



Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Dezembro 2008

**A ESTRUTURA DE *FUNDING* DAS INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS APÓS AS  
OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES**

Prof. M.Eng. Alessandro Olzon Vedrossi

A melhoria do ambiente macroeconômico no Brasil e o conseqüente desenvolvimento do mercado acionário local proporcionaram a mais de 20 empresas do setor de *real estate* a abrirem seu capital entre os anos de 2006 e 2007. Essas empresas captaram um valor próximo a R\$ 13 bilhões em novos recursos na forma de *equity* através de Ofertas Públicas de Ações (“IPO” – Initial Public Offering) junto à Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

Além desse volume de recursos captados na forma de *equity*, o mercado de crédito imobiliário tem crescido a taxas superiores a 100% ao ano nos últimos 2 anos, atingindo patamares nunca antes vistos. No ano de 2007, os recursos do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) alcançaram o valor de R\$ 18,4 bilhões alocados em operações de financiamento à construção e à aquisição de imóveis, além do volume total de R\$ 6,9 bilhões provenientes do FGTS.

Ao mesmo tempo, além da disponibilidade de recursos, os produtos de crédito imobiliário voltados à aquisição de unidades residenciais apresentam atualmente

---



condições significativamente mais favoráveis, com taxas de juros menores e prazos mais extensos, sendo acessíveis a um público crescente. A possibilidade de financiar 80% ou, em alguns casos, até 100% do valor do imóvel em um prazo de 25 a 30 anos a taxas de juros ao redor de 9% a 10% ao ano é hoje uma realidade.

A conjunção desses fatores tem impulsionado o crescimento vertiginoso do mercado imobiliário brasileiro nos últimos anos, levando as empresas de *real estate*, principalmente aquelas de capital aberto, a atingirem volumes de operação significativamente maiores ano após ano. No ano de 2006, as 21 incorporadoras imobiliárias<sup>1</sup> listadas no BOVESPA lançaram empreendimentos com volume geral de vendas (VGV) de R\$ 9,4 bilhões e tiveram vendas contratadas de R\$ 6,7 bilhões. Em 2007, esses volumes atingiram R\$ 26,2 bilhões em lançamentos e R\$ 14,9 bilhões em vendas contratadas, um crescimento de 180% e 122%, respectivamente. No primeiro trimestre de 2008, os lançamentos dessas empresas alcançaram R\$ 5,9 bilhões e as vendas contratadas R\$ 5,7 bilhões, crescimento de 169% e 175%, respectivamente, sobre o primeiro trimestre de 2007.

Com o objetivo de suportar esse crescimento e a expectativa futura de novos negócios, o estoque de terrenos, matéria prima do negócio de *real estate*, dessas incorporadoras imobiliárias cresceu de R\$ 70 bilhões de VGV no final de 2006 para um volume total de mais R\$ 160 bilhões de VGV no final de 2007, um crescimento de 130%. Esse

---

<sup>1</sup> Esse artigo tem o foco nas empresas de *real estate* denominadas incorporadoras imobiliárias, cujo foco principal é o de desenvolvimento de empreendimentos imobiliários e posterior venda das unidades imobiliárias, sejam residenciais ou comerciais. As empresas cuja atividade principal é a exploração de negócios de base imobiliária, como shopping centers e edifícios comerciais, e as empresas de corretagem imobiliária não são tema desse artigo.

---



crescimento do mercado imobiliário levou ao acirramento da concorrência na aquisição de terrenos, principalmente nas áreas centrais. Como consequência, houve aumento dos preços dos terrenos, além da preferência, por parte dos proprietários de áreas, de pagamento em dinheiro em detrimento às operações de permuta<sup>2</sup>. A necessidade crescente de aquisição de terrenos nessas novas condições de mercado fez com que grande parte dos recursos financeiros captados pelas empresas de *real estate* nas operações de IPO fosse destinada às aquisições de terrenos. Pesa-se também o fato de que operações de financiamento à aquisição de terrenos são ainda pouco comuns no mercado brasileiro.

Com o objetivo de estimar a necessidade de investimento do incorporador imobiliário no desenvolvimento de um determinado empreendimento, apresenta-se abaixo a composição de custos para um empreendimento protótipo em relação ao total de suas receitas ou VGV.

---

<sup>2</sup> As operações de permuta, largamente utilizadas na aquisição de terrenos, consistem no pagamento do preço do terreno através da oferta ao proprietário do terreno de uma determinada participação nas receitas do empreendimento, a entrega futura de unidades no próprio empreendimento ou unidades prontas de outros empreendimentos.

---

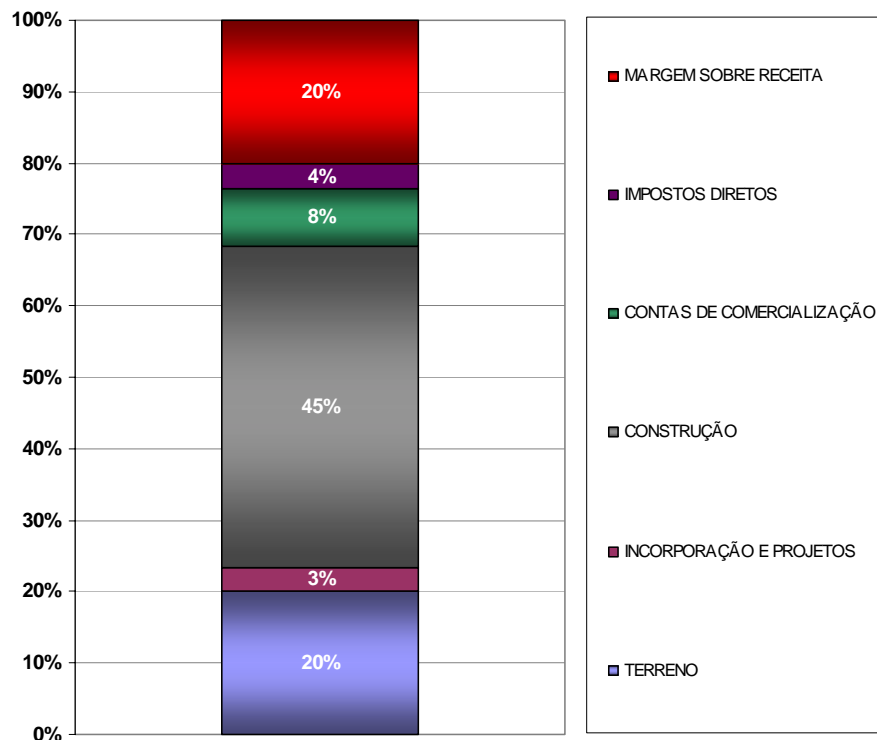


Figura 1 – Composição de custos de um empreendimento protótipo.

Dessa forma, assumindo-se uma margem sobre receita de 20% conforme o empreendimento protótipo acima, a necessidade total de recursos financeiros para o desenvolvimento desse empreendimento é equivalente a 80% de seu VGV. Esses recursos financeiros provêm basicamente das seguintes fontes: (i) recursos provenientes de vendas (pagamento do preço durante a construção), (ii) recursos de financiamento à construção e (iii) recursos próprios do incorporador.

Como forma de estimar a necessidade de recursos próprios do incorporador para o desenvolvimento de um determinado empreendimento, será feito as seguintes premissas:



- recebimento de 20% a 25% do preço da unidade durante a construção, com o saldo entre 75% a 80% do preço a ser financiado por uma instituição financeira;
- venda de unidades durante a construção representa entre 85% a 95% do volume total do empreendimento, apresentando um estoque de unidades entre 5% a 15% a serem vendidas na entrega do empreendimento;
- financiamento à construção no valor equivalente a 80% dos custos de construção.

A partir dessas premissas, os (i) recursos provenientes de vendas são estimados entre 15% a 25% do total das receitas e os (ii) recursos de financiamento à construção em aproximadamente 35% do total das receitas. Dessa forma, estima-se que a necessidade total de investimento para o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário varia entre 25% a 30% do VGV, volume expressivo de recursos, geralmente desembolsados nos primeiros 12 meses a partir da aquisição do terreno.

Além disso, vale ressaltar que o ciclo médio do negócio imobiliário gira ao redor de 3 a 4 anos entre a aquisição do terreno e o recebimento total do preço de venda da última unidade. Isso leva a que o incorporador recomponha sua capacidade de investir apenas ao final desse ciclo. Outro ponto a ser considerado é que, além das despesas diretamente relacionadas ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, as incorporadoras imobiliárias possuem despesas adicionais, tais como despesas gerais de administração e outros impostos, o que também impacta na capacidade de geração de caixa da empresa.

A partir dos dados de lançamentos de empreendimentos e de banco de terrenos em 2006 e 2007 apresentados pelas empresas de *real estate* listadas na BOVESPA, pode-se fazer uma estimativa da necessidade total de investimento dessas empresas durante o



ano de 2007 para fazer frente ao crescimento de suas operações.

Conforme citado acima, o volume total de lançamentos em 2007 foi de R\$ 26,2 bilhões de VGV. Ao assumir que todos esses empreendimentos imobiliários foram lançados sobre terrenos adquiridos anteriormente, a necessidade de investimentos por parte das empresas para o desenvolvimento desses empreendimentos é da ordem de R\$ 2,5 bilhões a R\$ 4 bilhões, representando entre 10 % a 15% do VGV total dos lançamentos.

Adicionalmente, essas empresas aumentaram seu banco de terrenos em R\$ 90 bilhões entre 2007 e 2006, além dos lançamentos efetuados em 2007. Com o investimento necessário na aquisição de terrenos arbitrado entre 10% a 15% do VGV, estima-se investimentos entre R\$ 10 bilhões a R\$ 15 bilhões na expansão do banco de terrenos.

A partir dessa análise, a necessidade total de investimentos das incorporadoras imobiliárias listadas na BOVESPA, como consequência do novo volume de operações estabelecido no ano de 2007, pode ser estimada entre R\$ 13 bilhões a R\$ 19 bilhões, número superior ao total de recursos financeiros levantados por essas empresas na forma de *equity*.

Esse fato levou algumas dessas empresas a buscar outras fontes de recursos para financiar esses investimentos. Em 2007 e no início de 2008, ao menos 5 empresas do setor captaram recursos adicionais através da emissão de instrumentos de dívida corporativa, principalmente debêntures, no valor total de R\$ 2,4 bilhões. Algumas empresas passaram também a buscar recursos financeiros específicos para o desenvolvimento de determinado empreendimento através de operações de dívida

---



subordinada ou mezanino<sup>3</sup>, além de investimentos em forma de *equity*, como forma de maximizar o retorno sobre o capital investido.

O aumento do nível de endividamento das empresas de *real estate* é natural, visto que, após as suas respectivas ofertas públicas de ações, a grande maioria dessas empresas passou a estar fortemente capitalizadas e com níveis de endividamento muito baixos ou inexistentes. No final de 2007, as empresas de *real estate* tinham, de forma agregada, um volume de dívidas totais equivalentes a 30% do patrimônio líquido agregado e endividamento líquido negativo. No primeiro semestre de 2008, essas empresas apresentavam, de forma consolidada, uma relação de dívidas totais sobre patrimônio líquido de 45% e endividamento líquido positivo de 15,6% sobre o capital, o que significa um volume adicional de recursos financeiros de aproximadamente R\$ 3 bilhões.

Conforme discutido nesse artigo, o alto grau de consumo de caixa enfrentado por essas empresas nos últimos trimestres tem como fator principal o elevado crescimento de suas operações. Espera-se que, a partir do momento em que o crescimento dessas empresas seja menos acentuado, estabilizando-se a taxas anuais inferiores à margem líquida oferecida pelo negócio de *real estate*, essas empresas passarão a ser geradoras líquidas de caixa. Isso levará cada empresa a buscar sua melhor relação dívida/capital com o objetivo de maximizar o retorno sobre o capital investido e, conseqüentemente, o retorno de seus acionistas.

---

<sup>3</sup> Dívida subordinada ou mezanino são operações de financiamento cujo pagamento é subordinado a outras dívidas existentes, denominadas seniores, entretanto, possuem prioridade de pagamento sobre o *equity*.

---