



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Junho 2012

ERA POSSÍVEL PREVER?

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

O Tema Os balanços de várias empresas de real estate de capital aberto apresentaram prejuízos importantes no ano de 2011, ocorrendo alguns destaques que surpreenderam os analistas do mercado. Era de se prever que haveria um momento no qual as empresas teriam que desentocar os resultados negativos produzidos por posturas de gerenciamento e de planejamento estratégico equivocadas, que foram disseminadas pelo meio e que cada uma das empresas replicou por cópia (elegantemente denominado de resultado de benchmark).

Os analistas especializados, muitos dos quais têm grande conhecimento do setor, até "ontem" estavam fazendo alusões a resultados mais frágeis e valorizando as ações das empresas acima dos preços praticados no mercado, utilizando a modelagem tradicional de desenhar cenários de projeção de comportamento por meio de indicadores paramétricos extraídos de seus balanços e de algumas poucas informações sobre os estoques de terrenos e seu potencial de aproveitamento e geração de receita bruta. Mas prever prejuízos, não. Tendo em vista o que se conhece, mas não se lê nos balanços e as empresas não expõem a público, era razoável alertar para distorções, mas não havia meio de acessar informações que permitissem medir resultados futuros e aí detectar o potencial dos prejuízos. O mercado não dispõe de informações



gerenciais e as empresas não informam aos seus investidores sobre os problemas internados, sejam os gerenciais como os resultados negativos, enquanto não são obrigadas e fazem refletir nos balanços. Vejamos o exemplo de empresa que, ao expor seus prejuízos de 2011, relatou para a imprensa que o resultado negativo estava vinculado a uma determinada parceria - esse problema não apareceu na data do balanço, mas já era uma informação gerencial disponível muito antes, tanto que a empresa declara que desfez a parceria.

A vários analistas com os quais tenho dialogado expressei uma certeza: os balanços de 2007 até 2010, nos quais se está baseando a avaliação de qualidade das empresas, não servem como indutores para a formatação de cenários de comportamento adiante, porque são informação viciada, tendo em vista que é conhecida a realidade dos sistemas de gerenciamento das empresas, o que deveria indicar problemas, que esses balanços não vinham mostrando. Para poder traçar cenários com algum grau de confiabilidade, seria necessário dispor de informações gerenciais, que as empresas, nos seus encontros com estes mesmos analistas, não divulgam. Guidance de VGV (ou em português adequado - metas de vendas expressas em volume de receita) e expectativa de margem Ebitda (ou seja meta de margem de geração de resultado bruto, antes de juros, imposto de renda e contribuição social, além de itens menos relevantes no ambiente do real estate relacionados com depreciações e amortizações) não são, de nenhum modo, elementos sobre os quais seja possível fundamentar a projeção de desempenho de uma empresa do setor. O confronto das metas com os indicadores expressos nos balanços passados muito menos.

Indústria e Real Estate. Por maior que seja a escala da empresa de real estate, do conjunto do seu portfólio não se extrai amostra que possa servir como imagem de



comportamento para fazer cenários de projeção de resultados - é necessário conhecer os empreendimentos, porque cada um deles é submetido a uma dinâmica diferente quanto a: i. inserção de mercado, que qualifica a liquidez e a possibilidade de trabalhar com os preços alvo, sem descontos; ii. custos de construção, que, pressionados até por efeitos de competitividade na vizinhança, poderão estar muito ou pouco descolados do orçamento que fundamentou a decisão de empreender; iii. sistema de construção e de proteção aos riscos de desvios de custos contra o orçamento, que vão desde o risco aberto, quando a obra é executada sob o comando da empresa, até um risco com certo grau de controle quando se empreita a construção, além do particular risco aberto de potencial explosivo nas parcerias em que o parceiro é delegado para construir (volto ao exemplo da empresa que creditou seu prejuízo de balanço a uma parceria, cujos números relatados por meio da mídia são "imponentes").

Os métodos de que se valem a maioria dos analistas para avaliar desempenho das empresas de real estate são os mesmos aplicados à indústria de produção em série, e aí reside o problema. Em defesa das empresas, o que aconteceu desde os IPOs é que elas procuraram dialogar com o mercado na linguagem proposta pelos banqueiros de investimento e analistas. O romântico da novidade - múltiplos para valuation, land bank é a base de leitura da qualidade da empresa, VGV, ebitda, etc. - tirou o foco do essencial do real estate - produto adequado ao mercado alvo (liquidez elevada e preços estáveis), custos de construção contidos no entorno do orçamento, preços com margem de proteção aos riscos, medida do esforço de investimento e sua equação de funding, leitura da taxa de retorno dos investimentos (que não aparece em nenhum registro formal) e visão do impacto dos riscos.

O razoável é que os analistas compreendam que as empresas de real estate não podem



ser vistas como as de produção em série e que usem modelos e linguagem adequados à realidade estrutural do setor. Na produção em série de automóveis, por exemplo, analisar qual é o resultado por veículo produzido em certa linha, usando o preço médio de venda contra o custo médio de produção não desqualifica a avaliação. Analisar resultados contrapondo o total da receita contra o total do custo em um ciclo de trimestre é adequado na produção em série. Não tem importância estatística a unidade que foi produzida e ainda não vendida, cujo preço pode escapar da média ou o custo da unidade que se encontra em produção que pode escapar da média porque o fator de produtividade que a impacta é desalinhado, seja porque na data em que foi produzida houve um problema de indigestão da equipe, ou porque uma máquina ficou inoperante por certo tempo.

No real estate, nada começa e termina dentro de um trimestre, nem é razoável admitir que o que dentro dele ocorre mostra o perfil de comportamento da empresa - o portfolio de empreendimentos em ciclos curtos não serve de amostra. O mesmo vale para um ano. O conjunto das tarefas de obra executadas em um ciclo curto não é harmônico com o próximo ciclo. O conjunto de tarefas em empreendimentos com estrutura de custos diferenciada (escritórios, empreendimentos residenciais de baixa, média e alta renda e até loteamentos) não é amostra que se replica. O conjunto das tarefas em empreendimentos com estruturas de produção diferenciadas (parcerias, empreitadas globais, empreitadas por serviço, pessoal próprio) também não faz amostra de custos validada para ser carregada adiante. Então, ou se opera com informações gerenciais para entender os custos de cada empreendimento, as receitas, os preços, a velocidade de vendas e os estoques, ou então não se consegue entender o desempenho da empresa em ciclo curto e, muito menos, estabelecer indicadores para



projetar desempenho adiante. Derivar indicador de ebitda como margem contra o VGV de cada ciclo curto e usá-lo para fazer projeções é mergulhar na incerteza.

O grande problema do real estate No setor, os resultados são contabilizados mensalmente na curva dos custos. Esse procedimento representa o maior problema quando se pretende usar dados trimestrais ou anuais e derivar daí amostra para indicadores de desempenho adiante e a consequente precificação das ações. Como os custos de um empreendimento não acontecem dentro de ciclos curtos, a determinação da curva de custos contém uma parte incorrida e uma parte orçada. Um orçamento para complemento da obra desviado para baixo, por ser otimista ou por ser uma informação convenientemente distorcida, faz no presente a apropriação de uma parcela desproporcional da receita contra os custos incorridos, falsificando o resultado para cima e produzindo uma margem de resultado acima da real, que os analistas levam como indicador de performance adiante. Se isso ainda for praticado para um conjunto disforme de empreendimentos, porque é feito pelo balanço da empresa e não pelo balanço de cada empreendimento, à deficiência da informação se soma a distorção provocada pela amostra de portfolio de empreendimentos daquele ciclo, que não se replica adiante.

O que deve ter ocorrido nas demonstrações que agora aparecem com prejuízos é que se elaboraram planos estratégicos de ir fazendo resultados mais ou menos homogêneos, sem ajustar para cima os orçamentos para completar as obras, acreditando que empreendimentos do futuro seriam capazes de fazer resultado cobrindo as fraquezas do passado. Provavelmente, se tomarmos o conjunto dos empreendimentos das empresas isoladamente e promovermos uma análise de resultado (aliás, informação gerencial que todas as empresas devem ter)



encontraremos alguns prejuízos e um grande conjunto de resultados muito fracos. Entretanto, como os empreendimentos foram mostrando resultados muito altos contra a realidade antes de as obras se encerrarem, no seu último ciclo ou quando os auditores pressionaram para que os orçamentos de complemento das obras fossem ajustados, apareceu uma conta negativa - prejuízo no último ciclo.

"O problema dos planos muito bem elaborados é a desobediência da realidade e a insubordinação das consequências" (jornalista Dora Kramer em 19 de abril de 2012 falando sobre os planos dos políticos).

Um exemplo Uso um protótipo de empreendimento residencial, que formatei com três anos de ciclo operacional (compra do terreno, construção, vendas e repasse) para ilustrar como a falta de ajuste do orçamento para complemento de obra mascara o resultado nos dois primeiros anos e pode fazer prejuízo no balanço do terceiro. O protótipo está em SPE de lucro presumido nos três anos. Na análise da qualidade do investimento, feita antes de deflagrar o empreendimento, a taxa de retorno esperada para os investimentos no negócio está em 20% ano, acima da variação do Incc-fgv, depois de impostos, e a margem de resultado, depois do impacto das contas gerais da administração e dos impostos (líquida para o investidor), está em 18,9% sobre a receita bruta de vendas. Os gráficos seguintes mostram a variação da margem, quando se faz o balanço do empreendimento ao final de cada um dos três anos em situações em que se vai mascarando o aumento do orçamento de custos para completar a obra.

gráfico 1 Ilustra como serão as margens de resultado sobre vendas seguindo os balanços dos três anos quando se procede corretamente, fazendo um ajuste de



orçamento no final do Ano-1 e outro no final do Ano-2, seguindo as mesmas taxas de ajuste (eixo horizontal do gráfico). Usando ajustes de 15% no que falta construir, a margem esperada original era de 18,9%, a margem calculada no final do Ano-1 seria de 11,9%, ao final dos anos 2 e 3 seria de 6,4% e a margem global do empreendimento de 7,8% contra a expectativa de 18,9%. Esse impacto de 15% na parte do orçamento para completar a obra, aplicada a cada final de ano corresponderia a um aumento de custos contra o orçamento de partida de 17,2%. Com impactos de 25% já aparece um pequeno prejuízo no empreendimento e as margens dos anos 2 e 3 serão negativas.



gráfico 1

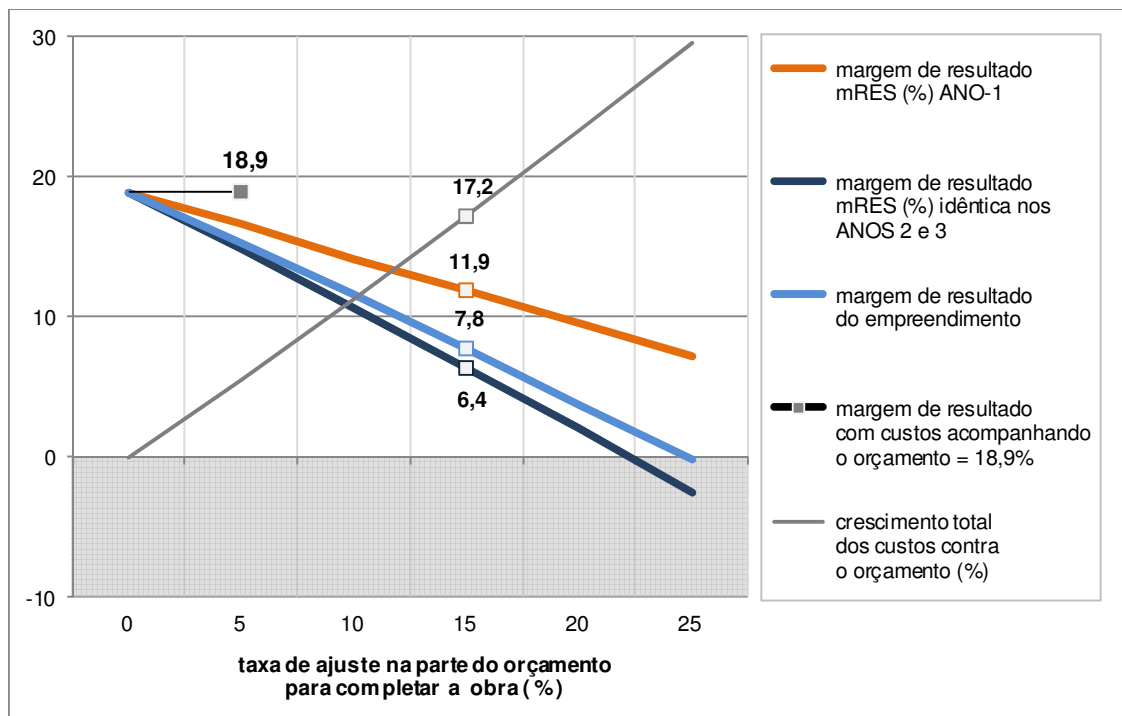


gráfico 2 Mostra os mesmos indicadores, considerando que o orçamento ao final dos anos 1 e 2 é ajustado, combinado com a situação de que no Ano-3, ao final do empreendimento, se encontra um desvio de custos do mesmo grau relativamente ao que estava orçado para esse ano. Aqui se verifica quanto fácil é sair de margens positivas para prejuízos.



gráfico 2

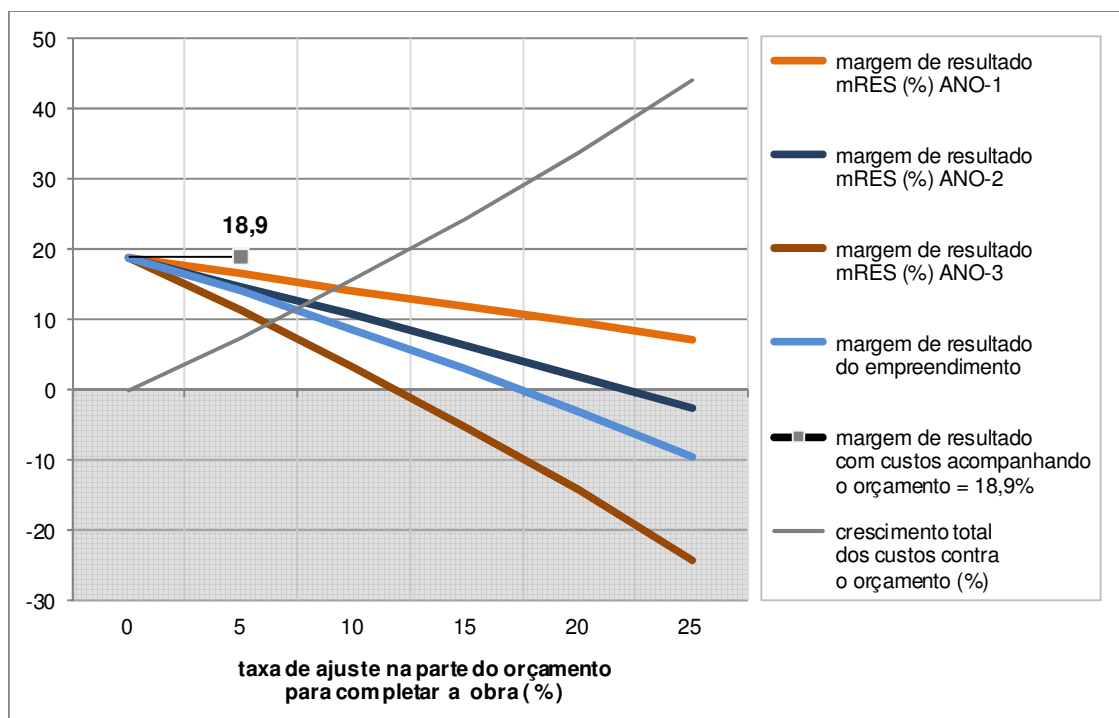
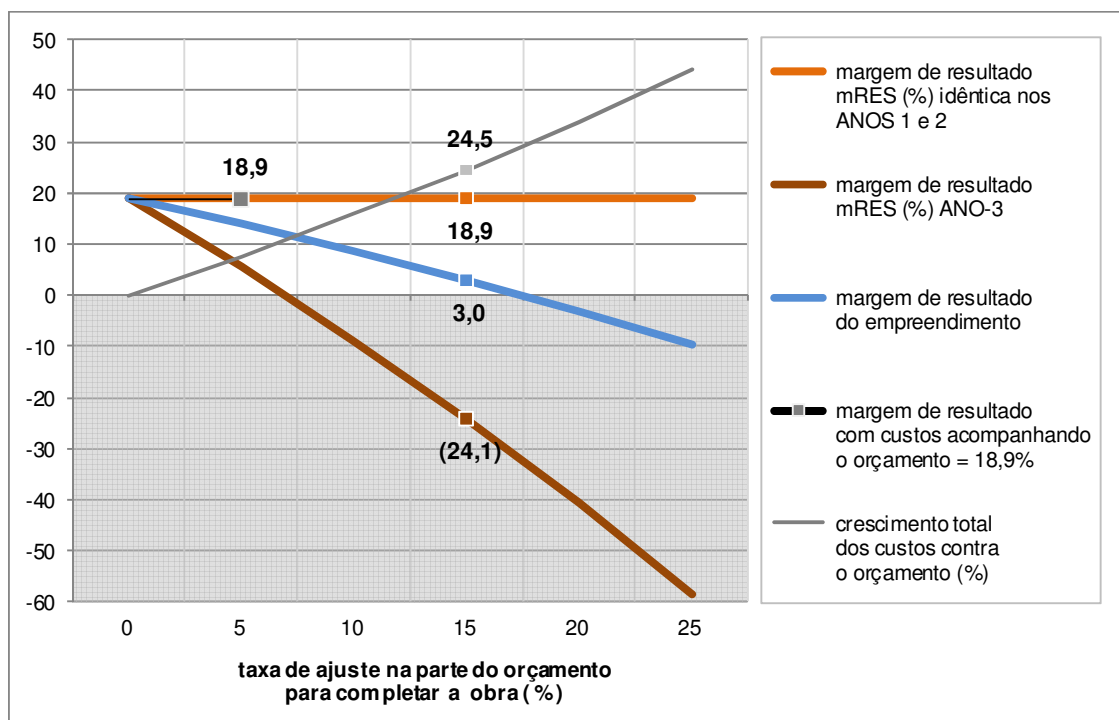


gráfico 3 Ilustra a mesma condição do gráfico 2, para a situação que aparentemente ocorreu nos últimos balanços das empresas de real estate, desaguando em 2011 com os prejuízos apresentados. O gráfico mostra as margens estabilizadas quando não se reconhecem os aumentos de orçamento, mantendo-se os anos 1 e 2 dentro das margens esperadas. Quando no Ano-3 é necessário reconhecer o custo final contra uma pequena parcela da receita, porque parte desproporcional foi apropriada contra os custos dos anos 1 e 2, aparece o prejuízo. Por exemplo, com 15% de impacto a cada ano e ao final do Ano-3, os custos ficam 24,5% acima do orçado, a margem falsa de 18,9% aparece nos dois primeiros anos, compensando-se no terceiro com um prejuízo equivalente a 24,1% da receita, para uma margem final do



empreendimento ainda positiva em 3,0%, mas que fica perdida como informação de qualidade do negócio, diante da apropriação inadequada dos dois primeiros anos.

gráfico 3



A resposta à questão deste artigo é: era previsível que os resultados das empresas estivessem abaixo do que mostravam os balanços e que, em certo momento, pressionadas pelo final dos empreendimentos ou pelos auditores, as empresas teriam que reconhecer os resultados frágeis embarcados na sua operação, sob a forma de prejuízos para compensar lucros acima do razoável, antes apropriados. Entretanto, não havia como quantificar a situação de 2011. Lição para o futuro: i. as empresas ganharão confiabilidade se mostrarem resultados mais confiáveis, mesmo que em patamares mais modestos e ii. os analistas não podem pretender julgar e precificar as ações das empresas exclusivamente pelos indicadores de balanço.