



**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 - Outubro 2010

**EFICIÊNCIA, EFICÁCIA E CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO DE REAL ESTATE  
BRASILEIRO NA CONJUNTURA DO CICLO PÓS IPOS**

Carolina A. G. Gregório – Doutoranda do Núcleo de Real Estate da Poli-USP  
Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

Passados pelo menos três anos do ciclo de captação intensiva de recursos pelas empresas de real estate via IPO, em especial das empresas do segmento residencial, torna-se possível analisar a conjuntura, como fruto dos princípios de gestão implantados na mudança de escala e na visibilidade das companhias. Este processo, fomentado pela percepção de valor imposta pelo mercado de capitais (analistas e investidores), na qual valor está atrelado ao potencial de receita projetado no landbank das empresas, fez com que empresas amargassem prejuízo e incorressem em endividamentos, em certas ocasiões insuperáveis, uma vez que decisões de compra de terrenos e formação de parcerias foram concebidas sem a adequada visão de planejamento estratégico e financeiro. Razão disso, neste ciclo pós-IPO, já se observa um processo de compras e fusões, com a formação de empresas mais robustas, assim como a venda de algumas empresas em processo de liquidação.

Na coluna deste mês tratamos deste assunto, da forma como foi debatido em reunião do Comitê de Mercado do NRE, cuja síntese anotamos aqui numa versão mais abreviada. A íntegra da Nota do Comitê pode ser encontrada em [www.realestate.br](http://www.realestate.br). O tema pode ser resumido tratando-se das seguintes questões:

---



- É possível administrar uma empresa de real estate residencial olhando somente sob o ângulo de percepção de valor usado pelos analistas/investidores do mercado de capitais, focando no valor das ações na Bovespa? Ou os resultados são consequência de como é feita a geração de negócios, planejamento de produto e sistemas de gestão nas companhias?
- A escala dos projetos implica em melhor eficiência nas companhias, ou seja, em melhor produtividade do patrimônio líquido (PL)?
- A dispersão entre mercados (produtos e geografia) tem influência na produtividade do PL das companhias?
- As menores têm capacidade de se confrontar com as maiores no mercado, ou é mandatório que o mercado vai se consolidar por compras ou por fusões?

### **Percepção de Valor, Eficiência e Eficácia das Empresas de Real Estate Residencial**

Com as aberturas de capital as empresas passaram a operar em uma nova realidade, distinguida, principalmente, pela exposição aos analistas e investidores do mercado de capitais e pela nova escala operacional (com capacidade de produção multiplicada em oito vezes para o conjunto das empresas).

A percepção de valor das empresas pelo mercado de capitais e, assim, o reflexo nos valores das ações das empresas de real estate na Bovespa, passou a orientar as decisões nas companhias. As empresas passaram a operar olhando para cima, ou seja, operar de modo a criar valor conforme a percepção dos investidores e analistas do

---



mercado de capitais. Nesse sentido, a corrida para formar estoques de terrenos, e criar valor numa medida virtual, foi a estratégia seguida por todas, já que a percepção de valor estava atrelada ao potencial de receita dos empreendimentos projetados nos terrenos das companhias.

A própria contratação dos *market makers* pelas empresas de real estate comprova este foco dado à percepção do mercado de capitais. Este instrumento especulativo acaba se confrontando com a natureza dos negócios das empresas do mercado de real estate.

O ciclo destes negócios, cujo giro dos recursos de investimento é de longo prazo (3 até 5 anos), exige planejamento de produto, não somente para o empreendimento ter adequada absorção quando inserido no mercado, como também, para a empresa ter a capacidade financeira de suportar os empreendimentos em andamento, conforme fontes de recursos disponíveis para equacionar os fundos para implantação dos empreendimentos. Esta orientação está na essência das decisões das empresas, mesmo aquelas com interesse em crescer, já que a nova escala operacional trazida pela captação via IPO induzia este crescimento.

Planejamento de produto para os projetos das empresas, sistemas de gestão eficientes para a nova escala operacional e planejamento estratégico para se decidir como crescer, são pilares de sustentação das decisões das companhias, refletindo, por consequência, na sua eficiência e eficácia e, assim, no valor das ações na Bovespa.

No entanto, o foco da Bovespa para os negócios, evidenciada neste ciclo pós IPO, teve reflexos importantes no mercado de real estate e no modo das empresas implementarem suas estratégias. Em um primeiro momento, logo após as IPOs, era importante a empresa crescer, ter porte, receber recursos e cumprir *guidances* (metas) agressivos. Vale ressaltar que a maior parte dos recursos capitalizados via IPO veio de

---



investidores estrangeiros, que aproveitaram o momento de oportunismo e alta liquidez da economia global para decidir por investir nas ações das empresas de real estate. Com a crise financeira mundial, a regra mudou e grande parte destes investidores liquidou suas posições. Agora os investidores exigem ainda mais resultados das companhias. Desta forma, a eficiência e eficácia na forma de operar passaram a ser importantes para as empresas se manterem no mercado.

A estratégia eficaz para gerar resultados econômicos mais qualificados compreende comprar terreno, no prazo mais curto lançar o empreendimento e vender, e não internar recursos em estoques de terrenos. Esta estratégia exige foco na gestão da companhia. Formar landbank é estratégia de especulador, o que não é conforme com os negócios das empresas. Recursos internados em terrenos não fazem taxa de retorno.

Para as empresas de real estate residencial já se observam situações em que o gigantismo tem levado à perda de produtividade, fruto da inadequada definição de estruturas de gestão, operação e controle.

A escala de projetos também não implica necessariamente em melhor eficiência, pois só faz sentido ter escala quando se tem mercado para absorver o total das unidades lançadas. Evidencia-se a estratégia traçada por algumas empresas em empreender somente em áreas que permitam gerar grandes VGVs (Valor Geral de Vendas), podendo ser esta a premissa determinante para aquisição de áreas. No entanto, se não houver mercado, os resultados dos empreendimentos serão desastrosos. A escala dos projetos das empresas deve respeitar duas premissas: i - ser condizente com a estrutura da companhia, e ii – ser competitivo no seu segmento de mercado alvo. Ou seja, apresentar boa produtividade do PL e margens atrativas é muito mais uma

---



questão de eficiência do sistema do que de escala.

Acerca dos grandes projetos para formar bairros novos, os casos existentes comprovam que estes exigem um planejamento muito além do que comprar terrenos e construir apartamentos. Formar bairros dispersos e com baixa densidade, com estruturas independentes, não representa produto competitivo adequado (não são muitos os exemplos de bairros dormitório bem sucedidos).

Crescer geograficamente, por meio de parcerias mal formadas, pode também prejudicar as margens e produtividade do PL nas companhias. Muitas das empresas de capital aberto adotaram a estratégia de formar parcerias com empresas locais depois amargar prejuízos nos projetos. Atualmente, já se observa que algumas companhias abandonaram algumas cidades e estão focadas em regiões nas quais instalam estruturas com autonomia regional.

Quanto ao planejamento de produto, evidencia-se a tentativa de algumas empresas produzirem casas e apartamentos respeitando módulos fixos nos projetos, com propósito de ganhar produtividade e redução de custos. No entanto, nestes casos o mercado é obrigado a aceitar o projeto, e não o projeto é desenhado para se adequar ao mercado no qual está sendo inserido. Isto só se enquadra em projetos de baixa renda, e com ressalvas. O ideal é focar em uma tipologia de construção para os projetos, a qual permite adaptações de acordo com cada situação. Ter foco em uma tipologia acarreta em melhoria na produtividade, além de permitir melhorias contínuas no processo de produção.

O que se conclui avaliando este ciclo de 3 anos pós-IPO é que as empresas deveriam operar privilegiando os projetos, que ao final são os geradores de resultado e sustentadores da perenidade, e não atuar somente tendo em vista os investidores e

---



analistas do mercado de capitais. Desenvolver bons negócios é uma consequência natural de um adequado planejamento estratégico e operacional, que os acionistas tendem a reconhecer.

Para as empresas de capital aberto é imperativa a realidade de acompanhar a percepção dos acionistas/analistas, que cobram resultados, comparam empresas, e que causam uma permanente pressão no seio da organização, o que não pode tirar o foco do planejamento estratégico e operacional. As empresas que continuarem operando com foco prioritariamente ao mercado de capitais serão as mais frágeis no longo prazo.

Valorizar a gestão do negócio de incorporação e não operar apenas para mostrar indicadores para analistas e investidores, é uma necessidade das companhias. Noutro sentido, é importante acompanhar a percepção do mercado de capitais, uma vez que é dele que as empresas se valem para buscar recursos de investimento para produção dos empreendimentos.

### **Consolidação do Mercado – Segmento das Empresas de Real Estate Residencial**

Além de se preocupar com a questão operacional, as empresas de capital aberto precisam ter porte e liquidez no mercado de capitais, no intuito de promover o interesse de investidores para captação de recursos. No entanto, o que se evidencia sobre a consolidação do mercado é que cada empresa terá seu espaço de acordo com as suas estratégias e tipos de investidores a atrair.

A escala vai depender de cada empresa: empresas serão voltadas para bairros novos, outras voltadas para empreendimentos grandes e outras voltadas para nichos.

---



As menores tendem a trabalhar em nichos, preocupando-se mais com os projetos, do que com os *guidances*. Este tipo de empresa, embora de capital aberto, não se importa prioritariamente com os preços das suas ações na bolsa e sim em ter bons projetos.

Existem ainda, mesmo após as fusões e compras já evidenciadas, muitas empresas de real estate na Bovespa, comparativamente às outras bolsas do mundo. Já se observa uma consolidação, com alguma concentração do mercado em três das empresas listadas na bolsa. Mesmo com esta consolidação, assim como as empresas menores, as maiores podem também criar empresas de nichos, que ficariam como empresas coligadas das suas holdings.

---