



**COMEÇAR DE NOVO
O FUTURO DAS COMPANHIAS DE
REAL ESTATE DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

O Congresso anual da Lares em 2012 dedicou uma seção às empresas de capital aberto, com ênfase naquelas focadas em empreender para vender, primordialmente empreendimentos residenciais. No evento apresentei uma leitura sobre o passado e o que vejo como necessidade de reposicionamento de estratégias e conceitos de gestão para que se vislumbre um futuro com um certo grau de estabilidade de comportamento. Esta carta apresenta uma síntese desses comentários.

1. O desempenho das ações das diferentes empresas de real estate listadas na Bovespa, no segmento dos empreendimentos para venda (especialmente residenciais), desde o ciclo de 2006-2007, quando a maioria delas abriu seu capital, tem sido muito frágil. Nada diferente do que era razoável esperar, quando se verificam os parâmetros segundo as ações foram precificadas nos IPOs e, mais, quando se analisam os dogmas operacionais totalmente equivocados construídos à época, alguns tendo naufragado já nos anos 2009-2010. Nada diferente do que escrevi à época em artigos para os congressos da Lares e nestas cartas do Núcleo de Real Estate da EPUSP.

O valor das ações, após um primeiro movimento especulativo, se posicionou em um patamar inferior e, desse patamar, o setor vem acompanhando a tendência do IBovespa desde então. Algumas companhias não tiveram nem a capacidade de que o mercado, passada a euforia, levantasse os preços acima do valor arbitrado nos IPOs, desvalorizando-se recorrentemente.

Esse percurso pode ser verificado quando se acompanha a evolução do IRE (índice de real estate publicado mensalmente pelo NRE-POLI-USP), contra o IBovespa e o valor das principais ações do setor. A leitura das séries de valores nos permite fazer comparações e algumas conjecturas sobre a leitura da qualidade do investimento nas ações das empresas, segundo a visão do mercado.

- O índice IRE fica um pouco acima do IBovespa no curto período, de maio-06 até meados de 2007, marca a partir da qual descola para baixo, em uma curva que se acentua até o final de 2008, permanecendo nesse patamar e daí acompanha a variação do IBovespa.



- As ações das maiores companhias variaram até ao dobro (descontado o Ipeca-ibge) do preço de lançamento no ciclo da euforia, mergulhando como todas as demais até o final de 2008. Algumas recuperaram parte do valor até 2010, em movimentos erráticos, que sugerem um viés especulativo, tendo em vista que valor de empresas de real estate tenderia a se mostrar sob suave intervalo de variação em ciclos curtos, correlacionado com o longo ciclo de vida dos empreendimentos. A partir do final de 2010 o mercado (os analistas) começa a questionar seriamente o desempenho das empresas e o conjunto passa a ser marcado por descrédito da capacidade de produzir resultados estáveis, culminando pela debacle do ano de 2012, que está associada às evidências de deficiência estrutural e de gestão, que muitas das empresas foram obrigadas a demonstrar por meio de prejuízos nos balanços, acompanhados de explicações mal digeridas pelos analistas.
- Desde 2011, as empresas perdem valor por motivos evidenciados, já que a maioria declarou prejuízos importantes no balanço de 2011 (há exceções). A forma como foram expostos os dados de desempenho, prejuízo trimestral expressivo contra lucros nos anteriores, caracterizou que os prejuízos existiam, mas não vinham sendo reconhecidos. O sistema de reconhecimento de resultado na curva dos custos de construção (percentage of completion) utilizado no Brasil permite a manipulação de resultados, quando se vai avançando na obra sem reconhecer ajustes de orçamento para seu término. Isso ocorre porque a manipulação represa prejuízos para o final das obras, como também usa uma porcentagem distorcida para mais da parte da receita apropriada a cada mês, após o início das obras. Como só é possível controlar esse procedimento por meio de informações gerenciais, o que se desnudou nos balanços de 2010 e mais em 2011, é que algumas empresas vinham reportando lucros contra a realidade de comportamento de seus empreendimentos, por apropriar receita contra orçamentos otimistas.
- Há empresas respeitadas pelo mercado, que neste novo ciclo de descrença apresentam tendência invertida de comportamento de preços das suas ações e isso se deve a não terem mergulhado nas estratégias pasteurizadas de construção de land bank somada à diversificação nas operações. Uma das premissas estratégicas que dominou o ambiente do real estate, hoje criticada, é que a nova escala das operações exigiria das empresas uma dispersão por mercados, a ser conceituada em dois canais: por produto e geograficamente. Por produtos, provocou a entrada de muitas das empresas nos empreendimentos para baixa renda e geograficamente fez com que as mesmas se espalhassem pelo Brasil. Muitas empresas amargaram prejuízos na dispersão geográfica e outras tantas nos empreendimentos para baixa renda, notadamente no programa Minha Casa Minha Vida. Essa premissa foi construída pela identificação do agudo crescimento da capacidade de investir



induzida pelas captações nos IPOs, associada à disponibilidade de crédito imobiliário e ao interesse crescente dos bancos em enveredar por esse canal, até como um gerador de clientes fidelizados por longos anos. A premissa, bem fundamentada, provocou fracassos retumbantes causados pelos erros gerenciais na implantação dos sistemas de suporte à decisão e à produção, o que não impacta algumas empresas, que adotaram a postura de se manter concentradas nos mercados que já conheciam, no inverso do praticado pelos competidores.

- Quanto aos prejuízos dos balanços, é importante notar que os empreendimentos das empresas, vistos isoladamente, não necessariamente fizeram prejuízos. O sistema de apropriação de resultados, no conceito de usar a curva de custos de produção, mostrou no passado (até 2010 para a maioria das empresas) resultados muito acima do que os empreendimentos estavam produzindo, de forma que a compensação dos lucros exagerados aparece na forma de prejuízo. Quando se chegou ao término de empreendimentos (grande ciclo iniciado em 2006/2007 se encerrando em 2011) ou por força de pressões dos auditores, custos de empreendimentos se fecharam acima do que vinha servindo de parâmetro de apuração de resultados ou orçamentos para completar obras foram revistos, provocando as compensações com os excessos presentes em balanços anteriores, que resultam no registro de prejuízos. Provavelmente, se fizermos uma avaliação dos resultados acumulados nestes anos (2006/2007 até 2011), muitas das empresas apresentarão lucros modestos, restando algumas poucas ainda com prejuízos. O problema, sobre o qual não tenho visto comentários do mercado, está em que bônus e dividendos foram distribuídos à larga.

2. Em 2006/2007 18 empresas do ambiente do real estate residencial abriram seu capital, somando-se às três que já estavam no mercado. Naquele ciclo, essas 21 companhias arrecadaram o equivalente a mais de R\$ 22 bilhões, em moeda de abril de 2012, pelo Ipea-ibge, sendo que uma das operações aconteceu ao final de 2005. Adiante ainda ocorreram novas chamadas de capital e colocações de debêntures em volume expressivo. Para reconhecer a ordem de grandeza, a captação original representa, em valores do final de abril de 2012, pelo valor do patrimônio líquido, quase 8 "gafisas", 4,5 "cyrelas" ou mais de 20 "viver/inpar".

A captação pela subscrição de ações significa uma injeção a vista de caixa, disponível para investimentos. Em uma amostra de 15 operações, considerando o total do capital de giro injetado nas empresas, depois de computadas as generosas despesas da captação, a capacidade de investimento cresceu de três vezes no global, havendo casos de cinco, sete e até dez vezes. Esses múltiplos representam a alavancagem instantânea da escala operacional das empresas, que deveria estar sustentada por uma



estrutura gerencial e de sistemas já pronta para operar e adequada à dimensão adquirida pelas companhias. Não foi o que ocorreu, e o reflexo do que já era evidenciado na época hora se verifica nos prejuízos dos balanços e suas justificativas.

3. Leitura do que significa uma estrutura de empresa de real estate e o que se pode esperar no futuro, caso uma adequada reflexão faça cada empresa se ajustar diante de premissas estratégicas com foco em qualidade de desempenho (resultado e controle).

3.1. Quanto à operação e ao gerenciamento, os procedimentos de uma empresa de real estate residencial se resumem no seguinte conjunto de ações:

- i. decidir sobre um empreendimento - validar análises da qualidade do investimento | AQI | e validar o potencial de inserção de mercado do produto. Essa decisão leva à compra do terreno;
- ii. estruturar o empreendimento - produzir os elementos de suporte para atender às questões legais para construir e para vender. Aprovação de projetos, registro de incorporação, projetos executivos, orçamento e plano de execução (tarefas e suprimentos), plano de comercialização, marketing e promoção, definição e validação do preço necessário para satisfazer custos, riscos e margens, inclusive de resultado, contratar financiamento à produção e de comercialização são tarefas dentro dessa rubrica;
- iii. vender as unidades;
- iv. construir o empreendimento, controlando prazos, qualidade e custos;
- v. transmitir as unidades aos compradores, por meio dos instrumentos de financiamento (no mercado denominado de repasse), concluindo o empreendimento.

Esse conjunto de ações compreende desenvolver o empreendimento.

Em paralelo com as ações do núcleo operacional do empreendimento, é necessário acionar sistemas confiáveis de manejo financeiro, além dos suportes estruturais de uma corporação - o sistema administrativo.

3.2. Uma corporação pode tomar diferentes decisões estratégicas sobre como conduzir essas ações, desde a mais completa verticalização, até soluções fortemente terceirizadas. Cada desenho exigirá um sistema de decisões e controle adequado.

O tema de maior impacto no ambiente do real estate é a questão construir (3.1.iv). Construir é da essência do empreendimento, mas não é da essência do empreendedor. Uma empresa construtora é especialista, enquanto uma incorporadora que resolve construir verticaliza uma das ações de empreender,



devendo, para tanto, dotar-se de todas as qualificações de uma especialista construtora. Métodos, processos, equipamentos, sistema de suprimentos, atenção para a inovação, treinamento, planos integrados de construção entre empreendimentos, treinamento e formação de equipes, são alguns dos assuntos vinculados com a intenção de construir.

3.3. No ciclo dos IPOs, um dos dogmas incorporados às estratégias de todas as empresas se fundamentou em uma premissa, dentre outras: "a capacidade de investimento internada nas empresas é muito alta, de modo que há necessidade de sair da base operacional, a maioria em São Paulo, porque não há potencial de mercado para suprir a dimensão que as empresas alcançaram". A resposta (o dogma) foi: "há que espalhar a operação pelo Brasil e isso só se pratica com a velocidade requerida se a empreendedora montar um sistema de parcerias com empresas locais, que se encarregarão de construir".

A decisão estratégica conduzida sob esse princípio exigiria um desenho particular da ação do item (3.1.iv), desdobrada em:

iv.1. construir sob administração de um terceiro, sob especificação de metas de custos, prazo e qualidade da empresa líder. Impor incentivo, acompanhado de penalidade, no sentido inverso, para cumprimento das metas de custos e prazos. Medir a capacidade financeira do construtor para arcar com a responsabilidade de construir na escala do empreendimento e com as penalidades a serem eventualmente imputadas. Vestir o contrato de construção com um seguro, caso o risco do contrato não possa ser quantificado. Não fazer a parceria, caso não seja possível identificar e mensurar os limites de risco a que a empresa líder se expõe;

iv.2 impor na formação do preço as margens de segurança para cobertura de desvios de custos, em linha com as proteções constantes na contratação da construção;

iv.3 instalar um sistema de gerenciamento operacional, para controlar custos e prazos, capaz de emitir os sinais de aviso de desvios com a antecedência que permita corrigir rotas de prazos e, em alguma proporção, acréscimo de custos não computados na formação dos preços de venda do empreendimento;

iv.4 avaliar a competência do sistema de suprimentos do construtor, para julgar a oportunidade de instalar um sistema centralizado, de responsabilidade do empreendedor (líder), para adquirir os suprimentos de maior representatividade na hierarquia dos custos;

iv.5 estabelecer uma rotina de julgamento da qualidade dos parceiros e do risco embarcado em cada negócio sob esse formato, e balizar a hierarquia da decisão sobre



os contratos;

iv.6 avaliar sempre a oportunidade de comprar a construção sob preço fixo, reajustado na moeda dos contratos de venda do empreendimento, com o contrato vestido de seguro de performance.

Os prejuízos em operações de construção com parceiros, sob contratos desprovidos de qualquer proteção, anunciados pelas empresas e enunciados como responsáveis pela quebra de desempenho nos balanços de 2010 e especialmente de 2011, quando começa a se fechar o ciclo da aplicação dos recursos, evidenciam que as empresas não se organizaram para dar sentido à estratégia privilegiada. Resta começar de novo.

3.4. A contribuição da receita líquida de vendas para o funding dos empreendimentos sustentados por financiamento à produção, o que corresponde à grande maioria dos negócios das empresas, não é relevante a ponto de indicar que vendas devem anteceder à construção.

A raiz de quebra de resultado dos empreendimentos mais evidente é fundamentada na premissa de que os empreendimentos devem ser vendidos na planta. Isso significa: fechar o preço e abrir o custo - risco limite. Hoje, passados cinco anos da era gloriosa dos IPOs e fechados os ouvidos para as advertências de que não basta impor ajuste nos preços pelo Incc-fgv, que o desvio de custos estará coberto, as empresas reconhecem a necessidade de abrir, na formação dos preços, margens de segurança para cobertura do descolamento entre a inflação internada nas obras e o que é refletido no Incc-fgv.

Se, no limite da cobertura de riscos, as empresas vendessem seus empreendimentos quando o custo final já apresentasse uma perspectiva de desvio baixo (no último terço do prazo já seria possível), só estariam prejudicados os empreendimentos cujo desvio de custos estivesse acima do benchmark do mercado (incompetência da empresa frente aos padrões de desempenho do mercado competitivo).

Este procedimento teria, entretanto, riscos quanto à garantia de inserção de mercado dos empreendimentos e, como a manutenção de estoques de imóveis prontos é financeiramente muito prejudicial e economicamente danosa, é de se admitir que a melhor estratégia seja a de manter a postura de preço fechado contra custo aberto. Isso obriga a trabalhar com métodos de gestão do risco mais avançados do quanto se verifica praticado no mercado brasileiro, seja pela inserção de proteções na análise da qualidade dos investimentos, que fundamenta a decisão de investir, como nos sistemas de gestão e controle operacional. Os prejuízos já estão internados e a repercussão na percepção de valor das empresas já está refletida nos preços das ações, com algumas empresas importantes apresentando seu EMC (equity market



capitalization - valor de mercado) sensivelmente abaixo do valor patrimonial. Manter regimes equivocados de gestão de negócios pode desacreditar as empresas definitivamente. Resta começar de novo.

4. As decisões de investimento. No ambiente do real estate, cada decisão de investimento - comprar um terreno para implantar um determinado empreendimento - embarca um resultado esperado, dentro de uma faixa determinada pela avaliação dos riscos do negócio. Alcançar o resultado esperado depende, antes de tudo, da qualidade intrínseca da análise da qualidade do investimento (| AQI |).

4.1. O primeiro capítulo da | AQI | compreende a definição de produto e deve indicar a sua capacidade de colocação no mercado, com elevada margem de segurança. Dificuldades de penetração no mercado adiante comprometerão preços e provocarão gastos com promoção acima do orçado, o que repercutirá na perda de resultado. Os preços do mercado competitivo não compreendem margens generosas para cobrir os fatores de correção de baixa absorção. Por mais competentes que sejam os procedimentos de avaliação de rentabilidade e de riscos do investimento que complementam a | AQI |, definições desqualificadas sobre a penetração do produto no mercado comprometerão o empreendimento, sem que seja possível estabelecer qualquer proteção para reduzir as perdas derivadas de "ser obrigado a vender abaixo do preço necessário, utilizado para validar o investimento".

Há diversos exemplos de concentração de oferta em nichos de mercado e em algumas cidades no Brasil, que servem para ilustrar decisões de investimento tomadas a partir da medida do VGV internado em um empreendimento confundido com receita operacional. Ou seja: não é porque um terreno pode receber certa massa de construção, computada seguindo as posturas legais de uso e ocupação do solo, que a resposta de mercado será positiva para a oferta do empreendimento. VGV limite para um terreno significa quanto é possível vender a partir da imposição de uma configuração de aproveitamento e de produto, o que, de forma alguma pode ser associado à receita operacional possível de alcançar no empreendimento, sem crítica. O VGV potencial é a receita operacional desejada. Produto inadequado, ou oferta acima da demanda dentro do mercado competitivo, faz estoque de imóveis para o empreendedor, que só escoar perdendo margem ou até fazendo prejuízo.

A questão para as corporações com atividades espalhadas pelo Brasil é: "quem escreve este capítulo da | AQI | - em quais fundamentos se baseia para a definição de produto - quais são os elementos de suporte para sustentar que a oferta terá resposta na demanda qualificada do mercado?". E adiante: "quem usa a informação e tem autoridade para decidir o investimento, que já terá embarcada uma conformação de competitividade que pode não ter suporte?". Grandes companhias



devem desconcentrar decisões, mas sempre até o limite de manter controle de desempenho. Se o capítulo mercado é escrito por hierarquias inferiores de decisão e preparado com amorosismo, como as referências dos grandes fracassos têm ilustrado, sendo depois sustentáculo de decisões tomadas ao sabor da ânsia de investir e não do racional de investir sob resguardo do conhecimento dos riscos e da existência de instrumentos de controle adequados, não há controle de custos que resolva, tendo em vista que os preços possíveis de praticar se encarregarão de consumir as margens.

Se as margens forem forçadas para mostrar ebitda, com o comprometimento dos fluxos de retorno, mantendo preços, mas dilatando prazos de recebimento, os balanços esconderão a verdade, porque taxa de retorno não aparece na contabilidade. Entretanto a estrutura financeira da corporação estará comprometida, faltando caixa contra o fluxo dos recebíveis. Para fazer caixa os recebíveis deverão ser descontados a taxas de juros elevadas, impactando a margem final de resultado e aí mostrando o resultado da decisão de investimento equivocada.

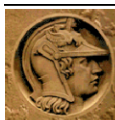
Não há proteção para compra de terreno (decisão de investimento) erroneamente fundamentada em um potencial de geração de VGV sem suporte na capacidade de absorção do mercado.

Não há proteção contra a decisão de investir sustentada na adrenalina e não na análise de riscos. Isso já aconteceu e ainda está internado no portfolio de projetos das empresas (ainda denominado por alguns de land bank).

E então? Começar de novo, colocando no mercado os projetos internados no portfolio pelo seu verdadeiro potencial de inserção. Para as novas decisões de investimento: i. implantar sistemas mais acurados de geração de informação para decisão de investimento, além de ii. transferir a hierarquia de decisão de investimento para o nível da empresa responsável pela tomada de risco inerente ao verificado na compra de um terreno.

4.2. O segundo capítulo da | AQI | é destinado a medir os indicadores econômico-financeiros necessários para identificar a estrutura de funding do projeto e a qualidade do investimento. Esse capítulo opera tendo em vista as premissas do cenário referencial de custos orçados, preços de venda, margens para cobertura de descolamento de indexador de preços contra o crescimento dos custos, para cobertura de riscos e para fazer resultado em uma taxa de retorno atrativa e o plano de ação (estruturação, lançamentos, vendas, construção e repasse). A margem para resultado, na maioria das situações, é passiva do preço competitivo para colocar o produto do mercado, derivado de informações complementares do primeiro capítulo.

As medidas dentro da | AQI | são extraídas de modelo adequado para medir a



equação de fundos, os indicadores da qualidade e dos riscos do investimento. Modelos adequados para simulação de comportamento de empreendimentos não se restringem a meros instrumentos de formatação de fluxos de caixa esperados, quanto mais detalhados mais competentes. A imagem de que dentro da | AQI | detalhe é qualidade é falsa na sua essência e tem representado um dos nós de quebra da qualidade das decisões de investimento no setor nesse ciclo da criação das grandes corporações de capital aberto. Exemplificando: é visível que no meio das empresas confere-se crédito a modelos que descrevem ingenuamente valores até os centavos, desprezando-se as questões de como é a base de formatação do cenário e quanto de risco fica embarcado na decisão de investimento como fruto da imposição de cenários otimistas. Continuando com exemplo: as empresas de real estate cotadas em bolsa estão vitimadas (primeiro semestre de 2012) pelo mais ácido descrédito quanto à sua capacidade de governança, especialmente no controle dos custos, tendo em vista como os ajustes de resultados apareceram nos balanços de 2011. Alguns reportes falam de ajustes de custos de 40/50% em custos de obras contra o orçamento e creditam a "explosão" a parceiros, à estrutura do Incc-fgv utilizado para ajustar os orçamentos ao longo das obras e à demanda de certos insumos muito acima da oferta que provoca aumentos de custos não captados pelo índice. As variáveis que provocam a distorção de custos contra o orçamento são essas enumeradas, mas a maior distorção ocorre: i. porque as empresas não controlam custos - na realidade instalaram sistema que registram custos e ii. porque nos modelos das | AQI | os orçamentos eram otimistas.

O orçamento dentro da | AQI | deve ser originado aonde? A resposta parece óbvia: no setor de orçamentos, planejamento e controle de obras das companhias. Entretanto, o orçamento dentro da | AQI | tende a ser gerado por meio de indicadores paramétricos, manipulados em favor de aceitar ou rejeitar o empreendimento, lançados sem a proteção das margens descritas anteriormente e sem o crivo do balizamento dos riscos na hierarquia adequada da corporação. Esse raciocínio vale para os demais elementos do cenário (prazos principalmente) e para a estrutura da modelagem de simulação.

Os problemas originados na geração de informações de baixa qualidade no processo de decisão sobre investimentos, que podem consolidar em concreto e aço prejuízos adiante, acontecem porque a hierarquia em que são processadas as | AQI |s é distante da hierarquia em que a decisão é tomada. Isso permite que percole de baixo para cima na organização uma informação viciada, ao sabor da percepção das hierarquias inferiores. Decide-se com amparo em informação de baixa qualidade, tendo em vista a menor relevância que as companhias têm creditado a esse instrumento vital da decisão de investimento.



Referências internacionais sobre perfil de formação de executivos para a gestão de empresas de real estate (executivos de hierarquias superiores) fazem ênfase em: i. avaliar a qualidade de investimentos nos seus negócios; ii. conduzir análises e gestão dos riscos dos negócios.

A prática brasileira de governança tem fugido dessa premissa, delegando a hierarquias inferiores essas avaliações (fazer a | AQI | fica para os jovens analistas planilheiros), além de delegar a gestão do preparo das informações para as hierarquias comprometidas com a identificação das oportunidades de investimentos (divisão de captação de negócios). Uma das raízes das perdas está nesse procedimento.

O que fazer? Começar de novo. O desenho da estrutura de gestão das empresas deve compreender uma unidade de serviços de planejamento e análise de investimentos vinculada à hierarquia superior da decisão, que vai buscar dentro da corporação o conjunto adequado de premissas para validar expectativas de custos, prazos e capacidade de penetração dos produtos no mercado, para montar as | AQI | sob direção da hierarquia (em geral comitê) capaz de reconhecer a capacidade de fazer (capital disponível para cobertura dos investimentos sob risco e capacidade de endividamento para completar a equação de funding) e o ajuste da qualidade ao fazer (rentabilidade e riscos) com o plano estratégico da companhia.

Há muito que ajustar para penetrar em uma nova era e ganhar credibilidade, mas é fácil perceber onde e como.

No site do NRE-POLI postamos a questão:

As empresas de real estate de capital aberto no Brasil estão sendo capazes de reconhecer os equívocos das estratégias e estruturas montadas pós IPOs e estão se remodelando para serem companhias de alta qualidade de desempenho no futuro (sim ou não)?

Responda e conheça como o mercado vê este tema.