



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL
GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE

NÚCLEO DE REAL ESTATE
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Maio 2010

**DIVERSIFICAÇÃO DE INVESTIMENTOS EM EMPREENDIMENTOS COMERCIAIS:
GANHOS E RISCOS PARA AS EMPRESAS E PARA OS INVESTIDORES**

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.
M.Eng. Paola Torneri (Doutoranda do NRE)

A acentuada queda das remunerações propiciadas aos investimentos em ativos financeiros ancorados nas taxas Certificados de Depósito Interbancários (CDI) tem incentivado a migração de recursos de poupadores para outros ativos do mercado financeiro, do mercado de capitais e para investimentos no setor de real estate.

No primeiro semestre de 2008 a taxa nominal média de remuneração para as aplicações ancoradas no CDI foi de 11,06% equivalente anual e 13,69% no segundo semestre, de acordo com a base de dados do Banco Central. Em 2009 o patamar de remuneração do CDI foi de 10,95% e 8,80%, equivalente anual nominal, no primeiro e segundo semestres respectivamente. Nos dois primeiros meses de 2010 as taxas nominais para aplicações referenciadas no CDI situaram-se entorno de 8,8% a 9,8%, anualizadas.

A flutuação das taxas de remuneração no período analisado induz movimentos claros de ingresso e saída de recursos que se expressam no saldo total (pessoas físicas e jurídicas) das aplicações em CDB atrelados ao CDI, que se expande em cerca de 40% no primeiro semestre de 2008, relativamente ao saldo do semestre anterior e, 34% no



segundo semestre em relação ao primeiro, acompanhando o crescimento das taxas médias de rentabilidade. O volume de recursos investidos é praticamente estável ao longo do primeiro semestre de 2009, mas sofre uma redução de aproximadamente de R\$ 23 bilhões de reais, equivalente a 4% do total do saldo aplicado, durante a segunda metade do ano de 2009, seguindo novamente a oscilação para baixo das taxas de remuneração verificadas.

Este trânsito de recursos no mercado enseja o tema deste artigo cujo foco é a diversificação da oferta de empresas de real estate residencial no segmento de edifícios de conjuntos comerciais, enfatizando as oportunidades e os riscos de empreender orientado por esta estratégia de diversificação e, destacando também os riscos que os investidores nas unidades comerciais do edifício devem observar.

Diversificação de empreendimentos

Os anos de 2006 e 2007 foram relevantes para o setor da construção civil brasileira, marcado pela captação recursos de mais de R\$ 16 bilhões, por meio da emissão primária de ações. Capitalizadas e com alta liquidez essas empresas passaram a rever seu posicionamento adotando estratégias de crescimento e diversificação de investimentos. Para mitigar o risco do seu portfólio de investimentos buscaram diversificação geográfica e por segmento, identificando mercados com bom potencial de crescimento, com grau de competição aceitável e adotando diversos modelos de negócios, como: parcerias com players regionais menos capitalizados, aquisições, fusões e joint-ventures.

Nesse cenário, para que as empresas pudessem competir em um mercado mais ofertado e sob margens mais estreitas, a inovação e a flexibilidade de ajustar o portfólio de produtos de modo a atender diferentes demandas nos segmentos de



mercado imobiliário tornaram-se atributos obrigatórios.

Há que se ponderar que mudanças do cenário macroeconômico podem causar alterações do perfil de demanda por imóveis nos diversos segmentos, afetando o desempenho dos investimentos imobiliários. Um exemplo é o que ocorreu no mercado de edifícios de escritórios na cidade de São Paulo, face à crise financeira de 2008/2009. A necessidade das companhias conterem despesas afetou o segmento de locação de edifícios corporativos de alto padrão, de modo que empresas saíram de espaços maiores para menores e outras desistiram de mudar. Além disso, os fundos de private equity, que participavam ativamente desse mercado, injetando volume considerável de recursos, reduziram seus investimentos quando a crise começou. Por outro lado, a queda das taxas de juros e a busca por ativos reais estimularam o pequeno investidor a adquirir pequenos conjuntos comerciais. Pesquisa feita pela consultoria CB Richard Ellis para o jornal Valor Econômico¹ mostra que no primeiro semestre de 2009, os principais conjuntos comerciais em São Paulo somaram R\$ 664 milhões em vendas, o que representa uma área negociada de 105 mil m². No mesmo período, as vendas de edifícios corporativos – cujos preços são mais elevados – somaram R\$ 498 milhões em vendas com a negociação de 77 mil m² de área.

Nesse sentido, a diversificação de investimentos por segmento, o que reflete diferentes padrões de desempenho e atendimento de diferentes segmentos de demanda pode ser um critério para mitigação dos riscos do portfólio das incorporadoras, face a diferentes cenários setoriais. No entanto, para que a atuação em novos segmentos se traduza em desempenho favorável para a companhia, a

¹ Reportagem “Conjunto supera grandes escritórios”, Jornal Valor Econômico (18/06/2009), Daniela D’Ambrosio, São Paulo.



diversificação deve ser acompanhada do ganho de competências para atuação nos novos mercados. O conceito de competência pode ser traduzido como recursos e capacidades internas da empresa, sendo estes obtidos pela construção interna de capacidades (capability-building), ou por meio de fusões e aquisições (resource-picking)². Assim, empresas que decidem por um processo de crescimento e diversificação e não desenvolvem competências para tal, não são capazes de atingir os resultados inicialmente previstos na fase de planejamento estratégico.

Por outro lado, observa-se que a atuação das incorporadoras no desenvolvimento de empreendimentos de pequenos conjuntos comerciais surgiu inicialmente no mercado, muito mais como uma oportunidade de negócio, do que como uma orientação estratégica empresarial clara para diversificação do portfólio de investimentos.

Em um primeiro momento, foi a percepção de sinergias entre os empreendimentos residenciais e comerciais para profissionais liberais, que levou ao desenvolvimento destes projetos. A disponibilidade de moradia e prestação de serviços no mesmo local, e algumas vezes a disponibilidade de comércio, como espaços para lojas, serviços, restaurantes e cafés, mostrou agregar valor tanto ao empreendimento residencial como ao empreendimento comercial. Estes “empreendimentos mistos” são condomínios caracterizados por torres residenciais e comerciais que, apesar de apresentarem acessos distintos, são edifícios integrados. Ademais, estes condomínios costumam oferecer grandes áreas de lazer, com clubes e opções de serviço que vão de academia a lavanderia até cinema.

² Estudo desenvolvido por Alencar e Souza (2009), com título “As estratégias de crescimento e diversificação das empresas brasileiras de incorporação residencial”, apresenta com mais profundidade esta análise, disponível em www.realestate.br



Deste modo, observa-se que estes empreendimentos comerciais foram desenvolvidos por empresas que possuíam flexibilidade operacional e relacionamento com parceiros que possuíam este know-how para suprir esta demanda não atendida.

Se por um lado, investimentos em outro segmento representam para as incorporadoras a possibilidade de diversificação do portfólio de investimentos, de outro lado há que se ponderar sobre os riscos envolvidos na atuação em novos segmentos, como por exemplo: a falta de conhecimento no segmento de atuação pode levar à implantação de empreendimentos em regiões com excesso de oferta, despesas operacionais de gestão e para desenvolvimento de competência interna, entre outros.

Qualidade e Riscos para os investidores

O investidor que transfere recursos em giro no mercado financeiro para o segmento de edifícios comerciais para locação em geral o faz baseado em duas premissas presentes no inconsciente coletivo do mercado: [i] - preservação do valor investido, ou segurança do investimento, em verdade muitos investem com a firme expectativa (crença) de valorização do ativo, e; [ii] – geração de renda dos aluguéis homogênea e estável por longos períodos.

Deste modo, os veios de risco a que estará sujeito o investidor residem justamente nas possibilidades de perda de valor do real estate, relativamente ao capital investido na sua aquisição, ajustado por algum índice de preço, e na queda da renda recebida, seja por meio da redução dos valores dos aluguéis ou do incremento das taxas de vacância no mercado e no empreendimento que abriga o espaço comercial no qual se investiu.

Ou ainda, o que é bastante freqüente em momentos de euforia exacerbada, a aquisição do espaço pelo investidor a partir de valores descolados com a real capacidade do mercado de locação pagar preços pelo uso do imóvel que possam remunerar o



investimento em patamares atrativos.

A primeira vertente de risco a que deve estar atento o investidor, a possibilidade de quebra de valor do imóvel, envolve 2 horizontes temporais distintos, no curto prazo, entre a compra no lançamento e a entrada do empreendimento no mercado, a flutuação de valor para baixo decorrerá de um excesso de lançamentos na região, emulados tanto pela própria oferta que intensifica a concorrência na região quanto pela percepção do ambiente econômico mais favorável, no momento da onda de lançamentos, mas que não necessariamente se sustenta até a conclusão da implantação dos empreendimentos, ou mesmo durante o seu ciclo de operação. O mercado paulistano de imóveis para renda tem vários exemplos de ocorrências deste tipo, haja vista o overbuilding de flats nos anos 80 e 90 e edifícios de escritórios e hotéis de alto padrão no início dos anos 2000.

Num prazo mais longo, relativamente à implantação do empreendimento, as possibilidades de redução do valor do ativo e das rendas dos aluguéis tem vínculo com 2 principais fatores; primeiro, a obsolescência do empreendimento devida ao avanço das tecnologias dos sistemas prediais e que não são passíveis de serem embarcadas no edifício em operação, mas que vem embutidas nos novos lançamentos que disputam o mesmo mercado competitivo. Os mecanismos de mitigação deste fator de risco estão relacionados com a escolha de empreendimentos cuja concepção tem um certo grau de flexibilidade para embarcar inovações e cuja gestão de facilities promove intervenções periódicas no sentido da renovação para o upgrade funcional e tecnológico.

O segundo fator de risco diz respeito à possível deterioração do entorno urbano, e para este não há mitigação viável dentro do espectro de ações do gerenciamento de



facilidades, em todo o caso é urgente para o setor de real estate brasileiro a produção de índices setoriais que expressem a evolução de preços praticados nos principais mercados para que se mitigue o risco da formação de “bolhas imobiliárias”.
