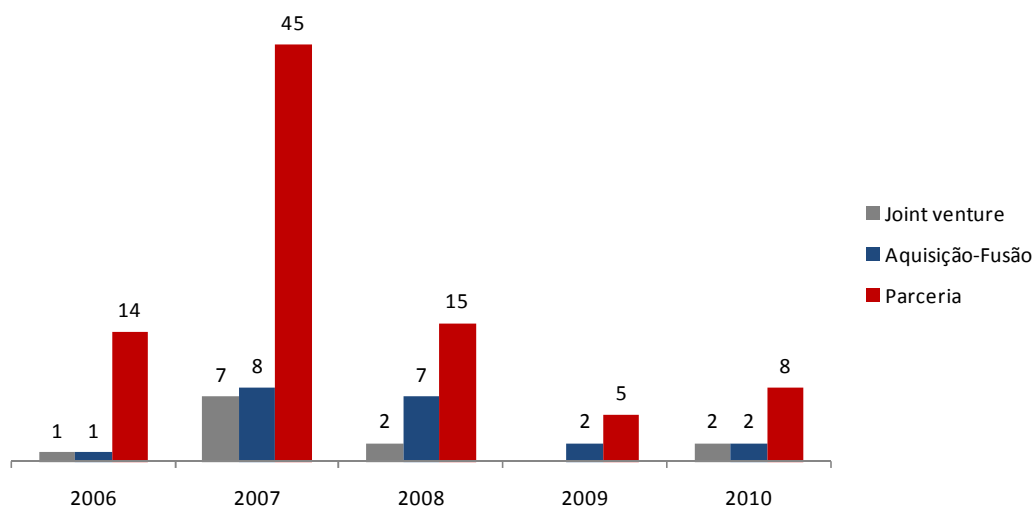
Das parcerias identificadas, onze tiveram como objetivo declarado a expansão para os segmentos de menor renda, nove foram constituídas com o intuito de ampliar as oportunidades nos mercados tradicionais, sessenta e quatro com o objetivo de entrar em novas regiões geográficas e apenas três delas com o objetivo de acessar novas regiões e segmentos de renda simultaneamente.

Gráfico 4 - Evolução da participação dos segmentos de renda no portfólio de lançamentos em valor geral de venda - R\$ milhões da base.



Fonte: elaboração do autor

Gráfico 5 – Número anual de alianças estratégicas declaradas pelas empresas entre 2006 e 2010.



Fonte: elaboração do autor

Verifica-se no gráfico acima que o pico do número de parcerias se dá no ano de 2007, justamente o ano de maior oferta primária de ações na BM&FBovespa.

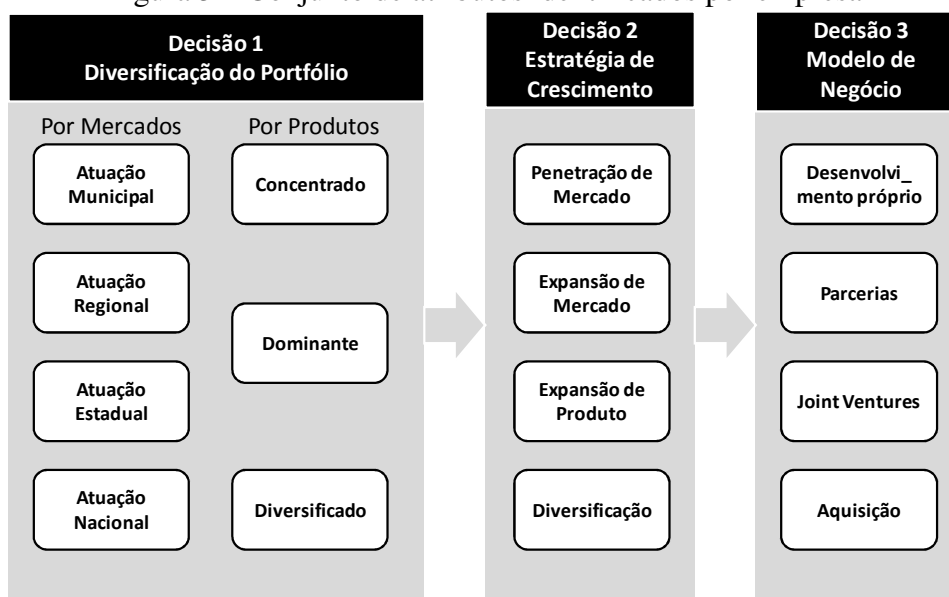
A estratégia de expansão geográfica por meio de parcerias foi utilizada como meio rápido de acessar novos mercados, necessários não somente para cumprir com a estratégia de expansão geográfica declarada pelas empresas, mas também como consequência, haja vista a incapacidade de absorção dos novos recursos pelos mercados tradicionais em curto período de tempo. Algumas empresas adotaram as parcerias como meio gradual de testar novos mercados, ou ainda conhecer melhor as virtudes e fragilidades do parceiro, antes da realização de investimentos com maior intensidade, que viriam posteriormente sob o modelo de joint ventures ou aquisições. As diferentes escolhas entre as empresas, tanto em seu nível de diversificação, por meio da escolha da combinação entre os mercados e segmentos de renda a serem acessados, bem como as

decisões dos modelos de negócios utilizados para a expansão dos negócios, podem possuir riscos e problemas inerentes a cada alternativa, que por sua vez podem influenciar na eficiência da empresa em gerar renda e valor para os acionistas.

3. METODOLOGIA

Para atendimento do objetivo proposto, a pesquisa empregou o indicador de *Herfindahl*¹ para determinação da diversificação geográfica e por produtos das empresas, entre os anos 2005 e 2010, e determinou a participação relativa de cada modelo de negócio do portfólio de lançamentos nos novos mercados, em valor geral de venda. Em seguida, as empresas foram classificadas em grupos, conforme o grau de similaridade entre os indicadores, no sentido de determinar amostras para possibilitar a análise das influências de cada variável nos indicadores margem líquida e resultado sobre patrimônio líquido. A figura 03 apresenta o conjunto de atributos identificados por empresa, e a natureza da decisão estratégica a que se referem.

Figura 3 – Conjunto de atributos identificados por empresa



Fonte: elaboração do autor

Para cálculo dos indicadores de diversificação, a pesquisa constituiu base de dados dos lançamentos realizados pelas empresas no período, com as informações de município², valor geral de venda, número de unidades, tipologia (comercial ou residencial), segmento de renda (se residencial) e preço médio da unidade habitacional. As informações foram obtidas por meio de pesquisa em documentos disponíveis nos sítios de relacionamento com investidores das empresas. Pontualmente foram realizados contatos por correio eletrônico para obtenção de informações complementares.

¹ O indicador de *Herfindahl* foi adaptado para os propósitos da pesquisa, conforme explicações presentes em item posterior.

² Devido à ausência de informações em nível de empreendimento para a PDG e ROSSI no ano de 2010 e para a MRV a partir de 2008, e, tendo a relação de municípios objeto de lançamento pelas empresas, os autores estimaram o volume de lançamentos por meio dos dados censitários de população por município.

A pesquisa teve como amostra as companhias listadas no segmento Construção Civil do Novo Mercado da BM&FBovespa. De todas as empresas, foram excetuadas da pesquisa as companhias Viver e Direcional Engenharia. A primeira por não possuir as informações de empreendimentos em nível de detalhamento exigido para os cálculos dos índices de diversificação, e a segunda por ser a empresa mais recente, cujo histórico de informações é igualmente insuficiente. As empresas Brascan, Company, Agra, Klabinsegall, Abyara e Tenda tiveram suas estratégias analisadas e indicadores de diversificação determinados, porém não figuraram nos cálculos de desempenho devido ao curto histórico e à descontinuidade das informações financeiras, haja vista os processos de fusão ocorridos no período. A empresa JHSF, por possuir empreendimentos destinados para renda em seu portfólio, teve sua diversificação e modelos de negócios analisados, porém não foi objeto de análise de desempenho. Assim, para fins de comparação entre os indicadores de desempenho e os atributos destacados, foram utilizadas as seguintes empresas: Rodobens, Cyrela, Gafisa, Rossi, PDG, Brookfield, MRV, CR2, Tecnisa, Helbor, CCDI, Trisul, Even e Eztec. Foram identificados 2.890 registros, correspondente a empreendimentos lançados entre o período 2005 a 2010.

4. INDICADORES DE DIVERSIFICAÇÃO

Para cálculo da diversificação geográfica e por produtos, a pesquisa empregou o conceito do indicador de *Herfindahl*, que se mostrou vantajoso em relação a outras métricas³ O indicador é usualmente utilizado como índice de concentração de mercado por agências e comissões federais em pareceres de fusões e aquisições, entre eles os países Estados Unidos da América, Nova Zelândia, Austrália, União Européia e outros (Hausman e Sidak, 2007), e é demonstrado pela Equação 01.

$$H = \sum_i^n \left(\frac{x_i}{X} \right)^2 \quad (01)$$

, sendo i o tipo de negócio (variando em número de 1 a n negócios), x a receita relativa à cada negócio i e X o somatório da receita de todos os negócios de uma organização.

4.1. Diversificação geográfica

A diversificação geográfica de cada empresa foi avaliada segundo três definições de territórios: municipal, mesoregional e estadual. Para cada empresa determinou-se o seu nível de diversificação por tipo de território, a partir da aplicação de uma adaptação do índice de concentração de *Herfindahl* – Equação 02. Com o objetivo de traduzir os índices em categorias de diversificação, as empresas foram classificadas, com base na combinação dos índices territoriais nas seguintes categorias: (1) concentração Municipal, (2) concentração Regional, (3) concentração Estadual e (4) Nacional.

A equação 02 apresenta a fórmula utilizada para o cálculo do índice de diversificação geográfica por empresa, onde VGV_i representa o valor geral de venda dos lançamentos realizados na unidade territorial i , do tipo de território t [municipal, mesoregional, estadual] no período p [2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2006-2010], e VGV_{total} é o valor geral de venda total lançado pela empresa no período p .

³ : Medidas de contabilização de negócios (Pitts e Hopkins, 1982), índice de entropia Palepu (1985) e índices de especialização (Wrigley, 1970 apud Rumelt, 1974).

$$IDG_{p,t} = 1 - \sum_i^n \left(\frac{VGV_i}{VGV_{total}} \right)^2 \quad (02)$$

Para melhor entendimento, a tabela 01 apresenta a aplicação da fórmula para cálculo do índice de diversificação geográfica municipal na empresa [A], para o período 2005-2010. O mesmo procedimento foi realizado para os níveis territoriais de mesoregião e estado, por ano e para todas as demais empresas objeto de análise.

Tabela 1 - Empresa [A]- Valor Geral de Venda por município e índice de concentração geográfica municipal. Período 2005-2010.

Codigo do Município	Município-Cod_UF	VGV - R\$ milhão da base	IDG(m)
TOTAL		5.519	0,8363
3505708	Barueri-35	361	0,0043
5300108	Brasília-53	799	0,0209
3510609	Carapicuíba-35	153	0,0008
3513009	Cotia-35	94	0,0003
4106902	Curitiba-41	59	0,0001
3513801	Diadema-35	102	0,0003
2304400	Fortaleza-23	268	0,0024
5208707	Goiânia-52	52	0,0001
3518800	Guarulhos-35	516	0,0087
3525904	Jundiaí-35	36	0,0000
1302603	Manaus-13	36	0,0000
3530607	Mogi das Cruzes-35	40	0,0001
3541000	Praia Grande-35	26	0,0000
2927408	Salvador-29	62	0,0001
3548500	Santos-35	376	0,0046
3549904	São José dos Campos-35	362	0,0043
3550308	São Paulo-35	1.871	0,1149
3552205	Sorocaba-35	114	0,0004
3552502	Suzano-35	193	0,0012

Fonte: elaboração própria

Para os níveis de territórios de município e mesoregião, atribuiu-se empresa com portfólio diversificado quando o índice apresentado foi superior a 0,25 pontos, e concentrado caso contrário. Para a unidade estadual, a fronteira foi arbitrada em 0,5 pontos. Às empresas que apresentaram concentração em todos os níveis territoriais, atribuiu-se a classificação de empresa de atuação municipal; às empresas que apresentaram diversificação municipal e concentração nos demais níveis territoriais, atribuiu-se a classificação de empresa de atuação regional; às empresas que apresentaram diversificação mesoregional e concentração no nível estadual, atribuiu-se a classificação de empresa de atuação estadual; e às empresas que apresentaram diversificação em todos os níveis territoriais, atribuiu-se a classificação de empresa de atuação nacional. A tabela 02 apresenta os resultados dos índices de diversificação geográfica por tipo de território de 2005 a 2010 da empresa [A].

Tabela 2 – Empresa [A] - Índices de diversificação geográfica e classificação do portfólio

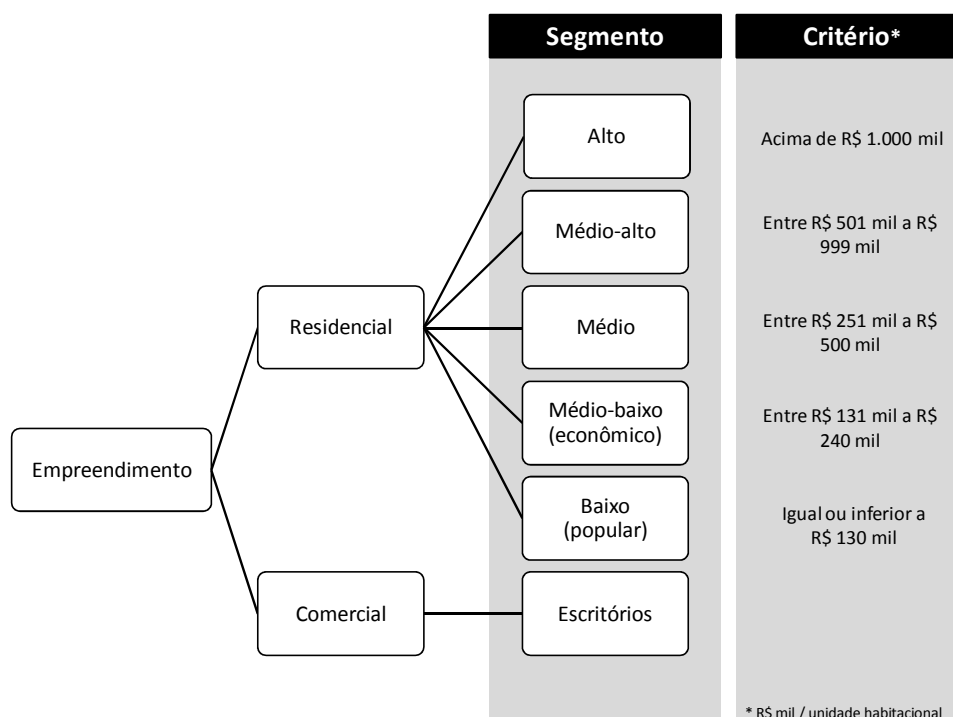
Ano/Período	Diversificação Municipal	Diversificação Mesoregional	Diversificação Estadual	Classificação da diversificação geográfica do portfólio de lançamentos
2005-2010	0,84	0,51	0,39	Concentração Estadual
2010	0,87	0,56	0,45	Concentração Estadual
2009	0,83	0,52	0,52	Atuação Nacional
2008	0,83	0,57	0,48	Concentração Estadual
2007	0,58	0,36	0,06	Concentração Regional
2006	0,00	0,00	0,00	Concentração Municipal
2005	0,00	0,00	0,00	Concentração Municipal

Fonte: elaboração própria

4.2. Diversificação de produtos

O índice de *Herfindahl* foi igualmente aplicado para o cálculo da diversificação por produtos. Para tanto, cada empreendimento identificado foi classificado quanto ao segmento de renda a que foi destinado, tendo como referência o preço médio de suas unidades habitacionais, caso residencial. Os empreendimentos de escritórios foram atribuídos como “comercial”, independente do preço das unidades de salas ou conjuntos. A figura abaixo apresenta os segmentos de renda atribuídos nesta pesquisa, suas nomenclaturas e faixas de preço. O preço médio de venda foi determinado pela razão entre o valor geral de venda do empreendimento pelo número total de unidades residenciais ou salas/conjuntos comerciais.

Figura 1 - Segmentos de renda e critérios adotados para classificação dos empreendimentos



As empresas que tiveram índice de concentração de produtos menor que 0,56 foram classificadas como empresas de portfólio concentrado de produtos; entre 0,56 e 0,71 de portfólio dominante e portfólio diversificado caso contrário. As tabelas abaixo apresentam os resultados da empresa [A].

Tabela 3 – Empresa [A]. Valor geral de venda e índice de diversificação por produtos. Período 2005-2010

Segmento de renda	VG - R\$ milhão de base	IDP
TOTAL	5.519	0,7488
Escritório	81	0,0002
Alta	357	0,0042
Média-alta	1.212	0,0482
Média	1.924	0,1216
Média-baixa (econômico)	1.450	0,0690
Baixa renda (popular)	495	0,0080

Tabela 4 - Empresa [A]. Classificação anual do portfólio quanto a diversificação por produto

Ano/Período	Índice de Diversificação por produto (IDP)	Classificação
2005-2010	0,75	Diversificado
2010	0,72	Diversificado
2009	0,69	Dominante
2008	0,70	Dominante
2007	0,70	Dominante
2006	0,79	Diversificado
2005	0,51	Concentrado

4.3. Estratégias de crescimento e modelos e negócios

Com o objetivo de determinar a direção do crescimento das empresas no período analisado, se para segmentos de renda e regiões já conhecidas, ou se para novos, as empresas foram classificadas segundo a figura 02. Para tanto, determinou-se a participação de cada estratégia de crescimento (em valor geral de venda dos empreendimentos) no portfólio de cada empresa. Os empreendimentos foram classificados quanto ao seu objetivo no atendimento da estratégia de crescimento.

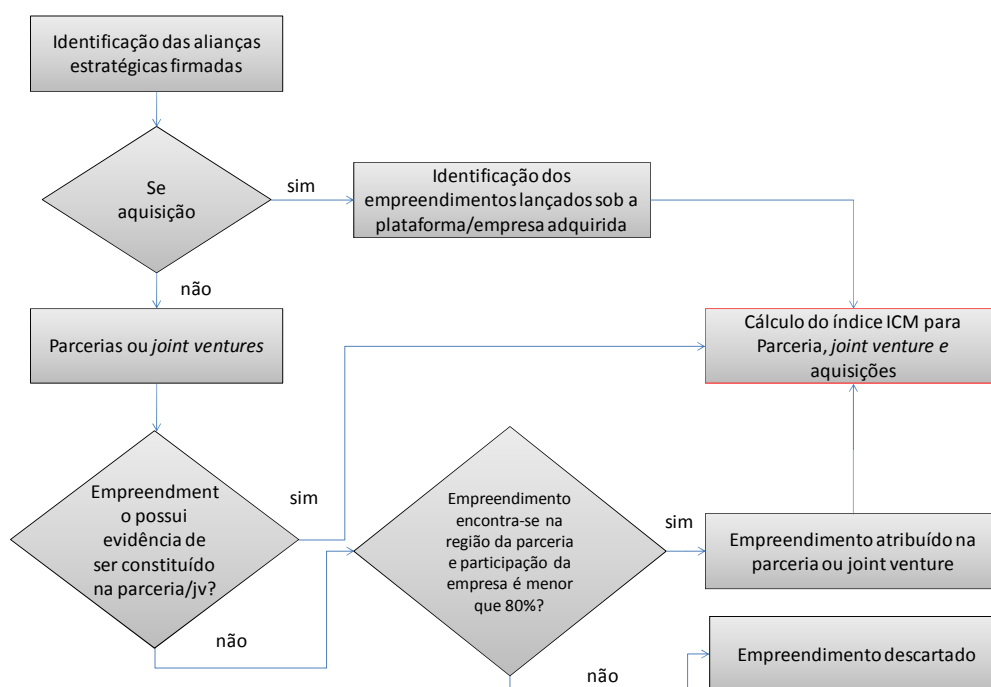
Figura 2 - Matriz de Diversificação do Portfólio de Negócios de empresas de Real Estate

Mercado (Geografia)	Nova	Expansão geográfica	Diversificação
	Mesma	Penetração de mercado	Expansão de Segmentos
		Mesmo	Novo
		Segmento	

Fonte: Ansoff (1977), Hewlett & Kaufmann (2008). Adaptado. Tradução própria

Em seguida, com o objetivo de identificar o modelo de negócio predominante utilizado por cada companhia para o atendimento de sua estratégia de crescimento, a cada empreendimento realizado nos novos mercados⁴, atribuiu-se o seu modelo de negócio utilizado: se (1) desenvolvimento próprio, (2) parceria com empresa local, (3) joint venture⁵, ou (4) aquisição. O modelo de negócio predominante foi determinado pelo modelo de maior participação no portfólio de lançamentos da empresa, em valor geral de venda, apenas para o portfólio de empreendimentos realizados nos novos mercados. Os modelos de negócios foram identificados por meio de pesquisa documental nos sítios de relacionamento com investidores. Foram identificadas as parcerias, joint ventures e aquisições publicadas nos fatos relevantes e comunicados ao mercado. São consideradas evidências de participação dos empreendimentos nas parcerias ou joint ventures qualquer informação presente em notícia, comunicado, fato relevante, ficha técnica ou propaganda do empreendimento que indique a co-incorporação. A figura 03 apresenta o processo desenvolvido para cálculo do índice de concentração por modelo de negócio.

Figura 3 - Processo para cálculo do índice de concentração por modelo de negócio



É importante destacar que as alianças estratégicas identificadas referem-se apenas àquelas cujo objetivo é a incorporação de empreendimentos. Alianças comerciais voltadas para a venda e financiamento de produtos e/ou da produção, ou outros tipos, não fizeram parte do escopo da pesquisa. Também não foram registradas as co-incorporações em empreendimentos que não tiveram um prévio acordo, termo de compromisso, ou intenção de parceria registrada e comunicada entre as partes.

⁴ Segmentos de renda ou regiões geográficas

⁵ Para o presente trabalho, o termo *joint venture* é empregado quando duas ou mais empresas constituem uma nova figura jurídica com um objetivo em comum, ou quando uma empresa adquire 50% de participação de outra.

5. INDICADORES DE DESEMPENHO

Para análise do desempenho das empresas, a presente pesquisa buscou avaliar a capacidade de cada organização em gerar renda e valor para o acionista. Para tanto, fez uso das demonstrações de resultados e balanços contábeis disponíveis para consulta no sítio eletrônico da BM&FBovespa.

Com o objetivo de analisar a capacidade da empresa em gerar valor para o capital do acionista, empregou-se o indicador resultado sobre o patrimônio líquido [RSPL], conforme equação 03. (MATARAZZO, 2010).

$$RSPL_{i,t} = \left[\frac{Lucro\ Líquido_{i,t}}{\left(\frac{PL_{i,t} + PL_{i,t-1}}{2} \right)} \right] \quad (03)$$

, para a empresa i no período t , onde PL = Patrimônio Líquido do último dia do exercício.

A capacidade da empresa em gerar renda para o acionista, seja esta distribuída ou não, foi avaliada por meio do indicador Margem Líquida [ML], conforme equação 04.

$$ML_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{RV_{i,t}} \quad (04)$$

, onde LL = Lucro líquido e RV = Receita de vendas

Em seguida, o indicador de ML de cada companhia, ou das amostras produzidas, foram comparados com a média do conjunto de empresas no período 2006 a 2010.

$$u(ML)_{2006-2010} = \left[\frac{\sum_i^n Lucro\ Líquido_{i,2006-2010}}{\sum_i^n Receita\ de\ Venda_{i,2006-2010}} \right] \quad (05)$$

Para o indicador de retorno sobre o patrimônio líquido, calculou-se o indicador médio para o período, ponderado pela receita de venda das empresas.

$$u(RSPL)_{2006-2010} = \left[\frac{\sum_{i,t}^n RV_{i,t} RSPL_{i,t}}{\sum_{i,t}^n RV_{i,t}} \right] \quad (06)$$

6. RESULTADOS

6.1 Da diversificação do portfólio de lançamentos

As empresas Cyrela, Rossi, Gafisa e PDG compõem um grupo de companhias que diversificaram suas atividades para outras regiões geográficas e segmentos de renda, no entanto, ao contrário das demais empresas, já possuíam no ano de 2005 um portfólio de lançamentos de diversificação geográfica estadual e dominante de produtos. A empresa PDG manteve atuação nos segmentos econômico e popular, e agregou ao seu portfólio novos produtos destinados a outros segmentos de renda. As empresas Cyrela, Gafisa e Rossi saíram de um portfólio com predominância nos segmentos de classe média a alta, e agregaram produtos destinados aos segmentos econômico e popular. Enquanto a Cyrela, apesar da expansão de produtos, manteve sua predominância na classe média, as empresas Rossi e Gafisa passaram a possuir um portfólio predominante nos segmentos de baixa renda. Apesar das estratégias de crescimento terem sido equivalentes, as empresas diferem nos modelos de negócios empregados para a expansão geográfica e de produtos. Enquanto as empresas Rossi e Brookfield fizeram uso do desenvolvimento próprio de competências para a entrada nos segmentos de baixa renda, na PDG predominou a aquisição de empresas especializadas, e a Cyrela apresentou modelos diversificados, entre joint ventures, parcerias e aquisições. As empresas Rodobens e MRV são companhias que apresentaram escolhas equivalentes ao longo do período 2005 a 2010. Ambas as empresas possuem um portfólio de produtos concentrados nos segmentos popular e expandiram suas atividades para outras regiões geográficas por meio do desenvolvimento próprio de competências. As empresas Tecnisa, CCDI, Even, Helbor e Trisul diversificaram suas atividades para outros segmentos de renda e regiões geográficas, porém, ao contrário do grupo das empresas Rossi, Cyrela, PDG e Gafisa, não chegaram a um nível de diversificação geográfica nacional. As empresas deste grupo partiram de um portfólio concentrado ou dominante nos segmentos de classe média-alta e alta renda, e por meio de modelos de negócios distintos, agregaram ao portfólio de empreendimentos produtos destinados aos segmentos econômico e popular. A empresa CCDI foi a única representante a possuir predominância nos segmentos de baixa renda, se considerado o portfólio de 2010 e agregado do período, enquanto as demais mantiveram maior exposição ao segmento de média renda. As empresas Trisul, Helbor, Even e Tecnisa optaram pelo modelo de desenvolvimento próprio de competências para a realização de lançamentos no segmento econômico, e a CCDI por aquisição de construtora especializada.

Tabela 5 - Diversificação e modelos de negócios realizados pelas empresas no período 2006-2010

EMPRESA	Modelo de Negócio para expansão de produtos	Modelo de Negócio para expansão geográfica	Segmento de renda predominante (2010-2006)	Diversificação geográfica	Diversificação produto
PDG	Aquisição	Aquisição	Média-baixa (econômico)	Nacional	Diversificada
CCDI	Aquisição	Parceria	Baixa renda (popular)	Estadual	Diversificada
MRV	n/a	Desenvolvimento próprio	Baixa renda (popular)	Nacional	Concentrada
RODOBENS	n/a	Desenvolvimento próprio	Baixa renda (popular)	Nacional	Concentrada
GAFISA	Aquisição	Desenvolvimento próprio	Média	Nacional	Diversificada
ROSSI	Desenvolvimento Próprio	Parceria	Média	Nacional	Diversificada
HELBOR	Desenvolvimento Próprio	Parceria	Média	Estadual	Diversificada
EZTEC	Parceria	Parceria	Média	Municipal	Dominante
BROOKFIELD	Desenvolvimento Próprio	Aquisição	Escritório	Nacional	Diversificada
CYRELA	Desenvolvimento Próprio	Joint venture	Média	Nacional	Diversificada
CR2	Parceria	Parceria	Média-baixa (econômico)	Estadual	Dominante
EVEN	Desenvolvimento Próprio	Parceria	Média	Estadual	Diversificada
TECNISA	Desenvolvimento Próprio	Parceria	Média	Estadual	Diversificada
TRISUL	Desenvolvimento Próprio	Parceria	Média	Estadual	Diversificada

6.2 Dos modelos de negócios

Para a expansão para outras geografias, o modelo de parceria com empreendedores locais foi escolha comum para todas as empresas. Cabe destacar a estratégia da Even, que apesar de ter realizado joint venture e aquisição de empresa na região Sul do país, teve as parcerias como modelo de negócio predominante para expansão de mercados. As empresas CR2, JHSF e Eztec possuem em comum as escolhas dos modelos de diversificação geográfica e de produtos, todos ancorados em parcerias com empresas especializadas e locais, e a característica de concentração do portfólio de produtos a determinados segmentos de renda. Em 2006 as três companhias possuíam concentração de lançamentos em nível municipal. As empresas diferem, no entanto, no nível de diversificação geográfica empregada ao longo do período. Enquanto a JHSF apresentou diversificação estadual, a CR2 apresentou diversificação regional e a Eztec municipal. As empresas Brascan e Company saíram de uma concentração municipal nos segmentos de média a alta renda. Diversificaram suas atividades por meio, primeiramente, da fusão entre as organizações e, posteriormente, pela aquisição de empresa especializada no segmento econômico com concentração geográfica no centro-oeste brasileiro. As empresas Abyara, Agra e KlabinSegall foram incorporadas numa única organização, AGRE. As empresas possuíam

portfólio de produtos diversificado geograficamente, em nível regional e nacional, e produtos para os segmentos de média a alta renda. No ano de 2010 a AGRE foi adquirida pela PDG.

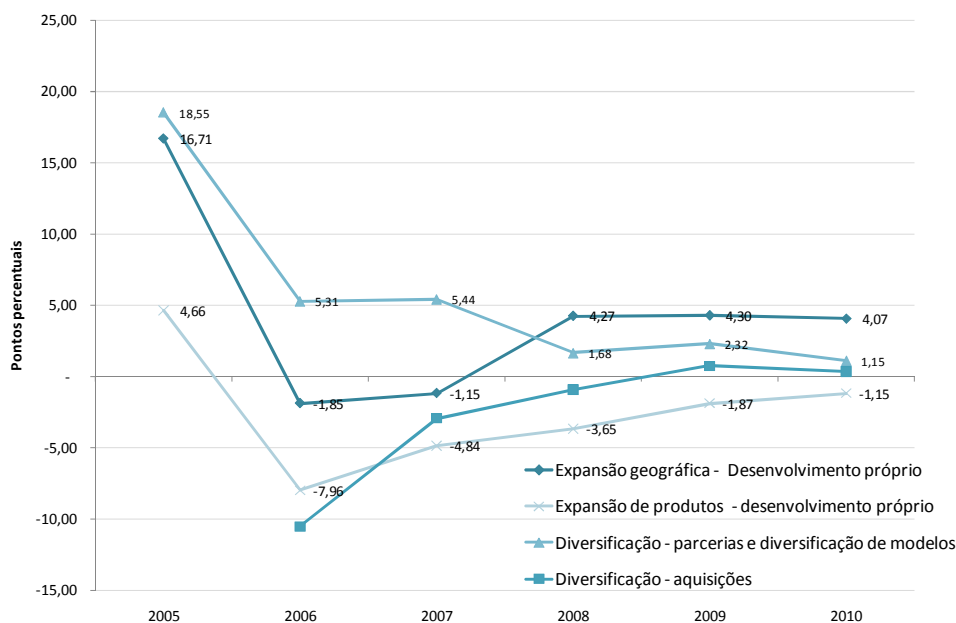
6.3 Das relações entre a diversificação, os modelos de negócios e o desempenho das empresas

A seguir são comparadas estratégias de crescimento e modelos de negócios, com o objetivo de analisar as influências destes nos indicadores de desempenho. Tendo em vista a inexistência de amostras que permitam analisar a influência de cada atributo isoladamente, optou-se por agregar as companhias em modelos de empresas, compostas por um conjunto de decisões de estratégias de crescimento e modelos de negócios diferentes entre si. Assim, ao invés de analisar a influência de cada atributo, procedeu-se com a análise comparativa do desempenho dos seguintes modelos de empresas:

- Empresas de concentração no segmento de baixa renda, que expandiram para novas geografias por meio do desenvolvimento próprio de competências: MRV e Rodobens;
- Empresas de atuação nacional e portfólio de produtos diversificado, que expandiram para novos segmentos de renda por meio do desenvolvimento próprio de competências: Rossi e Brookfield;
- Empresa de atuação nacional e portfólio de produtos diversificado, que expandiu para novos segmentos e geografias por meio de aquisições: PDG;
- Empresa de atuação nacional e portfólio de produtos diversificado, que expandiu para novos segmentos e geografias por meio de um portfólio diversificado de modelos de negócios: Cyrela;

Os resultados sugerem que as empresas de concentração no segmento de baixa renda, de atuação nacional e que expandiram para novas regiões geográficas por meio do desenvolvimento próprio de competências apresentaram indicadores de margem líquida e retorno sobre o patrimônio líquido superior e crescentes em relação aos outros modelos de negócios. As empresas de portfólio diversificado, de atuação nacional e que optaram pelo desenvolvimento próprio de competências para a entrada nos segmentos popular e econômico apresentaram resultados inferiores aos outros modelos e à média do conjunto do mercado, no entanto, apresentaram evolução constante de margens ao longo do período. Já o modelo diversificado de modelos de negócios, com predominância de parcerias, apresentou margem líquida intermediária entre os modelos de empresas, além de ter decrescido em relação à média das empresas ao longo do período.

Gráfico 1 - Diferença em pontos percentuais do indicador margem líquida em relação ao conjunto do empresas, segundo diferentes modelos de negócios



As análises realizadas até o presente confrontaram empresas com diferentes estratégias a fim de verificar as diferenças de desempenho. Os gráficos abaixo apresentam análise contrária, ao agrupar as empresas conforme similaridade do comportamento dos indicadores de desempenho. O gráfico 02 apresenta a distância dos indicadores em relação à média acumulada do período, em pontos percentuais, a partir de 2006. O objetivo da análise é verificar o comportamento médio das empresas em relação ao conjunto do mercado. Em seguida, o gráfico 03 tem como objetivo demonstrar a tendência dos indicadores de desempenho em relação à média do setor, entre o período 2006-2010. Trata-se do valor médio do indicador no período subtraído pelo valor do ano de 2006.

Gráfico 2 - Diferença em pontos percentuais dos indicadores de desempenho em relação a ao conjunto do mercado-acumulado para o período 2006-2010

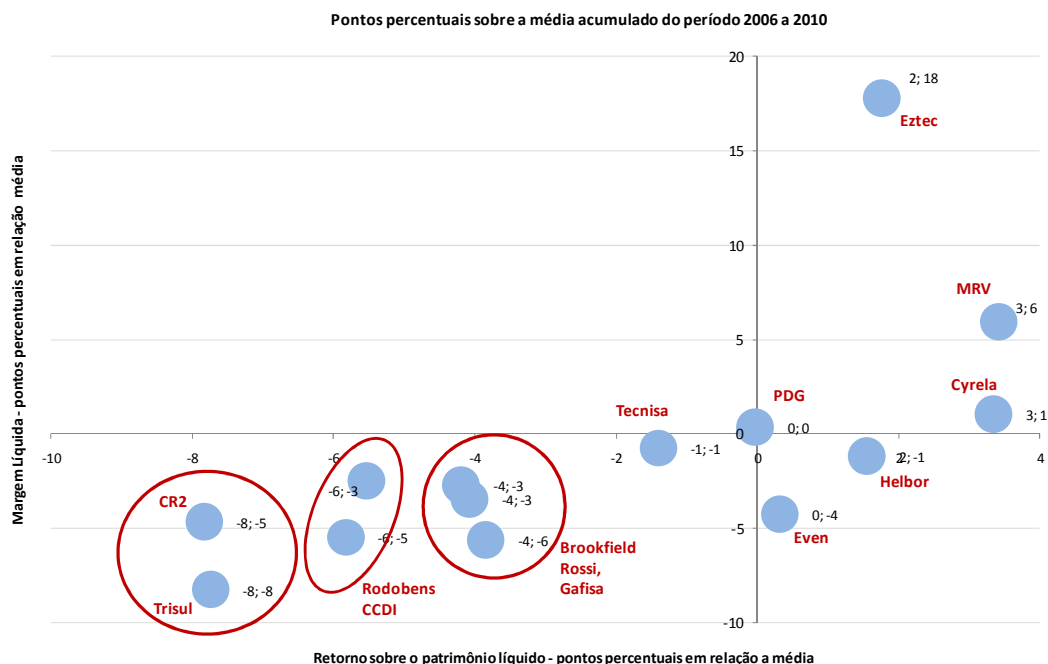
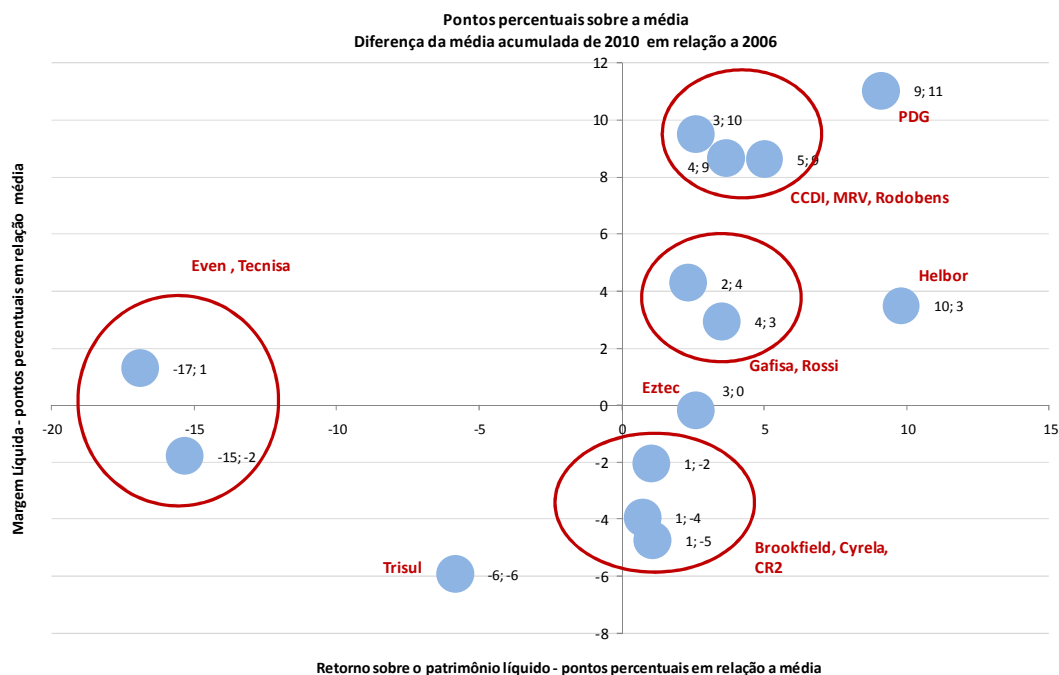


Gráfico 3 - Diferença em pontos percentuais dos indicadores de desempenho da média do período em relação ao desempenho no exercício de 2006



7 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Da análise dos resultados, identificam-se os seguintes modelos de empresas, segundo as variáveis aqui analisados, e os seguintes comportamentos de desempenho econômico:

1. MODELO DE CONCENTRAÇÃO DE PRODUTOS E DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA [MRV vs. conjunto]: O modelo de empresa de concentração de produtos

e diversificação geográfica apresentou resultados superiores em relação às demais empresas igualmente diversificadas;

2.MODELO DE CONCENTRAÇÃO DE MERCADO E DOMINÂNCIA DE PRODUTOS [Eztec vs. conjunto de empresas]: O modelo de concentração municipal e de produto dominante apresentou resultados acima do conjunto de empresas no período;

3.CONCENTRAÇÃO DE PRODUTOS vs DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS [MRV vs. PDG]: Entre as empresas diversificadas geograficamente, a empresa de concentração de produtos na baixa renda apresentou maior margem líquida e retorno sobre o patrimônio líquido do que a empresa diversificada. Ambas as empresas apresentaram tendência de crescimento nos indicadores de desempenho;

4.AQUISIÇÕES vs DESENVOLVIMENTO PRÓPRIO PARA ENTRADA NA BAIXA RENDA [PDG vs. ROSSI e Brookfield]: A empresa que expandiu para os produtos de baixa renda por meio de aquisições apresentou indicadores de margem líquida e retorno sobre o patrimônio líquido maior em relação às empresas que fizeram uso do desenvolvimento próprio de competências;

5.MODELO DE ENTRADA NA BAIXA RENDA POR MEIO DE PARCERIAS [CR2 vs. conjunto de empresas]: Empresa que migrou para a baixa renda e novos mercados por meio de parceria apresentou margem líquida abaixo da média do conjunto de empresas;

6.EMPREGO DE DIVERSOS MODELOS DE NEGÓCIOS COMO ESTRATÉGIA DE DIVERSIFICAÇÃO [Cyrela vs. conjunto] A empresa que fez uso de diversos modelos de negócios pra a expansão de produtos e mercados, e migrou igualmente para o segmento de baixa renda, apresentou tendência de decréscimo nos indicadores ao longo do período;

Sobre os modelos [1] e [2], O autor interpreta os resultados positivos de desempenho em margem líquida a partir da suposição de que as especializações em produtos são capazes de conferir às empresas maior competência na formatação e produção destes. A formatação, que exige competência de mercado para materializar os anseios do público alvo em atributos, tem sua importância na inserção do empreendimento no estrato de mercado almejado e na gestão de custos durante a fase de produção, uma vez que a racionalidade no projeto impacta no processo construtivo do empreendimento. As empresas que se especializam em produtos se aproveitam da curva de aprendizado e experiência a cada empreendimento realizado, cuja capacidade maior de absorção dos aprendizados daí derivados seja maior em relação às empresas diversificadas por produtos [3 – PDG], de modo a produzir o próximo empreendimento mais competitivo e rentável que o anterior. Uma característica comum às duas empresas é a construção própria. A MRV na baixa renda e a Eztec no segmento de média renda, que devem conferir às empresas maior capacidade de navegar na curva do aprendizado, e sobretudo garantir o controle de custos e qualidade do produto, que aqui se refere à qualidade física relacionada ao entregável, que irá se refletir na qualidade do investimentos a partir de empreendimentos com maior capacidade de geração de riqueza. Cabe a comparação do modelo da empresa CR2 com o modelo aqui discutido. A empresa igualmente possui concentração de produtos e, ao contrário da MRV e Eztec, não possui construção própria, trabalhando com parceiros no empreendimento ou com terceirização. Neste caso, nota-se que a CR2 pode até se aproveitar de aprendizados a cada empreendimento realizado, no entanto, provavelmente serão mais relacionados à competência de mercado, da inserção do produto, do que de gestão da obra e controle de custos do

empreendimento. Ao longo do período, a empresa intensificou sua atuação na baixa renda, e não só obteve média de margem líquida inferior ao conjunto de empresas, mas apresentou também decréscimo de sua distância à média das demais empresas. Convém ressaltar que o desempenho superior de ambas as empresas, MRV e Eztec, deram-se num período de intenso crescimento do setor. Ao contrário da empresa CR2, ambas possuem menos flexibilidade, uma vez que possuem estruturas próprias de engenharia e construção especializadas num determinado segmento. Assim, o modelo de incorporação pura e o uso da terceirização e parcerias em empreendimento pode conferir à CR2 vantagens em momentos de desaquecimento do setor e rupturas de demanda.

Sobre o modelo [4] – entrada na baixa renda por meio de aquisições ou desenvolvimento próprio de competências.

Enquanto a empresa PDG cresceu e expandiu produtos por meio de aquisições, as empresas Rossi e Brookfield adotaram a estratégia de desenvolvimento próprio. Verificou-se que a PDG apresentou média de desempenho e variação de ambos os indicadores maior do que o grupo da Rossi e Brookfield. O autor presume que o modelo de aquisição conferiu à PDG maior velocidade na aquisição das competências para atuação no segmento de baixa renda em relação ao modelo de desenvolvimento próprio. Presume-se que a aquisição traz consigo a capacidade intrínseca de prover à empresa adquirente as competências de produtos e mercados em velocidade muito maior. O modelo permite que a empresa adquirente embarque rapidamente na curva de aprendizado da empresa adquirida. No entanto, o modelo confere à empresa adquirente o desafio de gestão em nível organizacional, uma vez que a aquisição implica em trazer para companhia pessoas, processos e cultura diferentes. Em contrapartida, o desafio de gestão é menor para o modelo de desenvolvimento próprio, cujo maior desafio passa a ser desenvolver competências de produtos e mercados. Portanto, escolher entre aquisição e desenvolvimento próprio implica em balizar os desafios de eficiência em nível de empreendimento e empresa, antagônicos conforme o modelo de negócio. Enquanto as aquisições podem propiciar para a empresa maior velocidade de entrada em um novo mercado, traz consigo o desafio da gestão das duas empresas. O modelo de desenvolvimento próprio o contrário. Logicamente podem existir situações limites, onde a aquisição é tão pequena a ponto de trazer recursos valiosos com o mínimo de impacto de gestão, e, por outro lado, a empresa pode optar por um crescimento a partir da contratação de novos profissionais, cuja escala naturalmente agregará desafios organizacionais.

As empresas Rossi e Brookfield apresentaram diferença de comportamento entre si. Enquanto a primeira apresentou crescimento gradual de margem e retorno sobre o patrimônio líquido ao longo do período, a última apresentou decréscimo de margens. O que pode explicar a diferença de desempenho entre as duas empresas? A Brookfield, ao contrário da Rossi, adquiriu novas empresas para expansão geográfica. Num primeiro momento fundiu-se com a Company, e num segundo adquiriu a MB engenharia para entrada no centro-oeste brasileiro. A Rossi optou pelos modelos de expansão por meio de parcerias e abertura de escritórios regionais. Os processos de fusão e aquisição da empresa Brookfield a possibilitou entrar rapidamente em novos mercados, no entanto, presume-se que a tenha conferido ineficiência em nível de empresa.

Sobre o modelo [6] – emprego de diversos modelos de negócios como estratégia de diversificação.

Por fim, a empresa Cyrela apresentou diversos modelos de negócios para a entrada em novas geografias e produtos. Fez uso de parcerias, joint venture e aquisições para a entrada no

segmento de baixa renda, juntamente com o desenvolvimento próprio de competências, por meio de construtora própria (Living). A empresa apresentou capacidade de transformar receita em resultado acima da média do conjunto de empresas, no entanto, apresentou decréscimo no período em relação às demais companhias. O autor presume que os diversos modelos de negócios utilizados pela empresa para a entrada nos segmentos de baixa renda e novas geografias, devido à inerente dificuldade de gerir os parceiros e os modelos, incorreu em ineficiências em nível de empreendimentos.

8 CONCLUSÕES

A pesquisa teve como objetivo analisar o quanto que o nível de diversificação e os modelos de negócios empregados para a expansão de produtos e mercados podem ter influenciado no desempenho econômico das empresas de Real Estate. Os resultados indicam que as empresas que fizeram uso de aquisições (PDG, CCDI) para entrar nos segmentos de baixa renda tiveram comportamento de indicadores de desempenho superior em relação às empresas que optaram, respectivamente, por desenvolver competências próprias e parcerias.

O modelo de concentração de produtos mostrou-se também de desempenho superior. As empresas Eztec e MRV, ambas com concentração em produtos distintos, apresentaram desempenho acima do conjunto do mercado. Verificou-se, igualmente, que tanto a concentração de produtos como os modelos de aquisição e desenvolvimento de competências próprias podem agregar às empresas vantagens competitivas, uma vez que as mesmas passam a deter o conhecimento e controle da produção e formatação do empreendimento. No entanto, os modelos propiciam menos flexibilidade em relação às empresas que entram em novos mercados por meio de alianças de relacionamento menos fortes, tais como as parcerias e joint ventures.

Assim, os resultados aqui obtidos não devem ser interpretados como melhores ou piores, mas sim como mais favoráveis ou desfavoráveis, considerando o momento do mercado e os objetivos de cada empresa.

Tendo em vista a inexistência de amostras adequadas para a análise isolada da influência da diversificação do portfólio nos indicadores de desempenho, no entanto, baseado nos resultados do conjunto, nas inferências e no referencial teórico consultado, o autor sugere que a diversificação de produto ou geográfica tampouco significa mais ou menos desempenho para as empresas, sendo este, mais provavelmente, função do modelo de operação da empresa, que deve ser objeto de investigação de futuras pesquisas, reforçando que o trabalho aqui apresentado analisou os modelos para a entrada em novos mercados, num ciclo expansão, e não operação em regime.

Sugere-se também para futuras pesquisas a investigação da influência dos modelos de negócios em distintas fases dos ciclos de mercado, de maneira a aprofundar o entendimento do binômico flexibilidade vs. desempenho.

9 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

- Os resultados, as discussões e as conclusões aqui apresentados devem ser interpretadas dentro do limite das empresas de real estate com foco no desenvolvimento imobiliário para venda.

- A amostra utilizada é pequena frente ao universo das empresas de Real Estate, pois representa apenas as empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa;
- O desempenho econômico empresarial está sujeito a diversas variáveis que não foram consideradas no estudo, tais como estratégias de marketing, vendas, de *funding*, relacionamento com clientes, entre outros;
- A diversificação aqui analisada considerou apenas a diversificação de produtos e geográfica, dentro do limite dos negócios de desenvolvimento imobiliário para venda. Há, no entanto, diversas outras possibilidades de diversificação, tanto horizontal e vertical na cadeia de produção.
- Parcela expressiva dos empreendimentos destinados para baixa renda foram lançados no ano 2010, sendo que os resultados destes empreendimentos ainda não foram reconhecidos em sua totalidade pelos balanços e demonstrativos analisados.

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANSOFF, I. **Estratégia Empresarial**. São Paulo: McGraw Hill, 1977.

HAUSMAN, J. SIDAK, G. *Evaluating market power using competitive benchmark prices instead of the herfindahl-hirschman index*. Antitrust law journal, n2. Pag. 387-407, 2007

HEWLETT, C. KAUFMANN, G. *Strategy for Real Estate Companies*. Urban land Institute. Washington, 2008

MATARAZZO, D. **Análise Financeira de Balanços – Abordagem Gerencial**. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

PALEPU, K. *Diversification strategy, profit performance and entropy measure*. Strategic Management Journal, Vol. 6, Pag. 239-255, 1985

PITTS, R. A.; HOPKINS, H.D. *Firm Diversity: Conceptualization and Measurement*" Academy of Management Review, Vol. 7, No. 4, pp. 620-629. 1982

RUMELT, R. *Strategy, structure and economic performance*. Harvard University Press, Cambridge, 1974.

WRIGLEY, L. *Divisional autonomy and diversification*. Doctoral dissertation, Harvard Business School. Cambridge, MA, 1970.