

TALIS ARTHUR CRUZ DE SOUZA

**GESTÃO ESTRATÉGICA DE INVESTIMENTOS EM PORTFÓLIO DE  
EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS PARA VENDA**

São Paulo

2024

TALIS ARTHUR CRUZ DE SOUZA

**GESTÃO ESTRATÉGICA DE INVESTIMENTOS EM PORTFÓLIO DE  
EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS PARA VENDA**

Monografia apresentada à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo, para  
obtenção do título de Especialista em Real Estate  
– Economia Setorial e Mercados MBA-USP

Orientador:

Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato

São Paulo

2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

#### Catálogo-na-publicação

Souza, Talis Arthur Cruz

Gestão estratégica de investimentos em portfólio de empreendimentos imobiliários residenciais para venda / T. A. C. Souza -- São Paulo, 2024.  
151 p.

Monografia (MBA em Economia setorial e mercados, com ênfase em Real Estate) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1.Mercado Imobiliário 2.Gestão Estratégica 3.Planejamento Financeiro  
4.Portfólio I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli-Integra II.t.

## **DEDICATÓRIA**

À minha família, por todo o suporte de sempre.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por ter me permitido chegar até aqui.

Agradeço ao Núcleo de Real Este da Escola Politécnica pelo curso e pela referência técnica de conhecimento, em especial aos professores Cláudio Alencar, Eliane Monetti, Abla Akkari, Carolina Gregório, Celso Santos, Valter Beraldo, Felipe Borini, Flávio Hourneaux, Cristiane Camargo, Roberto Sampaio e Paola Torneri, os quais tive o privilégio de ser aluno.

Agradeço ao Professor Dr. Fernando Bontorim Amato, pela referência e orientação durante toda a caminhada de elaboração do presente estudo.

Agradeço aos colegas de curso, pelas amizades, discussões e trocas de experiências.

Agradeço a minha família, pelo exemplo e pelo suporte para com o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Por fim, agradeço a todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente na realização deste trabalho.

## RESUMO

De significado amplo, Real Estate está relacionado a investimentos no mercado imobiliário de acordo com basicamente duas vertentes específicas e distintas quanto a forma de rentabilização do capital. Segundo Rocha Lima (2011), os empreendimentos de Real Estate podem ser classificados em Empreendimentos Imobiliários (EI) ou em Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI).

Quanto aquele primeiro segmento, há de se considerar como prática de mercado uma certa carência de análise sistêmica quando da avaliação de novas oportunidades de investimento, assim como quando se trata da gestão estratégica de portfólios constituídos por tais tipos de ativos.

Dito isso, o presente trabalho busca explorar, segundo um estudo de caso, práticas de gestão estratégica de portfólio e do investimento em empreendimentos imobiliários (residenciais para venda). Para tanto, sendo essencial a uma visão holística, inicia-se a avaliação tendo em conta uma análise macro setorial, seguida de uma simulação do planejamento financeiro referenciado a um determinado SGI. Em tempo, o autor aborda, ainda, uma proposta metodológica de análise gerencial relativa a um portfólio constituído por 16 ativos em diferentes fases do ciclo do real estate e, por fim, para aquele primeiro caso, o trabalho aplica uma rotina de análise para a orientação do processo decisório do investimento, tendo em conta a ferramenta de gestão empresarial SWOT.

Sendo assim, contribui-se com o ferramental necessário capaz de subsidiar o processo decisório do investimento e a gestão estratégica de portfólio de empreendimentos nesse setor de interesse, podendo-se observar a contribuição que a referida análise é capaz de agregar para com as decisões gerencias.

Ainda, poderá se observar a relação entre o risco de desempenho do portfólio em análise na medida em que novas condições de investimento são consideradas.

**Palavras chaves:** Real Estate. Empreendimentos Imobiliários. Portfólio. Gestão Estratégica.

## ABSTRACT

With a broad meaning, Real Estate is related to investments in the real estate market according to basically two specific and distinct aspects how to monetize capital. According to Rocha Lima (2011), Real Estate developments can be classified into Real Estate Developments (EI) or Real Estate Base Developments (EBI).

So, especially with that segment, what we can notice is a lack of systemic analysis during the evaluation of new investment opportunities, as well as the strategic management portfolios made up of such types of assets.

So, this paper seeks to explore, according to a real case study, strategic portfolio management practices and investments in real estate projects (residential properties for sale). So, being essential to a holistic view, the evaluation begins considering a macro sectorial analysis, followed by a simulation of financial planning referenced to a specific SGI. Furthermore, the author also addresses a methodological proposal of management analysis relating to a portfolio consisting of 16 assets in different phases or real state cycle and, finally, for that first case, the work applies an analysis routine for guidance of the investment decision-making process, considering the SWOT business management tool.

Therefore, it contributes with the necessary tool capable of supporting the investment decision-making process and the strategic management of the portfolio of projects in this sector of interest, being able to observe the contribution that such analysis can add to management decisions.

Finally, the relationship between the performance risk of the portfolio under analysis can be observed as new investments conditions are considered.

**Key words:** Real Estate. Real Estate Developments. Portfolio. Strategic Management.

## LISTA DE FIGURAS

|   |    |
|---|----|
| Figura 1: Procedimento de metodologia.....  | 25 |
| Figura 2: Categorização de produto.....   | 39 |
| Figura 3: Ciclo do Real Estate Residencial.....   | 41 |
| Figura 4: Ciclo do Real Estate Residencial.....   | 45 |
| Figura 5: Evolução de unidades ofertadas (mil unidades) .....   | 51 |
| Figura 6: Saldo poupança SBPE (R\$ Bilhões) .....   | 52 |
| Figura 7: Rotina de planejamento e gestão estratégica.....  | 61 |
| Figura 8: Transações do real estate.....  | 66 |
| Figura 9: Matriz SWOT.....  | 71 |
| Figura 10: Desempenho de mercado: Lançamentos mensais.....  | 78 |
| Figura 11: Desempenho de mercado: Lançamentos mensais por segmento.....   | 79 |
| Figura 12: Desempenho de mercado: Lançamento acumulado por segmento.....  | 80 |
| Figura 13: Desempenho de mercado: Comercialização mensal.....   | 80 |
| Figura 14: Desempenho de mercado: Comercialização mensal por segmento.....  | 81 |
| Figura 15: Desempenho de mercado: Comercialização acumulada por segmento.....   | 81 |
| Figura 16: Evolução de unidades ofertadas.....  | 83 |
| Figura 17: Distribuição geográfica do portfólio em termos monetário (VGV).....  | 85 |
| Figura 18: Diversificação do portfólio quanto ao momento do ciclo de desenvolvimento de cada empreendimento que o compõe..... | 85 |
| Figura 19: Diversificação do portfólio quanto ao perfil de produto de cada empreendimento que o compõe.....                   | 86 |
| Figura 20: Processo para classificação da diversificação geográfica.....  | 95 |
| Figura 21: Processo para classificação da diversificação de produto.....  | 97 |



|   |     |
|---|-----|
| Figura 22: Diversificação do portfólio enquanto segmentação de produto de cada empreendimento que o compõe.....   | 98  |
| Figura 23: Análise comparativa do desempenho econômico do portfólio referencial, frente aos diferentes segmentos de produtos.....   | 101 |
| Figura 24: Análise comparativa do desempenho financeiro do portfólio referencial, frente aos diferentes segmentos de produtos.....  | 101 |
| Figura 25: Estrutura societária (Oportunidade de investimento) .....  | 116 |
| Figura 26: Preço médio de lançamento na região de interesse.....  | 121 |
| Figura 27: Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento.....  | 122 |
| Figura 28: Potencial de Consumo por Faixa de Renda (R\$ mil) .....  | 130 |
| Figura 29: Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento em cenário estressado.....  | 130 |
| Figura 30: Análise da sensibilidade do desempenho econômico-financeiro do SGI, tendo em conta diferentes percentuais de participação societária na oportunidade de investimento (cenário referencial) .....                                 | 138 |
| Figura 31: Análise da sensibilidade conjunta do desempenho econômico do SGI e do seu índice de diversificação, tendo em conta diferentes percentuais de participação societária na oportunidade de investimento (cenário referencial) ..... | 138 |
| Figura 32: Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento, tendo em consideração um novo <i>timing</i> de entrada.....  | 141 |
| Figura 33: Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento em cenário estressado, tendo em consideração um novo <i>timing</i> de entrada.....  | 142 |

## LISTA DE TABELAS

|   |     |
|---|-----|
| Tabela 1: Fatores de diversificação do portfólio.....   | 37  |
| Tabela 2: Projeções da economia.....  | 82  |
| Tabela 3: Distribuição geográfica do portfólio.....   | 84  |
| Tabela 4A: Características dos ativos do portfólio (valores na data base de out/23) .....   | 87  |
| Tabela 4B: Participação societária da Empresa X em cada empreendimento constituinte do portfólio.....   | 88  |
| Tabela 5: Características do portfólio (valores na data base de out/23) .....   | 89  |
| Tabela 6: Somatório de fluxo de investimento e do fluxo de retorno dos ativos constituintes do portfólio (valores na data base de out/23) .....                                 | 91  |
| Tabela 7: Fluxo de investimento X Fluxo de retorno do SGI (valores na data base de out/23) .....  | 92  |
| Tabela 8: Desempenho econômico e financeiro do SGI.....   | 93  |
| Tabela 9: Desempenho econômico e financeiro do SGI em cenário estressado.....   | 94  |
| Tabela 10: Segmentação do portfólio e seus respectivos ativos constituintes.....  | 100 |
| Tabela 11: Fluxo de investimento X Fluxo de retorno do SGI (valores na data base de out/23) .....   | 103 |
| Tabela 12: Indicadores econômico-financeiro (valores na data base de out/23) .....  | 104 |
| Tabela 13: Custo de oportunidade.....   | 104 |
| Tabela 14: Análise comparativa da contribuição de desempenho econômico de cada empreendimento para com a performance global do portfólio (valores na data base de out/23) ..... | 105 |
| Tabela 15: Análise comparativa da contribuição de cada empreendimento para com a performance financeira global do portfólio.....  | 107 |
| Tabela 16: Equação de Fundos (Identificação de Meios) .....   | 111 |
| Tabela 17: Fatores de Política de Investimento.....   | 112 |

|   |     |
|---|-----|
| Tabela 18: Indicadores de interesse (valores na data base de out/23) .....  | 114 |
| Tabela 19: Ficha técnica (Oportunidade de investimento) .....   | 116 |
| Tabela 20: Custos do terreno (Oportunidade de investimento) .....   | 117 |
| Tabela 21: Permuta física (Oportunidade de investimento) .....  | 117 |
| Tabela 22: Cenário referencial (Oportunidade de investimento) .....   | 117 |
| Tabela 23: Custos de implantação da oportunidade de investimento (valores na data base de out/23) .....   | 118 |
| Tabela 24: Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I. e após o investimento (cenário referencial) .....   | 123 |
| Tabela 25: Análise comparativa da representatividade de desempenho econômico e financeiro de cada empreendimento para com a performance global do portfólio (cenário referencial) .....   | 123 |
| Tabela 26: Análise da representatividade para com a taxa interna de retorno do investimento no portfólio, frente as diferentes fases do ciclo do real estate residencial para venda (condição inicial “ <i>ex-O.I.</i> ”) ..... | 125 |
| Tabela 27: Análise da representatividade para com a taxa interna de retorno do investimento no portfólio, frente as diferentes fases do ciclo do real estate residencial para venda (condição após O.I.) .....                  | 125 |
| Tabela 28: Análise de mercado da região de interesse .....  | 129 |
| Tabela 29: Premissas relativas à análise de risco da oportunidade de investimento.....  | 136 |
| Tabela 30: Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I., após o investimento no cenário referencial e após o investimento no cenário estressado.....                            | 137 |
| Tabela 31: Análise de risco do portfólio (concentração de sócios parceiros) .....   | 139 |
| Tabela 32: Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I. e após o investimento, tendo em conta o novo <i>timing</i> de entrada.....  | 141 |
| Tabela 33: Comparação dos indicadores econômico e financeiro da O.I. tendo em conta diferentes momentos de entrada no negócio.....  | 143 |
| Tabela 34: Análise de desempenho do SGI quando da consideração de n novos empreendimentos investidos e acrescidos ao seu portfólio.....   | 144 |

## **LISTA DE QUADROS**

|  |     |
|--|-----|
| Quadro 1: Identificação dos Objetivos.....             | 108 |
| Quadro 2: Análise SWOT aplicada ao estudo de caso..... | 119 |

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

|                     |   |
|---------------------|---|
| Acomp               | Área Computável                                 |
| Aec                 | Área Equivalente de Construção                  |
| Apri                | Área Privativa                                  |
| AQI                 | Análise da Qualidade do Investimento            |
| CDC                 | Custos Diretos da Construção                    |
| CDI                 | Certificado de Depósitos Interbancários         |
| CNAE                | Classificação Nacional de Atividades Econômicas |
| Cont                | Contribuição de Rentabilidade                   |
| Custo <sub>op</sub> | Custo de Oportunidade                           |
| EBI                 | Empreendimento de Base Imobiliária              |
| EI                  | Empreendimento Imobiliário                      |
| EIR                 | Empreendimento Imobiliário Residencial          |
| EUA                 | Estados Unidos da América                       |
| FIP                 | Fundo de Investimento em Participações          |
| I <sub>esp</sub>    | Índice de Especialização                        |
| I <sub>ent</sub>    | Índice de Entropia                              |
| I <sub>H</sub>      | Índice de Herfindahl                            |
| IBGE                | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística |
| IDG                 | Índice de Diversificação Geográfica             |
| IDP                 | Índice de Diversificação de Produto             |
| IDS                 | Índice de Diversificação de Parcerias/Sócio     |
| IF                  | Indicador Financeiro                            |
| IPCA                | Índice de Preços ao Consumidor Amplo            |
| INV                 | Investimento                                    |
| LINV                | Lucro Sobre o Investimento                      |
| LL                  | Lucro Líquido                                   |
| MAP                 | Médio/Alto Padrão                               |
| MP                  | Margem Sobre o Preço                            |

|        |   |
|--------|---|
| O.I.   | Oportunidade de Investimento                |
| PMBOK  | Project Management Body of Knowledge        |
| PRI    | Prazo de Recuperação de Investimento        |
| RES    | Resultado                                   |
| RET    | Retorno                                     |
| RV     | Receita de Vendas                           |
| SBPE   | Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo |
| SFH    | Sistema Financeiro Habitacional             |
| SGI    | Sistema Gerenciador de Investimento         |
| SPE    | Sociedade de Propósito Específico           |
| TAT    | Taxa de Atratividade                        |
| Tci    | Total de Contas de Implantação              |
| TER    | Terreno                                     |
| TIR    | Taxa Interna de Retorno                     |
| Tx Inc | Taxa de incorporação                        |
| VGv    | Valor Geral de Vendas                       |

## Sumário

|  |    |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO.....   | 18 |
| 1.1. JUSTIFICATIVA.....  | 21 |
| 1.2. OBJETIVO.....   | 23 |
| 1.3. LIMITAÇÕES.....   | 23 |
| 1.4. MÉTODO DE PESQUISA.....                                       | 23 |
| 1.4.1. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....                                  | 25 |
| 1.4.2. ESTUDO DE CASO.....   | 25 |
| 1.4.3. DADOS DE MERCADO/PESQUISA DOCUMENTAL.....                   | 27 |
| 1.5. ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO.....                                 | 27 |
| 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....                                      | 29 |
| 2.1. A IMPORTÂNCIA DO PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO.....                | 29 |
| 2.2. GESTÃO DE PORTFÓLIOS DE REAL ESTATE.....                      | 30 |
| 2.3. DIVERSIFICAÇÃO DE PORTFÓLIO EM EMPRESAS DE REAL ESTATE.....   | 31 |
| 2.4. ÍNDICES PARA MEDIDAS DE CONCENTRAÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO.....    | 34 |
| 2.5. FATORES DE DIVERSIFICAÇÃO.....                                | 36 |
| 2.6. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA.....                      | 37 |
| 2.7. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS.....                     | 38 |
| 2.8. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO DE PARCERIAS/SÓCIOS.....             | 40 |
| 2.9. CICLO DO REAL ESTATE RESIDENCIAL.....                         | 41 |
| 2.10. COMPORTAMENTO CÍCLICO DO REAL ESTATE.....                    | 43 |
| 2.10.1. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO FUNDING DE PARCEIROS.....      | 46 |
| 2.11. RISCOS DO INVESTIMENTO EM REAL ESTATE RESIDENCIAL.....       | 47 |
| 2.12. RISCOS DO PORTFÓLIO.....                                     | 49 |
| 2.13. LASTRO PARA TOMADA DE DECISÃO: INFORMAÇÕES DE QUALIDADE..... | 54 |
| 2.13.1. INDICADORES DA QUALIDADE DE INVESTIMENTO.....              | 55 |

|               |   |    |
|---------------|---|----|
| 2.13.2.       | INDICADOR FINANCEIRO DO INVESTIMENTO .....                    | 57 |
| 2.14.         | ANÁLISE DO DESEMPENHO DO PORTFÓLIO FRENTE A BENCHMARK<br>58   |    |
| 2.15.         | PLANEJAMENTO FINANCEIRO E GESTÃO ESTRATÉGICA .....            | 60 |
| 2.15.1.       | CARACTERIZAÇÃO DAS ETAPAS PROPOSTAS .....                     | 62 |
| 2.15.1.1.     | IDENTIFICAÇÃO DE OBJETIVOS.....                               | 62 |
| 2.15.1.2.     | IDENTIFICAÇÃO DE MEIOS .....                                  | 63 |
| 2.15.1.3.     | EMPREENDIMENTOS PROTÓTIPOS.....                               | 64 |
| 2.15.1.4.     | EQUACIONAMENTO DOS MEIOS.....                                 | 64 |
| 2.15.1.5.     | DEFINIÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS .....                  | 65 |
| 2.15.1.6.     | BUSCA DE EMPREENDIMENTOS .....                                | 65 |
| 2.15.1.7.     | INVESTIMENTOS EXIGIDOS E RETORNO VIÁVEL .....                 | 66 |
| 2.16.         | ANÁLISE SWOT.....   | 68 |
| 2.16.1.       | O SWOT NO REAL ESTATE RESIDENCIAL.....                        | 70 |
| 2.16.1.1.     | FATORES INTERNOS.....   | 71 |
| 2.16.1.1.1.   | ATRIBUTOS DE QUALIDADE.....                                   | 71 |
| 2.16.1.1.2.   | PREÇO .....   | 72 |
| 2.16.1.1.3.   | LOCALIZAÇÃO.....  | 72 |
| 2.16.1.1.4.   | ATRATIVIDADE DOS INDICADORES ECONÔMICOS E<br>FINANCEIROS..... | 72 |
| 2.16.1.1.5.   | PORTFÓLIO .....   | 73 |
| 2.16.1.2.     | FATORES EXTERNOS .....  | 73 |
| 2.16.1.2.1.   | FATORES DE INSERÇÃO URBANA .....                              | 74 |
| 2.16.1.2.2.   | FATORES MACROECONÔMICOS E MERCADOLÓGICOS .....                | 74 |
| 2.16.1.2.2.1. | INDICADORES DE OFERTA E DEMANDA .....                         | 75 |
| 3.            | ESTUDO DE CASO .....  | 77 |
| 3.1.          | INTRODUÇÃO.....   | 77 |
| 3.2.          | ANÁLISE DE MERCADO (2023).....                                | 78 |



|          |  |     |
|----------|--|-----|
| 3.3.     | ANÁLISE DO PORTFÓLIO .....                                 | 83  |
| 3.3.1.   | ANÁLISE DE DESEMPENHO DO PORTFÓLIO SOB A ÓTICA DO SGI..... | 90  |
| 3.3.2.   | ANÁLISE DE RISCO DO PORTFÓLIO .....                        | 93  |
| 3.3.3.   | ANÁLISE DE DIVERSIFICAÇÃO .....                            | 95  |
| 3.3.3.1. | DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA .....                            | 95  |
| 3.3.3.2. | DIVERSIFICAÇÃO SÓCIOS/PARCEIROS .....                      | 96  |
| 3.3.3.3. | DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS .....                           | 97  |
| 3.3.4.   | ANÁLISE DE NOVOS CENÁRIOS DE COMPOSIÇÃO DO PORTFÓLIO.....  | 99  |
| 3.3.5.   | EQUILÍBRIO ECONÔMICO .....                                 | 103 |
| 3.3.5.1. | ROTINA DE ANÁLISE.....                                     | 103 |
| 3.3.6.   | EQUILÍBRIO FINANCEIRO .....                                | 106 |
| 3.4.     | FUNDAMENTAÇÃO DO PLANEJAMENTO FINANCEIRO .....             | 108 |
| 3.4.1.   | IDENTIFICAÇÃO DOS OBJETIVOS .....                          | 108 |
| 3.4.2.   | IDENTIFICAÇÃO DE MEIOS .....                               | 109 |
| 3.4.3.   | EMPREENHIMENTO PROTÓTIPO .....                             | 109 |
| 3.4.4.   | EQUACIONAMENTO DOS MEIOS.....                              | 111 |
| 3.4.5.   | DEFINIÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO .....                | 112 |
| 3.4.6.   | BUSCA DE EMPREENHIMENTOS .....                             | 113 |
| 3.4.7.   | INVESTIMENTOS EXIGIDOS E RETORNO VIÁVEL .....              | 113 |
| 3.4.8.   | ESCOLHA DOS EMPREENHIMENTOS .....                          | 114 |
| 3.5.     | OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO (O.I.).....                   | 115 |
| 3.5.1.   | ANÁLISE SWOT.....  | 119 |
| 3.5.1.1. | FORÇAS.....  | 120 |
| 3.5.1.2. | FRAQUEZAS.....   | 128 |
| 3.5.1.3. | OPORTUNIDADES.....   | 131 |
| 3.5.1.4. | AMEAÇAS.....   | 133 |
| 3.6.     | ANÁLISE DE RISCO .....                                     | 135 |

|        |                                 |     |
|--------|---------------------------------|-----|
| 3.6.1. | <i>TIMING</i> DE ENTRADA .....  | 140 |
| 3.6.2. | NOVOS INVESTIMENTOS .....       | 143 |
| 4.     | CONSIDERAÇÕES FINAIS .....      | 145 |
| 5.     | REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS ..... | 149 |

## 1. INTRODUÇÃO

Estudar planejamento e gestão estratégica de investimento em empreendimentos imobiliários pressupõe a discussão do processo de geração de informações capazes de melhor fundamentar as decisões dos agentes do setor.

Uma vez que o investimento no mercado imobiliário é fundamentalmente rígido, o empreendedor após a decisão do *fazer* detém reduzida capacidade de readequação, frente aos eventuais desvios das expectativas comportamentais que o projeto venha a sofrer durante o seu ciclo de implantação.

Rocha Lima (2011) destaca que empreender no setor exige decisões capazes de comprometer do investidor grande capacidade de investimento para desenvolver empreendimentos sem flexibilidade e cujos resultados serão alcançados em um prazo muito longo em relação ao momento da decisão.

Especificamente com relação as empresas do segmento residencial e comercial para venda, Souza (2011) ressalva que o investimento significaria imobilizar recursos por um extenso período, com o objetivo de gerar riqueza oriunda da construção e venda das unidades imobiliárias.

Dito isso, dadas as características da indústria do real estate, conforme será abordado, é necessário que os empreendedores definam estratégias de atuação e busquem práticas de gestão capazes de mitigar riscos e lhes proporcionar o alcance de resultados sólidos, traduzidos segundo os significados de eficácia (ganhar) e eficiência (estar preparado para continuar ganhando).

Ainda segundo Souza (2011), o estudo da estratégia empresarial busca reconhecer os motivos das diferenças de desempenho entre as organizações.

*“Diferentes decisões estratégicas resultam em diferentes posicionamentos e competências para as empresas e, eventualmente, em distintos padrões de desempenho.”*

O que se percebe, entretanto, é que a gestão estratégica de portfólio e do processo de investimento em empreendimentos imobiliários para venda pressupõe uma série de premissas,

embora amadurecidas em discussões do meio acadêmico, ainda não tão praticadas no cotidiano do mercado competitivo.

Num estágio mais avançado, no entanto, estão as aplicações práticas quanto ao processo de gerenciamento do investimento e gestão estratégica de portfólio em empreendimentos de base imobiliária (EBIs), conforme abordagem de Porto (2010)<sup>1</sup>.

A bem da verdade, entretanto, é que as dinâmicas de cada segmento são completamente diferentes. O risco mais moderado e a maior previsibilidade do ciclo de investimento em empreendimentos para renda, caracterizados por contratos de locação, eventualmente, podem favorecer o planejamento estratégico e gerencial assumido pelos agentes de mercado, o que, contudo, não deveria configurar como fator impeditivo para o amadurecimento prático dos empreendimentos imobiliários destinados para venda.

Nesse contexto, percebe-se muitas vezes no mercado objeto do presente estudo que decisões de investimentos são tomadas por parte dos empreendedores preponderantemente baseadas em suas experiências e intuições profissionais, somadas a análises econômico-financeiras de cada oportunidade de investimento em particular, reduzindo, assim, as análises estratégicas e de portfólio muitas vezes a um segundo plano, quando na verdade são igualmente ou até mais importantes e complementares àquelas.

Segundo Alencar (1993) apud Mendonça (2019), sistematicamente no setor, o “feeling” empresarial se sobrepõe às práticas metodológicas de conceitos desenvolvidos a embasar as decisões estratégicas. Ainda de acordo com o autor:

*“A tomada de decisão sem a base de uma análise crítica rigorosa, que permita a especulação dos resultados empresariais a que pode conduzir, contém muita incerteza e um componente aleatório extremamente arriscado. Este tipo de comportamento pode até significar a extinção de diversas organizações.”*

---

<sup>1</sup> A autora aborda a estruturação de um método capaz de orientar a gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. Para tanto, considera-se a identificação dos fatores de riscos envolvidos nos investimentos, critérios de diversificação e a adoção de indicadores da qualidade para o contínuo monitoramento de desempenho.

A falta de amadurecimento do setor está na deficitária análise qualitativa<sup>2</sup> e na ausência de conduta do planejamento financeiro e gestão estratégica, realizados no âmbito do Sistema Gerenciador de Investimento (SGI) das empresas empreendedoras do mercado, de modo que suas decisões acabam por serem tomadas sem o devido suporte de informações que se exigira, em função do elevado nível de recursos financeiros envolvidos.

Acrescenta-se, ainda, que o referido SGI deveria pautar suas alocações de capital em oportunidades de investimentos as quais além de lhe proporcionar resultado financeiro, lhe garantisse conforto quanto aos riscos a serem assumidos diante do negócio. Ou seja, resumidamente, é de sua responsabilidade o julgamento do binômio [risco x resultado esperado] dos empreendimentos e do portfólio por ele investido. Santos (2002) apud Porto (2010) afirma que:

*“Em mercados eficientes ou perfeitos, que se caracterizam pela racional tomada de decisões em investimentos e pela democratização das informações, existe forte correlação positiva entre os níveis de risco e rentabilidade das diversas alternativas, ou seja, quanto maior o risco, maior o retorno da aplicação, notadamente numa visão de longo prazo.”*

Sendo assim, sob a ótica de uma empresa atuante no segmento do real estate residencial, a presente monografia busca ampliar as discussões sobre o tema, diante da avaliação do posicionamento competitivo de um portfólio de empreendimentos residenciais para venda<sup>3</sup>, conforme práticas de análise econômico-financeira e gestão estratégica de investimentos imobiliários e de portfólio<sup>4</sup>.

Isso posto, o estudo busca, ainda, percorrer a avaliação do investimento em um novo empreendimento imobiliário, tendo em conta a necessidade de informações que somadas aos indicadores econômicos e financeiros possam proporcionar um maior nível de conforto ao processo decisório.

---

<sup>2</sup> Análises subjacentes aos dados puramente econômico-financeiros.

<sup>3</sup> Conforme será abordado posteriormente, tal portfólio seria constituído de 16 empreendimentos residenciais localizados no município de São Paulo, voltados ao público de médio e alto poder aquisitivo.

<sup>4</sup> O autor aplicará no referido espectro de mercado proposta de gestão estratégica de portfólio, abordando, conforme Porto (2010), aspectos referentes a identificação dos fatores de riscos envolvidos nos investimentos, critérios de diversificação e indicadores da qualidade para monitoramento de desempenho.

Sucintamente, buscar-se-á contribuir com o fomento da abordagem de princípios de gestão eficiente de sistemas gerenciadores de investimento, enquanto capazes de sedimentar a cultura da qualidade crescente e amadurecimento do setor, segundo o enfoque das informações que devam suportar as decisões gerenciais dos empreendedores do real estate residencial para venda.

### 1.1. JUSTIFICATIVA

Há de se perceber que o tema de gestão estratégica de portfólio e investimento em empreendimentos imobiliários residenciais para venda (EIR) vem ganhando cada vez mais espaço em discussões acadêmicas e, igualmente, entre os diversos agentes do mercado.

A busca pela excelência financeira e/ou mitigação de riscos num setor de negócios complexo, de capital intensivo, que não apresenta fortes barreiras de entrada e progressivamente mais e mais competitivo faz com que as empresas do setor demandem boas práticas de gestão e estratégia empresarial que possam lhes proporcionar alcançar melhores rentabilidades e conforto de suas alocações de capital.

Assaf Neto (1997) menciona que as decisões gerenciais ligadas aos investimentos do mercado imobiliário não são definidas a partir de pressupostos de uma ciência exata, em que se permite a comprovação absoluta dos resultados. Para o autor, os fatores relacionados à tomada de decisão devem retratar a realidade do ambiente econômico, pautadas segundo certas premissas e hipóteses comportamentais.

*“Todo modelo decisório desenvolve expectativas para fixação dos resultados esperados, do período de previsão e da definição da taxa de atratividade econômica do empreendimento.”*

Segundo Carvalhaes (2006), os parâmetros decisórios básicos do investidor imobiliário são definidos conforme suas expectativas de desempenho esperado, bem como seu grau de aversão ao risco. Rocha Lima, Monetti e Alencar (2011) destacam que no mercado imobiliário não há decisão perfeita, porém bem fundamentadas e, segundo os autores, o que apoia a qualidade da decisão são as informações gerenciais e de planejamento.

*“Fazer informação é planejamento. Este não compreende elaborar qualquer ou muita informação, mas um conjunto*

*ajustado na medida adequada para dar sustentação às decisões de empreender, nas diferentes etapas dos negócios no setor de real estate [...]”*

Nesse sentido, a necessidade da qualificação da gestão de portfólio e do processo decisório de investimento pelas empresas que almejam melhor eficiência financeira e econômica em suas respectivas atuações de mercado, somada a necessidade de melhores configurações do binômio risco x retorno daqueles, faz a relevância desse estudo.

O planejamento e a gestão estratégica de portfólio e de novos investimentos proporcionam às empresas a geração de informações e competências capazes de lhes proporcionar melhores desempenhos econômicos e financeiros, mitigação de riscos setoriais e, por consequência, o amadurecimento do mercado em sua totalidade.

Nesse aspecto, o que se percebe, contudo, é uma maior maturidade do referenciado tema apenas quando se trata da gestão de portfólio de empreendimentos de base imobiliária, em especial, os edifícios de escritório para locação, os quais pautam suas decisões de compra, venda, troca e manutenção de ativos em carteira, conforme a evolução do mercado e da economia.

Fato é, entretanto, que ainda se percebe uma certa carência de aplicação prática de tal discussão no cotidiano do mercado competitivo do real estate residencial para venda, ao passo que os investimentos nos empreendimentos imobiliários por diversos agentes se dão ainda, na maioria dos casos, de forma oportunística e sem muitos critérios técnicos gerenciais de análise, justificando, portanto, a discussão aqui apresentada.

*“Atualmente, muitas empresas do mercado imobiliário [residencial para venda] tomam decisões sem o auxílio de um planejamento estratégico, ou mesmo baseando-se em planos estratégicos mal elaborados e/ou defasados, podendo ocasionar perdas significativas.” (Souza, 2011)*

Por fim, inquestionável é que o processo de gestão de portfólio e posicionamento estratégico de atuação de mercado exige o acesso a dados e informações diversas capazes de proporcionar as empresas do setor maior conforto e segurança quando da sua atuação gerencial.

## 1.2. OBJETIVO

Tendo em vista a consideração de uma empresa investidora de empreendimentos imobiliários residenciais para venda, o objetivo desta monografia busca propor técnicas de análise para a gestão estratégica de portfólio do referido segmento de interesse, bem como aplicar uma rotina de análise capaz de orientar o processo decisório de investimento em novas potenciais oportunidades, tendo em conta, para tanto, premissas formais de análise SWOT e planejamento financeiro.

Dito isso, busca-se, sumariamente, contribuir aos agentes de interesse com técnicas de gestão capazes de lhes proporcionar a estruturação de portfólios, segundo a realização de investimentos aptos a atender seus anseios de atratividade, frente à compreensão do binômio risco e retorno passível de ser assumido.

## 1.3. LIMITAÇÕES

A análise do presente trabalho, no que se refere à correlação da performance econômico-financeira com as premissas estruturais do portfólio, deve ser interpretada com as seguintes ressalvas:

- A amostra considerada é pequena frente ao mercado imobiliário residencial para venda, uma vez que representa um portfólio constituído por apenas 16 empreendimentos imobiliários.
- Conforme Souza (2011), o desempenho econômico empresarial das empresas do setor está relacionado a tantas outras variáveis as quais não foram consideradas no presente trabalho, como por exemplo, estratégias de marketing, vendas, relacionamento com clientes, etc.
- A estratificação dos produtos teve como critério apenas o preço médio das unidades comercializáveis dos empreendimentos, refletindo, desse modo, seu público-alvo potencial.

## 1.4. MÉTODO DE PESQUISA

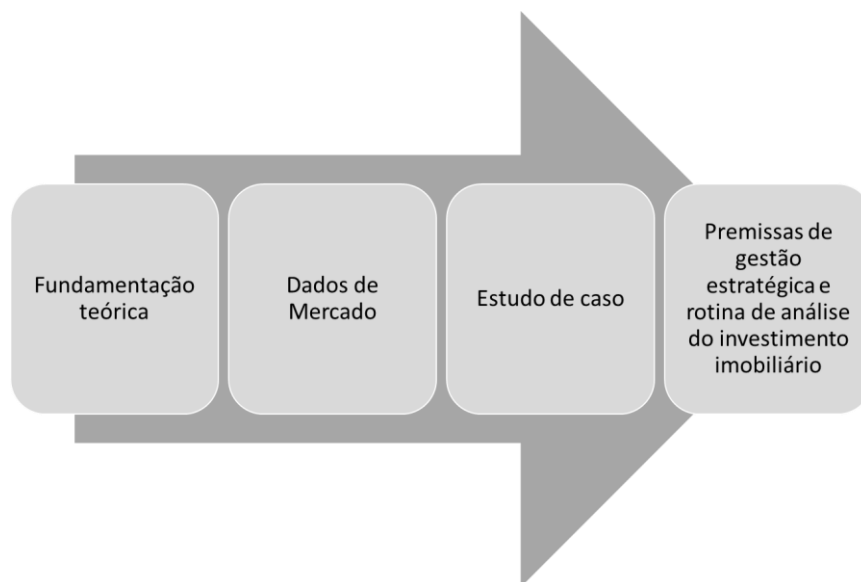
A pesquisa foi estruturada a partir de uma fundamentação teórica inicial, a qual pôde explorar conceitos e recomendações de boas práticas da gestão estratégica de empresas atuantes no mercado do real estate residencial para venda, bem como do portfólio de seus empreendimentos imobiliários sob gestão.



Para tanto, tomou-se como base estudos previamente desenvolvidos e publicados acerca desses temas, como, por exemplo, aqueles elaborados por: Toneto (2018), que analisa a aplicação de uma rotina de análise orientadora de processos decisórios de investimentos em empreendimentos de base imobiliária; Porto (2010), a qual, similarmente, investiga a orientação e gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil; Camargo (2015), cujo estudo diz respeito a diretrizes para o estabelecimento de parcerias entre empresas do real estate residencial, Souza (2011) que estuda a influência das estratégias de diversificação e dos modelos de negócios no desempenho das empresas de real estate no período de 2005 à 2010, Alencar (1993), o qual estuda o processo de tomada de decisão estratégica em empresas atuantes do mercado imobiliário residencial para venda, Mendonça (2019), que aborda a maturidade da gestão estratégica de empresas incorporadores imobiliárias residenciais, bem como a literatura de Rocha Lima (2011), a qual aborda fundamentos para análise de investimento na indústria de *real estate*. Adicionalmente, adotou-se como metodologia a consulta de documentos públicos de fundos de investimentos e empresas do setor sobre seus produtos investidos e empreendimentos em carteira.

Todos os pontos citados serviram como base para análise de práticas de gestão estratégica, voltada à portfólios constituídos por empreendimentos imobiliários residências para venda, enquanto atuação de mercado por empresas do setor. A Figura 1 a seguir representa o procedimento adotado como metodologia para a elaboração do presente trabalho, segundo sua própria cronologia básica.

A fundamentação teórica inicial, juntamente com o levantamento de dados públicos de mercado proporcionaram ao autor a elaboração das discussões propostas nos capítulos 3 e 4 que tratam, respectivamente, da abordagem da gestão estratégica de empresas do mercado de real estate residencial e das conclusões alcançadas a partir da análise abordada anteriormente.

**Figura 1 – Procedimento de metodologia**

**Fonte: Autor**

#### 1.4.1. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O procedimento metodológico teve início com a fundamentação teórica do tema abordado. Para tanto, estudou-se acerca dos conceitos básicos do ciclo dos empreendimentos imobiliários residenciais, bem como aspectos referentes as práticas de planejamento e gestão estratégica de empresas do setor. Ademais, explorou-se, também, conceitos relacionados com práxis de gestão de portfólios e estruturação de parcerias, igualmente com abordagem mais voltada para investimentos no mercado imobiliário.

As pesquisas foram pautadas, majoritariamente, em publicações acadêmicas do núcleo de Real Estate da Poli, em particular teses de doutorado, dissertações de mestrado e monografias de MBA. Soma-se, contudo, ainda, materiais de aula dos cursos de MBA em “Real Estate: Economia Setorial e Mercados” e “Investimentos no Mercado Imobiliário”, além de livros diversos e artigos publicados em conferências do setor.

#### 1.4.2. ESTUDO DE CASO

De acordo com Yin (2005) apud Almeida (2016), estudos de caso, enquanto pesquisas acadêmicas, surgem do anseio pela compreensão de fenômenos complexos, com a preservação

de suas características holísticas. Em geral, aplicam-se a acontecimentos de casos reais, com o contato direto daqueles que, supostamente, possam ter sido envolvidos nos fatos ocorridos.

Dessa maneira, o estudo de caso foi desenvolvido com o intuito de contextualizar o tema abordado e trazer ao centro das discussões aspectos do planejamento e gestão estratégica de portfólio e investimentos em empreendimentos imobiliários, segundo uma análise prática e direta. Além do mais, conforme citado anteriormente, o enriquecimento da análise está no fato das discussões aqui abordadas serem representadas por circunstâncias reais do mercado imobiliário.

Assim sendo, o estudo de caso exploratório consiste, sumariamente, em avaliar o processo decisório de investimento em um empreendimento imobiliário residencial para venda, assim como a análise do equilíbrio<sup>5</sup> de um portfólio de ativos imobiliários desse segmento, tanto em termos financeiros quanto econômicos, abordando, para tanto, seu nível de concentração e diversificação<sup>6</sup>, enquanto reflexo de atuação estratégica empresarial<sup>7</sup>, de modo a discutir o impacto que referida estratégia de atuação de mercado venha a resultar no desempenho daquela carteira de ativos.

Para isso, serão medidos os indicadores econômicos e financeiros do portfólio em análise, bem como feitas simulações de desempenho quando analisadas diante de diferentes configurações estratégicas de estruturação.

Por fim, destaca-se que todos os investimentos em questão se configuram como empreendimentos propostos por outras empresas independentes da Empresa X, a qual foi procurada pelos referidos empreendedores para suprir o funding necessário ao desenvolvimento dos produtos imobiliários.

---

<sup>5</sup> A abordagem do equilíbrio será pautada segundo análises dos indicadores econômicos e aspectos financeiros dos ativos constituintes do portfólio.

<sup>6</sup> Sob a ótica geográfica, de proposição de produto e parcerias firmadas (sócios parceiros).

<sup>7</sup> Quanto a atuação estratégica empresarial, o autor destaca, ainda, a correlação desta com as fases do ciclo econômico que eventualmente estejam a transcorrer em um determinado momento específico. Posturas mais agressivas e/ou conservadoras dos empreendedores do setor estão intimamente relacionadas com as suas perspectivas e visões de mercado, assim como resultado das condições de estruturação e investimento de cada oportunidade de novo negócio. Realça-se a importância do gerenciamento de risco no mercado enquanto estratégia empresarial.

### 1.4.3. DADOS DE MERCADO/PESQUISA DOCUMENTAL

Em complementariedade às produções acadêmicas sobre a abordagem do respectivo trabalho, o autor buscou junto a agentes do mercado informações que enriquecessem o desenvolvimento da pesquisa. Para tanto, explorou dados públicos de propulsores do mercado de *real estate* residencial (incorporadoras e gestores de fundos de investimento), os quais contribuíram com a consolidação das práticas, bem como da análise estratégica e gerencial de portfólio e investimento aqui abordados. Os dados em questão foram consultados via materiais de apresentação institucional, prospectos de distribuição pública de cotas e documentos regulatórios diversos dos agentes citados.

Fonseca (2002) define a pesquisa documental como um processo de consulta a fontes primárias de informações, as quais não foram submetidas a tratamentos científicos e/ou analíticos, sendo, para tanto, um rico instrumento de complementariedade para as pesquisas bibliográficas, cujas fontes são constituídas por materiais já elaborados (livros, artigos científicos, teses, dissertações, etc.). Como um dos seus principais objetivos, o referido autor sugere a confirmação/rejeição de hipóteses previamente formuladas. Caulley apud Ludke e Andre (1986) acrescenta:

*“A análise documental busca identificar informações factuais nos documentos a partir de questões e hipóteses de interesse.”*

Em síntese, tal procedimento metodológico se constitui como instrumento de suma importância no desenvolvimento e/ou exploração de trabalhos acadêmicos diversos, de modo que a depender do objeto de estudo e dos objetivos da pesquisa, pode se caracterizar como principal meio de concretização da investigação ou, conforme mencionado, como instrumento metodológico auxiliar.

### 1.5. ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO

A presente monografia está estruturada de forma a abordar o tema do planejamento financeiro e gestão estratégica do processo decisório de investimento em empreendimentos imobiliários residenciais para venda, tendo em vista, ainda, a composição estrutural de um portfólio de ativos. Para tanto, o estudo apresenta 5 capítulos, conforme a indicação:

No Capítulo 1 é apresentada a delimitação do tema abordado no estudo, bem como sua justificativa, seus objetivos e a estrutura do texto. Ademais, descreve-se a metodologia e a introdução do tema a ser discutido ao longo dos próximos capítulos.

No Capítulo 2 detalha-se a revisão bibliográfica, abordando conceitos referentes a importância do planejamento estratégico, gestão de portfólios, diversificação de portfólio em empresas de real estate, índices para medição de concentração e diversificação, aspectos referentes ao ciclo de real estate residencial para venda, bem como, finalmente, tópicos relativos aos riscos do investimento no real estate residencial, riscos de portfólio e ferramenta de gestão empresarial reconhecidamente utilizada pelo mercado.

O Capítulo 3 apresenta o estudo de caso propriamente dito, explorando, para tanto, o portfólio em questão, bem como suas avaliações de desempenho econômico e financeiro, análises referentes a seus aspectos de diversificação e análises de riscos e de portfólios protótipos. Ainda, aborda-se práticas de planejamento financeiro e a avaliação de uma oportunidade de investimento em um empreendimento protótipo, tendo em conta premissas de uma análise SWOT.

Já o Capítulo 4 traz as considerações finais do estudo, fazendo referência às principais conclusões alcançadas neste trabalho. Por fim, o Capítulo 5 elenca todas as referências bibliográficas utilizadas ao longo do texto.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1. A IMPORTÂNCIA DO PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO

O planejamento estratégico de toda e qualquer empresa pode ser resumido como seu processo de tomada de decisão capaz de lhe proporcionar atuação e contínuo posicionamento de suas relações frente ao mercado competitivo. Rocha Lima (1993) afirma que a rotina do planejamento envolve o processo de geração de informações capazes de melhor fundamentar tomadas de decisões mais eficientes.

Para Terra (2004) o processo de planejamento consiste em uma rotina de exploração dos cursos alternativos de ações que, atrelado ao relativo balizamento de risco, serve para suportar dado processo decisório. Ainda para o autor, o ato de planejar consiste em identificar e analisar alternativas, em uma ação que lhe proporcione a identificação e medição de riscos envolvidos, bem como eventuais resultados alcançados segundo determinado processo decisório. Por fim, Freitas (2014) afirma:

*“Planejamento e gestão estratégica são processos que se relacionam com tomadas de decisão e ações corretivas que possam promover o entendimento e conhecimento da sistemática de sua própria organização e que as mantenham capazes de sustentar e/ou expandirem sua participação no mercado em um cenário cada vez mais competitivo, além de conseguir resultados satisfatórios em operações futuras.”*

Assim, o planejamento estratégico favorece as companhias a obter o melhor aproveitamento de eventuais oportunidades que venham a surgir, bem como a potencialização de seus pontos fortes, medidos pelos resultados alcançados e a melhor adequação competitiva entre a organização e o seu ambiente.

Segundo Daft (2006) apud Toneto (2018), a gestão estratégica das empresas tem início com a avaliação de seu posicionamento atual enquanto a sua missão, metas e estratégias. Em seguida, analisa-se a organização segundo a identificação de eventuais fatores que possam necessitar de mudanças (por exemplo, uma alteração de estratégia de processo decisório adotada previamente). Sendo assim, novas estratégias podem ser assumidas ou até mesmo as pré-existentes podem ser validadas e mantidas. Por fim, o último estágio seria a execução prática das premissas definidas anteriormente, a fim de se atingir os resultados almejados.

Quando se trata de planejamento no mercado imobiliário, Baum (2009) apud Toneto (2018) afirma que as estratégias de investimento devem ser pautadas segundo (i) uma definição clara dos objetivos (performance) dos investimentos e do período esperado para alcançá-los, seguido de (ii) uma avaliação estrutural do portfólio existente e de sua performance recente.

- (i) Os objetivos dos investimentos consistem em especificar claramente seus indicadores da qualidade, de modo a ser possível a fácil comparação dentre as outras oportunidades de investimento também existentes. Os indicadores usualmente utilizados são a taxa interna de retorno, a duration, o payback, a margem e o retorno sobre o capital investido.
- (ii) A análise estrutural do portfólio consiste em identificar o seu equilíbrio frente ao binômio [risco x retorno], identificando, por exemplo, nichos de mercado, regiões, parceiros e/ou fase de ciclo de investimento que a empresa possua uma alta ou baixa concentração. A análise conjunta de tais dados com projeções sólidas de mercado, podem fundamentar com maior eficiência os processos decisórios dos tomadores de decisão.

## 2.2. GESTÃO DE PORTFÓLIOS DE REAL ESTATE

Conforme apontado anteriormente, é de fundamental importância para o bom planejamento e gestão estratégica o reconhecimento do portfólio já existente do investidor em questão, bem como as consequências que uma nova oportunidade de investimento implicaria sobre ele. Muczynski (2015) apud Toneto (2018) discutem sobre as abordagens mais modernas referentes a gestão de investimentos em real estate, das quais se destaca o conceito de *portfólio management*. Para os autores, a prática faz referência ao gerenciamento estratégico de um grupo de propriedades sob uma ótica mais abrangente, na qual se busca potencializar o resultado de todo o portfólio, medindo os efeitos gerados por cada ativo que o compõe.

A eficiência da gestão estaria atrelada a definição da política de investimento, a análise e ao acompanhamento da performance dos ativos em conjunto e, finalmente, a análise de novos investimentos, considerando, para tanto, os impactos que esses trariam ao portfólio como um todo. Gestão eficiente de portfólio se configura como um processo complexo e contínuo de planejamento, análise e acompanhamento, o qual se busca alcançar o equilíbrio ótimo entre a rentabilidade almejada e os riscos do setor.

Sendo assim, propõe-se que o estudo ocorra sob tal ótica de análise apresentada, na qual defende o embasamento de processos decisórios segundo análises sistêmicas com abordagens

estratégicas adequadas, considerando para tal o portfólio por completo. Para tanto, consideram-se aspectos quantitativos (representados por indicadores econômico-financeiros), bem como qualitativos (representados por fatores de diversificação), assim como suas correlações quando analisados em grupo.

### 2.3. DIVERSIFICAÇÃO DE PORTFÓLIO EM EMPRESAS DE REAL ESTATE

A presente seção tem como objetivo apresentar ao leitor aspectos relacionados com o tema da gestão empresarial enquanto segmentação de atuação e diversificação de portfólios, sempre na esfera das empresas do real estate residencial<sup>8</sup>.

Em termos econômicos, o objetivo de toda organização consiste na remuneração do capital de seus acionistas compatível com os riscos assumidos. Quando do âmbito do real estate, tal objetivo é buscado mediante a alocação de capital em oportunidades de investimento lastreadas no mercado imobiliário. Para tanto, o empreendedor imobiliza recursos em um dado negócio, durante um longo tempo, com objetivo de alcançar um maior poder de compra final por meio da construção e venda das unidades imobiliárias.

Dessa maneira, conforme Souza (2011), a capacidade de geração de riqueza de uma empresa do Real Estate Residencial será definida, excetuando fatores de ordem macroeconômica e setorial, por sua capacidade em desenvolver e gerir um portfólio de empreendimentos competitivo, cujo binômio [Qualidade x Preço] seja capaz de garantir sua inserção de mercado a preços e fluxo de recebimento em padrões suficientes de remunerar o capital investido ao nível desejado. Ainda segundo o autor:

*“O desafio da empresa de Real Estate deve ser formular e executar empreendimentos com margens adequadas para o padrão de rentabilidade desejado, e encaixar novos empreendimentos em seu portfólio, em velocidade cujos recursos livres provenientes dos empreendimentos finalizados sejam eficientemente reinvestidos em outros.”*

Nesse sentido, formular produtos imobiliários exige do empreendedor o conhecimento de mercado, hábitos e anseios do público-alvo, de modo a lhe permitir o desenvolvimento de

---

<sup>8</sup> Considerando a relevância do tema em termos econômicos e sociais, o que se percebe, entretanto, é uma indébita carência de literatura técnica específica.



empreendimentos capazes de ser absorvidos por compradores, dentro de padrões que possam lhe atender a remuneração almejada.

Destaca-se, no entanto, que as empresas e os empreendimentos estão inseridos dentro de um contexto setorial e competitivo, cujas variações de cenário podem provocar impactos de desempenho, de modo que possa se fazer necessário revisões de estratégias empresariais, resultando, por conseguinte, na exploração de novos produtos e mercados. Ansoff (1977) apud Souza (2011) definem como estratégia o conjunto de tomadas de decisões voltadas a definição de produtos e mercados alvos, crescimento e vantagens competitivas a serem exploradas pelas empresas. Segundo os autores, quando uma empresa visualiza oportunidade de operação em campos distintos ao seu de trabalho, decidindo pela exploração, deverá formular estratégias de atuação que possam proporcionar aos acionistas os resultados almejados.

Em termos de escolha de segmento, as empresas do real estate podem atuar a partir da venda de produtos imobiliários ou da exploração de empreendimentos destinados a geração de renda, sendo o primeiro o foco deste trabalho. Neste segmento, as companhias podem, ainda, pautar suas respectivas atuações diante de estratificações de mercado baseadas em grupos que sejam representados por hábitos e anseios comuns, uma vez que tais características fazem resultar em diferentes demandas de produtos e competências para atuação empresarial<sup>9</sup>.

Há, ainda, de se mencionar a estratificação resultante das disposições geográficas do público-alvo. Conforme Alencar (1993), o mercado residencial é segmentado segundo tal critério, de modo a resultar em grupos populacionais mais homogêneos. Ainda consoante Fernandes e Oliveira (2005) apud Abibi (2008), a determinação dos segmentos potenciais do mercado imobiliário é categoricamente influenciada pela localização do terreno.

Para Souza (2011), quanto menor a delimitação espacial que a empresa busca atuar, mais fácil seria a identificação de estereótipos de comportamento, hábitos e anseios do público-alvo. Ainda de acordo com o autor, a delimitação da estratégia de atuação das empresas implica no desenvolvimento de competências específicas<sup>10</sup> quando do desenvolvimento de empreendimentos destinados para estes fins. Quanto menor for a competência para atendimento

---

<sup>9</sup> Competência para formulação e execução de empreendimentos.

<sup>10</sup> Competência relaciona-se com a compreensão da região, a cultura, os hábitos e os anseios do público-alvo, bem como o conhecimento dos demais stakeholders (partes interessadas, os fornecedores e os prestadores de serviços). Souza (2011) destaca, ainda, sobretudo, a necessidade de ser conhecido.

dos objetivos formulados na estratégia empresarial, menor será a capacidade de performance da empresa.

*“[...] quanto maior o portfólio de produtos e mercado da empresa, maior deverá ser o seu portfólio de competências. Tem-se, neste caso, fatores de ordem negativa para as companhias que optam por portfólios diversificados de produtos e mercados.” Souza (2011).*

Nesse sentido, diante de competências específicas, o empreendedor “saberá fazer” e “fará melhor” do que as empresas concorrentes, refletindo, desse modo, em vantagem competitiva da organização.

No entanto, estar presente diante de um maior espectro de produtos e mercados, implica em menores exposições a riscos locais e pontuais, por exemplo, superoferta de produtos específicos, disponibilidade de crédito à aquisição e, conseqüentemente, demanda de público-alvo.

Fato é que, por exemplo, empresas especializadas no segmento residencial de baixa renda, possuem maior competência para inserção de produtos competitivos no mercado do referido perfil de público comprador, quando comparado com as empresas com atuação mais diversificada. Entretanto, eventuais descontinuidades de programas habitacionais deverão lhes ser mais impactantes, em relação àquelas outras.

*“Empresas diversificadas podem possuir maior capacidade de reinvenção, acesso a oportunidades e flexibilidade, ainda que esta última dependa também do modelo de negócio empregado pela organização[...].” Souza (2011).*

Por fim, do ponto de vista de estruturação de portfólio versus vetor de rentabilidade, quanto maior a diversificação daquele, possivelmente maior será a probabilidade de a empresa acessar oportunidades de investimento que satisfaçam as exigências de rentabilidade do empreendedor. Todavia, maior será a dificuldade de transformar o potencial de riqueza intrínseca ao negócio em riqueza para a companhia, devido à complexidade da gestão de competências necessárias<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Uma companhia que apresente estratégia de atuação de mercado pautada segundo diversificação de portfólio deverá possuir uma tipologia de recursos de competência genérica, ou  $n$  setores de competência especializados. No primeiro caso, possivelmente a organização terá reduzida capacidade de “saber fazer” e “fazer melhor”, o que

Em consonância com Souza (2011), o autor entende que decisões e estratégias empresariais devem ser formalizadas e arquivadas internamente pelas organizações, de modo que futuras formulações estratégicas possam ser pautadas diante de dados concretos e lições aprendidas. Diante dessa abordagem, Vaz (2017) propõe a formulação de um sistema de gestão de conhecimento que possa ser aplicado às empresas do setor, de modo que seus conhecimentos e experiências possam ser devidamente registrados, garantindo, por conseguinte, que não sejam perdidos ao longo do tempo.

#### 2.4. ÍNDICES PARA MEDIDAS DE CONCENTRAÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO

Dentro do ambiente setorial do mercado imobiliário e diante, ainda, de uma perspectiva de gestão estratégica de portfólio de ativos, empresas de real estate residencial para venda devem se posicionar competitivamente e definir claramente o produto a produzir, assim como o público-alvo para quem se busca produzir. Essa definição implica na necessidade do reconhecimento do nível de diversificação almejado pelas companhias do setor, tal como as competências que deverão veementemente perseguir.

Dessa forma, a presente seção tratará a respeito do índice de concentração e diversificação utilizado no presente trabalho, com vistas a abordar aspectos conceituais referentes a tal análise, quando do prisma da avaliação de portfólio.

Segundo Souza (2011), índices de diversificação são indicadores matemáticos, comumente utilizados como medida de concentração de empresas ou setores produtivos. Destaca-se, para tanto, os índices de entropia, índices de especialização, índices de concentração de mercado e as medidas de contabilização de negócios. Essas últimas são as mais simples, mensurando a diversificação pela elementar aferição do número de produtos/unidades de negócio que determinada empresa possui atuação. Geralmente tais indicadores são pautados em classificações definidas por órgãos nacionais e agências/instituições governamentais (Pitts e Hopkins, 1982 apud Souza, 2011). No Brasil, seria equivalente ao código de Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) do IBGE. O índice, contudo, apresenta inúmeras limitações, como, por exemplo, não possibilita a consideração da relevância de cada unidade de negócio para a empresa.

---

lhe implicará em um posicionamento competitivo desfavorável. Já diante da segunda hipótese, embora a empresa melhore sua capacidade de “saber fazer” e “fazer melhor”, eventualmente poderá enfrentar ineficiências gerenciais, tendo em vista a complexidade da gestão de diferentes modelos de negócios e a sobreposição de atividades.

Já os índices de especialização ( $I_{esp}$ ) são determinados em função da razão entre a receita da unidade de negócio majoritário da empresa e sua receita total. Diferentemente das medidas de contabilização, o índice permite a análise da contribuição de cada unidade de negócio frente a receita da companhia, porém não possibilita a avaliação com referência ao número de negócios que eventualmente as companhias possam ter. Assim, conforme Souza (2011):

*“[...] hipoteticamente, empresas que possuem diferentes números de negócios e coincidentemente apresentarem igualdade na participação relativa do negócio predominante da organização, apresentarão o mesmo índice de especialização.”*

Quanto ao índice de entropia ( $I_{ent}$ ), conforme sua própria nomenclatura sugere, a medida de concentração e diversificação é avaliada segundo os conceitos de entropia<sup>12</sup>. Desse modo, a mensuração ocorre a partir da média ponderada da contribuição de cada segmento de atuação da empresa, onde o peso é representado pelo logaritmo neperiano do inverso da participação de cada unidade de negócio da companhia.

Finalmente, os índices de concentração de mercado são comumente empregados para avaliação do grau de competitividade e monopólio de setores econômicos. Destaca-se, para tanto, o índice de Herfindahl ( $I_H$ ), calculado pela raiz quadrada do somatório dos quadrados da participação de mercado de cada organização em relação ao seu setor de atuação. Souza (2011) avalia que se aplicado quando do prisma da empresa, o índice pode ser interpretado como métrica de diversificação empresarial.

$$(1) I_{esp} = \text{máximo} \left[ \frac{x_i}{X} \right]$$

$$(2) I_{ent} = \sum_i^n \left[ \frac{x_i}{X} * \ln \left( \frac{1}{\left( \frac{x_i}{X} \right)} \right) \right]$$

$$(3) I_H = \sum_i^n \left( \frac{x_i}{X} \right)^2$$

, sendo  $i$  o tipo de unidade de negócio (variando numericamente de 1 a  $n$  negócios),  $x$  a receita correspondente a cada unidade de negócio  $i$  e, por fim,  $X$  o somatório da receita de todas as unidades de negócio da organização.

---

<sup>12</sup> Entropia é um conceito da termodinâmica a qual mede o grau de desordem das partículas de um sistema físico, sendo, por conseguinte, usado para representar aleatoriedade e dispersão em vários campos do conhecimento.

Assim sendo, para efeito de análise, conforme Souza (2011), será utilizado nesse estudo o índice de concentração de mercado, representado por uma adaptação do indicador de Herfindahl<sup>13</sup> (conforme equação anterior), de modo a se mensurar o grau de concentração de uma determinada unidade de observação  $x$ . Para tanto, a participação relativa de cada empreendimento do portfólio será medida em função de seu valor geral de venda (VGV).

Sublinha-se que a métrica de Herfindahl é um indicador comumente utilizado por agências e comissões federais em análises de fusões e aquisições de empresas que, uma vez ocorrendo, possam prejudicar o equilíbrio e a competitividade de seus respectivos setores econômicos em países como os Estados Unidos da América, Nova Zelândia, Austrália e, também, no continente Europeu (Hausman e Sidak, 2007).

Conforme será apresentado adiante, o índice de concentração e diversificação será avaliado no estudo de caso diante de três propostas de análise, sendo elas o índice de diversificação geográfica, o índice de diversificação de parcerias e o índice de diversificação de produtos.

Por fim, o autor destaca que, dentre os índices de diversificação apresentados, a opção pela utilização do indicador de Herfindahl se deveu a sugestão de Souza (2011), o qual, oportunamente, fez referência a sua possibilidade, no cálculo do índice, tanto o número de mercados, quanto a participação relativa de cada unidade de negócio no portfólio da empresa. O autor menciona, ainda, a ampla utilização do indicador por instituições antitruste, bem como a referência de valores para a classificação dos mercados em níveis concentrados, medianamente concentrados e não concentrados.

## 2.5. FATORES DE DIVERSIFICAÇÃO

Quando da análise da gestão estratégica de portfólios, segundo a ótica da concentração de riscos, Porto (2010) destaca a importância da compreensão dos fatores de diversificação da carteira de ativos. A autora destaca que os indicadores de qualidade do portfólio podem ser avaliados diante de diferentes condições de segregação dos empreendimentos. Assim, seria possível apreciar, por exemplo, o grau de contribuição que determinado grupamento de ativos teriam com relação à rentabilidade global do portfólio.

---

<sup>13</sup> Em concordância com Souza (2011), o índice de Herfindahl foi considerado no presente estudo por permitir a análise da participação relativa de cada empreendimento no portfólio da Empresa X, bem como por ser um índice amplamente utilizados por entidades antitruste, havendo, inclusive, parâmetros de valores para classificação de análise em concentrado, medianamente concentrado e não concentrado.

Desse modo, em se tratando do mercado do real estate residencial para venda, seria possível a análise de diversificação segundo as condições de localização geográfica, ao tipo de produto e público-alvo almejado e, por fim, quando da consideração de parcerias, a proporção quanto a participação de diferentes sócios na carteira.

Sendo assim, de acordo com aquele segundo critério, uma determinada empresa que possua atuação de mercado em mais de um segmento de estrato social, por exemplo, desenvolvendo produtos imobiliários tanto para a fração de público-alvo de alto poder aquisitivo, quanto, também, tenha empreendimentos voltados ao perfil comprador de média renda, poderá reconhecer o grau de diversificação de seus produtos oferecidos, assim como avaliar a contribuição potencial que cada segmento proporcione em seu desempenho econômico e financeiro. Neste caso, a companhia poderá identificar a eficiência de seus recursos de investimento, reconhecendo eventuais situações que estejam comprometendo negativamente os seus resultados.

**Tabela 1 – Fatores de diversificação do portfólio**

| Fatores de diversificação |  |
|---------------------------|--|
| i)                        | Dispersão quanto à concentração geográfica   |
| ii)                       | Dispersão quanto ao produto e público-alvo   |
| iii)                      | Dispersão quanto à participação de parceiros |

Fonte: Adaptado de Porto (2010).

## 2.6. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA

A análise do índice de diversificação geográfica foi pautada segundo uma adaptação do Índice de Herfindahl, conforme equação a seguir:

$$(4) \text{IDG}_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_i^n \left( \frac{V_{GV_{i,j}}}{V_{GV_j}} \right)^2$$

, para o mercado (região)  $i$ , da empresa  $j$ , no período  $t$ .

O índice possui escala de 0 (zero) à  $1 - \frac{1}{n}$ , de modo que quanto maior o índice maior o grau de diversificação. Isso posto, e considerando que o índice de Herfindahl mede o grau de diversificação e concentração de uma unidade de observação  $x$ , Souza (2011) propõe:

- (i) As unidades de observação devem representar regiões geográficas (mercados);
- (ii) A relevância de cada mercado será determinada pela razão do somatório do valor geral de venda de todos os empreendimentos contidos nesse mercado, pelo valor geral de venda de todos os empreendimentos da empresa.

## 2.7. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS

Assim como para o índice de diversificação geográfica, o índice de diversificação de produtos (IDP) foi determinado conforme adaptação do índice de Herfindahl.

$$(5) \text{IDP}_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{V_{GVs,j}}{V_{GVj}} \right)^2$$

, para o produto  $s$ , da empresa  $j$ , no período  $t$ .

Para tanto, considerou-se:

- (i) As unidades de observação devem representar produtos.
- (ii) A relevância de cada produto será determinada pela razão do somatório do valor geral de venda de todos os empreendimentos imputados ao referido tipo de produto, pelo valor geral de venda de todos os empreendimentos da empresa.

Destaca-se que para o presente trabalho, a unidade de observação “produto” será definida como função do preço médio de comercialização e do respectivo tamanho das unidades residenciais. Nesse sentido, tendo em vista tal critério de classificação ser subjetivo, e não havendo uma padronização comumente assumida pelo mercado e entre as empresas para tal segmentação, o estudo padronizará os empreendimentos/produtos sob análise conforme proposta de faixas de preço e faixas de área útil (m<sup>2</sup>) das unidades habitacionais, consoante abordagem da “Pesquisa do Mercado Imobiliário” mensalmente publicada pelo SECOVI-SP<sup>14</sup>.

*“Entende-se por produto um conjunto de empreendimentos com características de formatação e qualidade equivalentes, desenvolvido para um determinado público-alvo com anseios e capacidade de pagamento equivalentes entre si.” Souza (2011).*

---

<sup>14</sup> O relatório correspondente a premissa de faixas de preço considerada contempla a publicação datada do mês de outubro de 2023.

Assim sendo, as categorias de produto foram definidas conforme a Figura abaixo:

**Figura 2 – Categorização de produto**

| <b>Segmento   Critério</b>          |  |
|-------------------------------------|--|
| a) Acima de R\$ 2,1 milhões         | a.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | a.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | a.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | a.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | a.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | a.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | a.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |
| b) R\$ 1,4 milhão a R\$ 2,1 milhões | b.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | b.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | b.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | b.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | b.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | b.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |
| c) 700 mil a R\$ 1,4 milhão         | c.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | c.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | c.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | c.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | c.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | c.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |
| d) R\$ 350 mil a R\$ 700 mil        | d.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | d.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | d.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | d.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | d.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | d.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | d.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |
| e) R\$ 264 mil a R\$ 350 mil        | e.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | e.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | e.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | e.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | e.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | e.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | e.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |
| f) Até 264 mil                      | f.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    |
|                                     | f.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   |
|                                     | f.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   |
|                                     | f.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   |
|                                     | f.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  |
|                                     | f.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> |
|                                     | f.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    |

**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**



Isso posto, tendo em vista a segmentação proposta e ilustrada na figura acima, o trabalho categorizará os empreendimentos do estudo de caso frente a 42 grupos possíveis de associação.

O autor destaca que tal proposta se faz necessária, tendo em vista a possibilidade de dois empreendimentos apresentarem o mesmo preço de comercialização, entretanto serem voltados a públicos-alvo completamente diferentes. Por exemplo, um imóvel localizado no Itaim Bibi pode, eventualmente, apresentar o mesmo preço de comercialização de um imóvel terceiro localizado no bairro do Campo Belo (naturalmente com área privativa superior).

Dito isso, segundo a referida possibilidade, embora os ativos imobiliários estejam enquadrados hipoteticamente na mesma faixa do preço de comercialização, não seria razoável o autor considerá-los como produtos semelhantes.

## 2.8. ÍNDICE DE DIVERSIFICAÇÃO DE PARCERIAS/SÓCIOS

Assim como para o índice de diversificação geográfica e o índice de diversificação de produtos, o índice de diversificação de parcerias/sócios (IDS) seria determinado conforme adaptação do índice de Herfindahl.

$$(6) \text{IDS}_{s,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{V_{GVs,j}}{V_{GVj}} \right)^2$$

, para o parceiro  $s$ , da empresa  $j$ , no período  $t$ .

Para tanto:

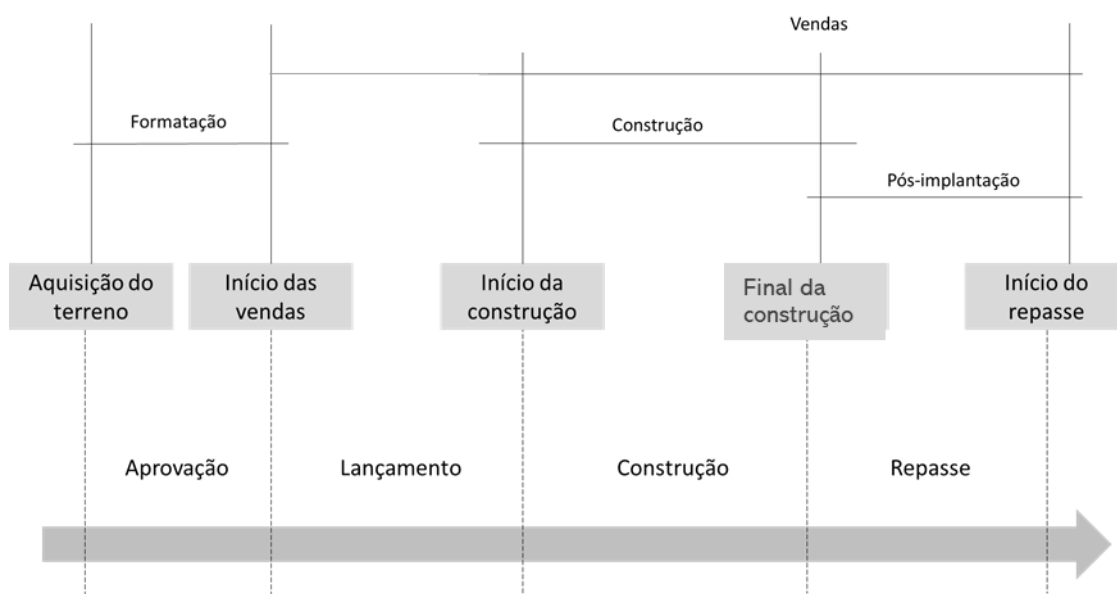
- (i) As unidades de observação devem representar parceiros.
- (ii) A relevância de cada parceiro será determinada pela razão do somatório do valor geral de venda de todos os empreendimentos imputados ao referido parceiro, pelo valor geral de venda de todos os empreendimentos da empresa.

Oportunamente, destaca-se, adicionalmente, o conceito de portfólio de alianças, que segundo Wassmer & Dussage (2011), as empresas a fim de alcançarem criação de valor enquanto gestão, devem acessar recursos através de múltiplas alianças estratégicas com diferentes parceiros possíveis. Para os autores, a combinação sinérgica das respectivas competências pode promover melhores resultados aos referentes empreendedores. Fato é que, tal perspectiva, inevitavelmente, ainda proporciona a mitigação dos riscos de concentração dos negócios.

## 2.9. CICLO DO REAL ESTATE RESIDENCIAL

Rocha Lima (2011) define o ciclo do real estate residencial para venda como um investimento de longo prazo, pois, segundo o autor, entre a decisão de compra do terreno até o recebimento final do saldo do preço das unidades vendidas, podem ter passado de quatro a cinco anos. Segundo o mesmo autor, tal ciclo consiste, basicamente, em quatro fases distintas definidas conforme a Figura 3 a seguir:

**Figura 3 – Ciclo do Real Estate Residencial**



**Fonte: Autor**

### (i) Formatação

Dada a aquisição do terreno para o desenvolvimento do produto residencial a ser comercializado, o empreendedor percorre todas as fases de formatação e regularização do empreendimento. É nesse momento que se desenvolve a estruturação do negócio, a execução dos projetos preliminares e suas aprovações nos respectivos órgãos competentes, conforme as relativas legislações municipais e/ou estaduais.

Como marco cronológico, pode-se dizer que tal fase se estende, em um período de um a dois anos, até a concretização do efetivo registro de incorporação junto ao cartório de registro de imóveis competente. Só daí em diante o empreendimento poderá ter suas vendas lançadas ao mercado comprador.

É válido destacar, conforme será abordado a seguir, que a efetiva aquisição do terreno só deverá ocorrer após minuciosa análise da qualidade da referida oportunidade do investimento (AQI). Essa análise deve ser refletida em indicadores econômico-financeiros que compensem o risco inerente ao negócio imobiliário, proporcionando uma rentabilidade ao capital investido superior a taxa de atratividade imposta pelo empreendedor do projeto. Via de regra, o êxito de todo e qualquer empreendimento imobiliário (EI) parte desde as condições de aquisição do terreno, de modo que projetos com terrenos mal negociados são fortes candidatos ao insucesso.

#### (ii) Lançamento

Após as aprovações pertinentes nos respectivos órgãos governamentais e a efetivação do registro de incorporação junto ao cartório de registro de imóveis, o empreendimento poderá, enfim, ser lançado para venda no mercado. O prazo de lançamento comumente observado no ambiente do real estate residencial alcança de seis a oito meses de duração, tendo início após o registro de incorporação do empreendimento e duração até o início efetivo de sua construção.

Registra-se aqui que a condição desejável de todo empreendimento imobiliário para venda seria alcançar a maior parte de suas unidades vendidas a preços mais altos durante a referida fase de lançamento. Entretanto, o que se observa como condição de premissa quando da AQI de negócios imobiliários, são estruturações de cenários referenciais nos quais apenas uma parcela do total de unidades disponíveis acaba sendo absorvida durante o período em questão.

O saldo das unidades ainda não comercializadas ao público comprador é negociado durante o período de construção do empreendimento e, eventualmente, uma parcela, ainda, final de estoque acaba por ser negociada na fase de pós-implantação, quando o empreendimento já está entregue ao mercado.

#### (iii) Construção

A fase de construção compreende o período de obras do empreendimento, alcançando um prazo que, salvo exceções, pode variar de 24 a 36 meses de duração, em se tratando de projetos residenciais de classe média.

O início do referido período de construção não apresenta tanta rigidez quando comparado com a data de seu término, uma vez que essa última deve ser respeitada enquanto as condições contratuais firmadas com os respectivos compradores, quando da venda das unidades. O fato é

que o empreendedor pode, ao seu critério, antecipar o início das obras, ou até mesmo retardá-las, desde que assuma o risco citado de entregar o empreendimento dentro do prazo contratual.

Ainda sobre a construção, vale destacar o papel que as instituições financeiras desempenham nesta fase ao assumir a incumbência de agente financiador. Tais instituições alocam recursos nos projetos para promover o custeio da construção sob condições previamente estipuladas. Essa alocação de capital deverá ser quitada ao término da construção do empreendimento, após um período de carência pré-estabelecido, segundo a amortização do principal da dívida contratada, somado ao saldo de juros estabelecido.

#### (iv) Pós-implantação

A quarta e última fase usual do ciclo de um empreendimento residencial compreende ao período após o término de obras e a entrega ao mercado. É nesse momento que ocorre o chamado “repasse” das unidades comercializadas, que consiste, basicamente, na cessão de seus direitos creditórios à terceiros, os quais podem ser as instituições bancárias, ou até mesmo as companhias securitizadoras.

Resumidamente, são essas agremiações que financiam o comprador dos imóveis no longo prazo (usualmente em prazos que podem chegar até 35 anos, quando enquadrados no Sistema Financeiro da Habitação - SFH), quitando, assim, o saldo de sua dívida junto ao empreendedor. Quanto ao prazo de duração, destaca-se que a mencionada fase de pós-implantação, em mercados eficientes, pode variar em períodos usualmente de até 12 meses corridos após a entrega da obra.

## 2.10. COMPORTAMENTO CÍCLICO DO REAL ESTATE

Para Pyhrr, Roulac e Born (1999), apud Gatto (2016), a indústria do real estate apresenta estruturalmente um comportamento cíclico característico ao longo do tempo, sendo, para tanto, determinante quanto a ótica do sucesso ou fracasso de um investimento. Ademais, considerando o potencial impacto que pode causar aos retornos, riscos envolvidos e valores investidos, não deveria ser simplificado, ou até mesmo ignorado, pelos agentes de mercado. Ainda, referidos autores destacam que todo investidor deve definir sua estratégia de investimento de acordo com as fases deste comportamento cíclico, para que assim seus planos de investimento estejam pautados de forma que possibilite o máximo de aproveitamento de cada momento.

Fato é, entretanto, que a compreensão desse ciclo não é de fácil percepção, uma vez que envolve fatores de oferta e demanda de mercado. Contudo, a bem da verdade, o entendimento básico desse comportamento pode proporcionar aos agentes de interesse um maior discernimento do nível de risco e resultado econômico e financeiro que se pode ser esperado por um determinado investimento. Para Mueller (1995) o ciclo do real estate pode ser dividido em 4 períodos distintos:

i) Recuperação

Conforme Mueller e Pavnev (1997), apud Gatto (2016), esta fase tem início quando o mercado atinge o ponto inferior do seu ciclo, por consequência de um excesso de oferta, ainda não absorvida pela demanda proveniente da fase anterior. Assim, sumariamente, a fase de recuperação ocorre com uma demanda crescendo lentamente e o excesso de oferta sendo absorvida aos poucos. Nesse momento, o crescimento da oferta é inexistente ou muito baixo. Na medida que o estoque é absorvido, o mercado tende a alcançar o equilíbrio entre demanda e oferta, fazendo com que os preços se estabilizem e, conseqüentemente, o mercado comece a recuperar sua confiança.

ii) Expansão

Para aqueles mesmos autores, na fase da expansão, a demanda já em um patamar maior tende a pressionar a oferta existente, criando, por consequência, uma necessidade de sua reposição. Sendo assim, o nível de estoque diminui e o preço dos ativos imobiliários disponíveis tendem a aumentar, até o momento que atingem um patamar propulsor para o lançamento de novos empreendimentos e novas construções.

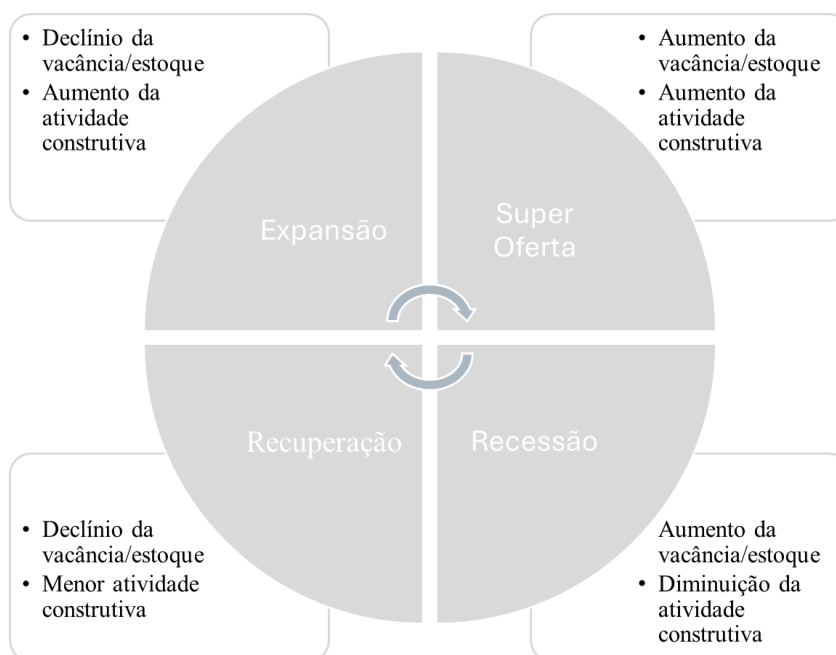
iii) Super Oferta

Conforme novos empreendimentos são entregues ao mercado, a nova oferta total e sua taxa de crescimento se tornam superiores a demanda e sua taxa de crescimento. Neste momento, caracteriza-se a fase da super oferta, onde se pode observar a redução na quantidade de novas construções e lançamentos, bem como uma sinalização de queda dos preços praticados nas transações.

iv) Recessão

Por fim, a fase da recessão se mostra quando o equilíbrio da oferta e demanda é ultrapassado e os preços praticados nas negociações, de fato, tendem a ocorrer com descontos. Nesse momento, verifica-se uma oferta alta e um crescimento de demanda baixo. Gatto (2016) acrescenta que, em geral, tal momento ocorre, chegando ao seu extremo, quando as construções que estavam em andamento são entregues e não se verificam novas construções adiante. A partir daí se tem uma diminuição da oferta e, posteriormente, o início de um novo ciclo.

**Figura 4 – Ciclo do Real Estate Residencial**



**Fonte: Autor**

Destaca-se que a compreensão da fase do ciclo do mercado imobiliário se mostra importante para os agentes de mercado, à medida que proporciona embasamento para a expectativa dos riscos envolvidos, sendo esse um fator determinante na análise da qualidade do investimento em novas oportunidades, tal qual para as práticas de gestão de portfólio de ativos imobiliários.

Finalmente, Gatto (2016) destaca que em épocas de recessão ou super oferta, frequentemente se pode observar no mercado imobiliário residencial empreendedores/originadores vendendo participações societárias como método alternativo para o equacionamento de funding do negócio imobiliário e/ou possibilidade de diversificação de suas posições de investimento<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Diante do que foi apontado, segundo o prisma do referido empreendedor e gestor do portfólio imobiliário, a venda de participações societária em projetos que lhes estão sob gestão requer um embasamento de informações a um nível satisfatório, para que, assim, as decisões estratégicas sejam tomadas da forma mais eficiente possível e, dessa forma, um melhor resultado econômico e financeiro possa ser alcançado pela companhia.

*“Este método de funding se mostra de muita relevância em momentos de desaquecimento do mercado imobiliário, pois dependendo do nível de necessidade de caixa, da escassez de financiamento bancário e da necessidade de diversificação da carteira de investimentos do originador, sua disposição em compartilhar uma fatia maior dos retornos com um possível investidor também aumenta. Sendo assim, também se torna um momento propício para os investidores capitalizados alocarem seus recursos.” Gatto (2016).*

### 2.10.1. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO FUNDING DE PARCEIROS

A presente seção abordará, sinteticamente, segundo a ótica do gestor do portfólio imobiliário, independente do motivo da tomada de decisão, alguns pontos entendidos como vantagens e desvantagens de venda de participação societária a um parceiro-investidor.

Vantagens:

- i) Possibilidade de utilização dos recursos próprios que seriam alocados no empreendimento em outra(s) oportunidade(s) de investimento;
- ii) Possibilidade de recomposição de caixa;
- iii) Possibilidade de auferir ganho de capital com a venda;
- iv) Melhor gestão de riscos, com alocação de parte deles a terceiros;
- v) Mitigação de eventual prejuízo para o caso de insucesso do empreendimento;
- vi) Reembolso de custos incorridos.

Desvantagens:

- i) Diminuição de retorno potencial para o caso de sucesso do empreendimento;
- ii) Possibilidade de perda de capital na venda (venda com deságio);
- iii) Perda de autonomia plena e controle no processo decisório;
- iv) Possibilidade de divergência enquanto cultura empresarial.

Por fim, ressalta-se que as perspectivas de vantagens e desvantagens são influenciadas pela estrutura societária e os aspectos jurídicos das negociações, ao passo que os apontamentos supramencionados buscam apenas generalizar uma referência de análise.

## 2.11. RISCOS DO INVESTIMENTO EM REAL ESTATE RESIDENCIAL

Em termos conceituais, risco pode ser definido como todo e qualquer evento ou condição em potencial que, em se concretizando, pode afetar positivamente ou negativamente os objetivos de um projeto, como, por exemplo, seus indicadores da qualidade. Segundo PMBOK (2013), riscos positivos seriam definidos pelas oportunidades que, eventualmente, surgissem ao projeto e que favorecessem o alcance de seus objetivos. Já os riscos negativos seriam as eventuais ameaças que, do contrário, os prejudicassem em caso de concretização.

No investimento do mercado de real estate residencial, o risco está intimamente atrelado à essência da dinâmica do ciclo de desenvolvimento, no qual a imobilização do capital ocorre desde o período de formatação do projeto pelo agente investidor, enquanto a retomada de seu poder de compra (liquidez) deve ocorrer, via de regra, apenas no período pós-implantação, quando o produto é absorvido pelo público comprador final e ocorre o repasse.

Segundo Rocha Lima (2015) o processo decisório do investimento é apoiado em expectativas futuras de resultados, os quais podem não se concretizar, configurando, por consequência, o risco inerente do setor.

*“Os riscos no desenvolvimento de um empreendimento existem porque as decisões são tomadas diante de expectativas de comportamento. Essas expectativas de comportamento é que permitem, no ciclo de planejamento, fazer medidas simuladas de desempenho, que levam aos indicadores usados para mostrar a qualidade do investimento no empreendimento. O processo de simulação implica a construção de cenário referencial, que faz a imagem do comportamento de um conjunto de variáveis no ciclo do empreendimento. Essas variáveis, quando o empreendimento efetivamente estiver em implantação, poderão fugir do comportamento esperado, desviando a qualidade para pior do que o esperado. Essa possibilidade é que configura que os investimentos têm risco.”*

Diversas produções acadêmicas exploram o assunto sob prismas de diferentes abordagens. Almeida (2016) percorre a identificação abrangente de riscos relacionados ao investimento no setor, sob a ótica de parceiros-investidores em projetos residenciais para venda. Para tanto,



desenvolve uma matriz denominada Matriz de Gerenciamento de Risco, relacionando uma gama de riscos identificados com possíveis medidas a serem adotadas como respostas.

Referido estudo perfaz todas as fases do ciclo do real estate residencial e analisa tais fatores identificados ao longo das fases de (i) formatação, (ii) vendas, (iii) construção e (iv) pós-implantação. Trata, também, dos riscos inerentes a (v) estrutura da parceria firmada entre tal parceiro-investidor e o empreendedor do projeto em questão.

(i) Riscos relacionados a fase de formatação

Basicamente os fatores de riscos identificados nessa fase do ciclo do projeto correspondem as premissas de aquisição do terreno, formatação do produto ideal e a aprovação dos projetos. A autora destaca em sua matriz os seguintes fatores abaixo destacados:

- Aquisição do terreno por valor inadequado;
- Desvios no prazo de aprovação do empreendimento;
- Desvios no custo de formatação;
- Mudança de fase do ciclo do real estate residencial.

(ii) Riscos relacionados a fase de vendas

São aqueles atrelados ao comprometimento do encaixe dos recursos oriundos das vendas dos imóveis necessários para a estruturação da equação de fundos dos negócios.

- Desvios na velocidade de vendas e no preço de venda das unidades;
- Ocorrência de distratos de unidades já comercializadas;
- Inadimplência ou atraso no pagamento das parcelas do preço.

(iii) Riscos relacionados à fase de construção

Basicamente são os que estão associados à qualidade construtiva (execução de serviços) e aos desvios de custos e de prazo de obra.

- Desvios de custos e de prazo de obra;
- Qualidade da construção;
- Indisponibilidade de crédito imobiliário para apoio à construção.

(iv) Riscos relacionados à fase pós-implantação

Resumidamente, são os fatores relacionados ao encaixe dos repasses das unidades vendidas aos adquirentes das unidades por meio de financiamento obtido com alguma instituição financeira.

- Distrato decorrente de eventual indisponibilidade de crédito imobiliário à aquisição;
- Desvio no prazo de repasse.

(v) Riscos relacionados à parceria

Compreende os fatores ligados ao relacionamento entre as partes que constituem o negócio. De um lado a figura do parceiro-investidor e do outro lado a do gestor imobiliário.

- Ineficiência do gestor imobiliário;
- Desalinhamento de interesses.

Dito isso, face ao reconhecimento dos riscos percebidos, cabe aos agentes investidores a assunção de mecanismos que lhes proporcionem o alcance dos objetivos estabelecidos quando da tomada de decisão, frente a tais ameaças identificadas.

## 2.12. RISCOS DO PORTFÓLIO

A análise descrita aborda a identificação dos riscos envolvidos de cada oportunidade de investimento isoladamente. Imprescindível, entretanto, é explorar a avaliação dos riscos do portfólio como um todo, de modo a buscar seu melhor equilíbrio com a consequente redução de seu risco global. Em outras palavras, tomando como base um portfólio constituído por um grupo de ativos que apresentem isoladamente uma configuração de risco satisfatória, sob a ótica da sociedade entre o parceiro-investidor e o empreendedor na SPE, pode, do contrário, se apresentar inadequada quando analisado de forma conjunta.

Sendo assim, tendo como objetivo deste trabalho discutir, dentro da gestão estratégica de investimentos em portfólios de empreendimentos residenciais para venda, tanto quanto às práticas de planejamento bem como os processos decisórios, apontam-se a seguir aspectos que poderiam proporcionar um melhor alcance do equilíbrio global de tais portfólios.

(i) Dispersão/Concentração geográfica

No que diz respeito a eventuais riscos de inserção urbana, há de se considerar cautelosamente a estratégia de atuação geográfica quando da estruturação de portfólio, pois a dispersão territorial pode se mostrar prudente sob a ótica de ocorrência de fatos imprevisíveis e seus possíveis impactos negativos ao desempenho dos empreendimentos.

Políticas públicas urbanas e ações de caráter jurídico podem alterar fortemente os cenários de microrregiões e, conseqüentemente, os vetores de expansão das cidades. Como exemplo, a instauração de equipamentos públicos, regras de uso e ocupação do solo e fatores de acessibilidade e mobilidade urbana podem induzir novas áreas de preferência de moradia, ao passo que, por exemplo, terrenos em estoque (*landbanks*) demasiadamente concentrados numa região específica podem configurar um problema aos agentes do mercado.

Sob a ótica nacional, peculiaridades regionais podem proporcionar diferentes estágios de aquecimento setorial e, por conseqüência, atratividade ao investidor. Ademais, a dispersão geográfica pode acarretar também na conversão de novos clientes em novas fronteiras de mercado, visto que as oportunidades de investimento não estariam concentradas em uma única área limite de influência.

No entanto, a expansão geográfica pode resultar ao empreendedor a assunção de riscos de mercados nos quais não detenha tanto conhecimento e experiência. Como exemplo, cita-se os frustrados resultados de alianças estratégicas firmadas entre empresas atuantes predominantemente nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro com empresas das regiões Norte e Nordeste do país, nos anos entre 2006 e 2010, após abertura de capital em Bolsa de Valores das primeiras. As especificidades dos mercados são tamanhas a ponto de induzir até mesmo preferência de atuação, por determinados agentes do mercado, em bairros específicos dentro dos limites urbanos de uma cidade.

(ii) Dispersão quanto ao público-alvo.

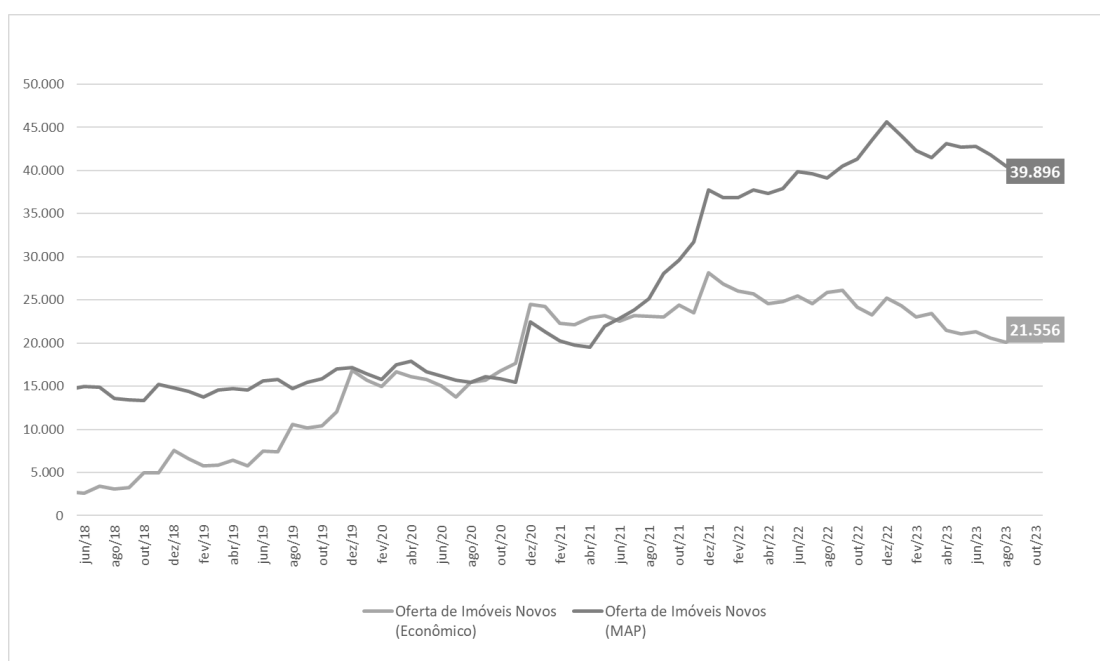
A atuação em diferentes segmentos sociais busca diluir o risco associado aos ciclos de demanda em cada uma das classes. Políticas públicas sociais de incentivo a aquisição de moradia podem aquecer o segmento de mais baixa/média renda, ao passo que investidores focados em frações do público-alvo de maior poder aquisitivo podem desperdiçar tais oportunidades de mercado. Do contrário, investidores com atuação restrita ao nicho mais econômico podem enfrentar adversidades diante de conjunturas econômicas mais adversas, uma vez que esse segmento tende a ser mais sensível a tais condições.

Fato é que se pode observar no mercado competitivo diversos casos de empresas focadas no mercado de maior poder aquisitivo que também possuem subsidiárias com atuação nos segmentos de públicos com rendas inferiores.

Além disso, a própria conjuntura de mercado pode levar o investidor a assumir riscos demasiados caso tenham atuação mais concentrada em um segmento em específico. Como exemplo, demonstra-se a série histórica do estoque de unidades no município de São Paulo sob a ótica dos diferentes segmentos sociais (Figura 5).

Segundo a análise, pode-se observar um considerável aumento do estoque dos produtos de médio/alto padrão (MAP) após o ano de 2020, quando comparado com os produtos do segmento de mais baixa renda (Econômico). Tal fato pode resultar, eventualmente, no futuro em uma condição de acomodação de preços “necessária” à absorção pelo mercado de tais unidades de estoque em excesso ou, até mesmo, uma redução no volume de lançamento de empreendimentos do respectivo segmento de mercado (desaquecimento de novos negócios), o que, no entanto, não seria observado a mesma configuração quanto ao segmento de mais baixo poder aquisitivo.

**Figura 5 – Evolução de unidades ofertadas (mil unidades)**

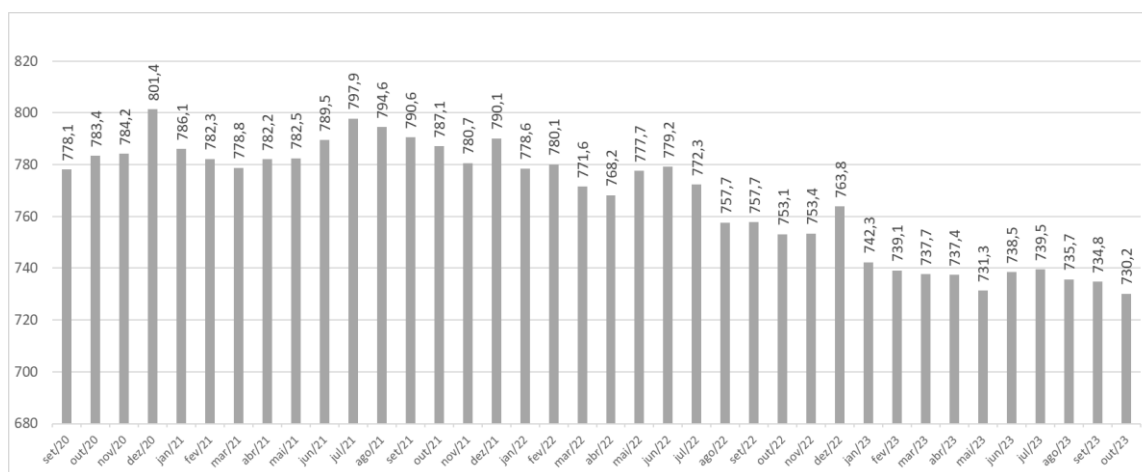


**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023)**

Em contraponto, os níveis de saldo da caderneta de poupança, funding importante para o financiamento à aquisição de imóveis, podem proporcionar, porventura, uma série de dificuldades e até distratos futuros decorrentes do volume alto de unidades negociadas nos anos de 2021 e 2022, caso ocorra um maior aperto na disponibilidade/custo de recursos por parte das instituições financeiras.

Dito isso, é bem verdade que os compradores com perfil de mais média/baixa renda são os mais fortemente afetados, e, por consequência, aqueles projetos que lhes foram direcionados.

**Figura 6 – Saldo poupança SBPE (R\$ Bilhões)**



**Fonte: ABECIP (2023).**

### (iii) Dispersão por fase do ciclo de vida

A estruturação do portfólio sob a ótica da fase do ciclo de mercado dos ativos visa buscar um maior e mais eficiente equilíbrio de seu fluxo de caixa. Desequilíbrios quanto a tal aspecto podem resultar em pressões na necessidade de capital que venham a dificultar a capacidade financeira do investidor de honrar todos os compromissos assumidos. Por outro lado, retornos concentrados num determinado período podem lhe proporcionar dificuldades de alocação de capital em novos projetos, segundo as boas práticas de planejamento e gestão estratégica defendida, com agilidade satisfatória, de modo que não fique demasiadamente com recursos ociosos em aplicações com retornos inferiores à sua taxa de atratividade.

Vale destacar, ainda, enquanto estruturação de portfólio, que ativos em diferentes estágios do ciclo de implantação podem configurar diferentes condições do binômio [risco x retorno] para o investidor. Nesse aspecto, oportunidades de investimento que eventualmente possam proporcionar uma taxa de retorno aquém daquela dos empreendimentos que o empreendedor costume desenvolver, ou até mesmo da taxa de atratividade setorial, não necessariamente devem ser descartadas.

No caso, o ponto em questão compreende os riscos envolvidos no negócio. Como exemplo, uma oportunidade que já se encontre em estágio de implantação mais avançado, no qual os riscos da estruturação do negócio estejam eliminados, naturalmente tende a proporcionar

rentabilidade a novos investidores inferior àquela que teriam se estivessem aportados recursos em fase inicial do ciclo de implantação.

Adicionalmente, cita-se aquelas oportunidades de investimento estruturadas diante do capital de investidores, os quais assumem a posição de “terrenista” (proprietário do terreno que aceita participar do negócio seja na qualidade de sócio ou de permutante), contribuindo com o funding da aquisição do terreno. Em tais situações, referidos investidores podem ter uma rentabilidade mínima garantida, que deverá ser paga pelo empreendedor para remunerar os recursos investidos no terreno, independentemente do desempenho do empreendimento.<sup>16</sup>

(iv) Proporção dos projetos no portfólio

A estruturação de um portfólio equilibrado passa pela gestão da representatividade de cada projeto investido frente ao conjunto do portfólio como um todo, de modo que os efeitos da concentração sejam administrados apropriadamente. A análise pode ocorrer por diferentes parâmetros, tais como em relação ao Volume Geral de Vendas (VGV) global do portfólio e o individual de cada empreendimento investido, ou até mesmo em termos da necessidade de investimento e/ou nível de retorno previsto esperado.

Em portfólios desequilibrados sob o prisma de tal aspecto, o desempenho econômico-financeiro aquém do esperado de um investimento específico que represente elevada concentração no portfólio pode comprometer a rentabilidade do conjunto de forma mais aguda. Além disso, em consequência da própria característica do ciclo longo de investimentos em real estate, alocações de capital equivocadas sob o ponto de vista de taxa de retorno e *pay-back* podem levar anos a serem compensadas, de modo que o investidor seja capaz de recuperar integralmente sua capacidade de investimento e poder de compra inicial.

(v) Concentração do parceiro investidor no portfólio

Um aspecto de atenção é o reconhecimento do grau de concentração da participação de terceiros como sócios-investidores do portfólio. Para exemplificar, num portfólio de ativos constituído com um único sócio-investidor em específico, o empreendedor acaba por concentrar e assumir os riscos inerentes a esta parceria, de modo que uma eventual instabilidade de sua capacidade

---

<sup>16</sup> Embora o investidor terrenista possa deter uma rentabilidade mínima garantida, como consequência da não assunção dos riscos de desenvolvimento, inserção de mercado, etc., seu potencial de ganho de rentabilidade também é limitado, ao passo que eventuais desempenhos superiores alcançados não lhe seriam naturalmente repassados.

de investimento e/ou mudança relevante da estratégia de alocação de capital pode ser refletida negativamente em parte relevante dos projetos do portfólio e, por consequência, no próprio empreendedor.

Outra situação para a questão aqui tratada é aquela na qual o sócio-investidor é responsável pela gestão imobiliária dos negócios firmados, assumindo, desse modo, a figura de agente incorporador dos projetos existentes. Nesse caso, a questão seria, eventualmente, de uma má gestão promovida por esse responsável, o que pode fazer resultar em ameaças aos empreendimentos constitutivos do portfólio investido.

### 2.13. LASTRO PARA TOMADA DE DECISÃO: INFORMAÇÕES DE QUALIDADE

Em se tratando de um mercado com elevado grau de rigidez de escolhas, decisões tomadas erroneamente por empreendedores em momentos iniciais podem lhes proporcionar perdas irreversíveis de investimento, uma vez que soluções corretivas a serem assumidas durante a implantação de um determinado empreendimento pode inviabilizar o alcance dos resultados que lhes eram almejados.

Portanto, para que aquelas ações possam ser realizadas com maior segurança, a figura do decisor necessita de informações que lhe possibilitem auferir os resultados e os riscos a serem assumidos, de forma a avaliar se aqueles serão capazes de atender seus objetivos e parâmetros mínimos de atratividade.

Fato é que alguns agentes do mercado competitivo insistem em acreditar que a tomada de suas decisões gerenciais pode ou deve ser balizada segundo suas percepções e sensibilidades. Desta forma, persistem em agir empiricamente, utilizando-se tão somente de suas intuições e experiências pessoais.

No entanto, a bem da verdade é que referidos processos decisórios são melhores e, possivelmente, mais propícios ao alcance dos bons resultados quando alicerçados em informações adequadas capazes de embasar e proporcionar maior conforto para a decisão.

Isso posto, a rotina da Análise da Qualidade de Investimento em produtos imobiliários residenciais para venda busca proporcionar aos investidores e empreendedores do setor um determinado conjunto de informações que lhes proporcionem fundamentar seus processos decisórios. Rocha Lima (2017) destaca, para tanto, que tal proposição se faz por meio de medidas que sejam qualificadas para:

- (i) Comparar alternativas;
- (ii) Hierarquizar alternativas.

Ainda segundo o autor, tais medidas devem obedecer a comportamentos pronunciados ou meramente arbitrados diante de um cenário referencial de comportamento e depois analisadas frente a uma nova concepção estrutural de perturbação de desempenho (análise de risco).

*“Para que se possa agregar segurança à decisão é necessário estabelecer uma rotina de análise crítica onde se realiza distorções nas variáveis que compõe o cenário referencial para que se possa avaliar os resultados gerados mediante simulações de desvios de cenário. Tais informações devem estar lastradas em informações de qualidade de forma que o decisor tenha condições de prever e analisar as situações de risco e conhecer o intervalo provável de variação dos resultados do empreendimento frente às situações de risco, podendo assim colher os resultados planejados com eficácia e eficiência.”* Camargo (2011).

Por fim, destaca-se, ainda, a utilização de indicadores de segurança e resultado (Indicadores Financeiros), os quais muito embora não sejam capazes de transmitir premissas de qualidade, podem proporcionar aos agentes empreendedores condições de comparação da oportunidade de investimento frente a parâmetros de mercado e premissas internas das empresas.

Isso posto, abordam-se adiante os principais indicadores utilizados pelos empreendedores no mercado competitivo.

### 2.13.1. INDICADORES DA QUALIDADE DE INVESTIMENTO

Rocha Lima (1993) destaca dois indicadores como universais quando da análise da qualidade de investimentos imobiliários. Segundo o autor, o *pay-back* mede o prazo de recuperação da capacidade de investimento do empreendedor, após a ocorrência da sua imobilização de recursos, enquanto a taxa de retorno demonstraria o ganho de poder de compra alcançável pelo empreendedor, considerando para tanto sua posição de liquidez quando do momento de investimento e aquela quando recebe o retorno.



Isso dito, para um fluxo de investimentos  $I_1, I_2, \dots, I_q$ , sucedido de um fluxo de retorno  $R_{q+1}, \dots, R$ , a taxa de retorno, medida conforme o conceito da taxa interna de retorno, será aquela tir, capaz de satisfazer a equação:

$$(7) \sum_1^q \frac{INV_q}{(1+ti)^k} = \sum_q^n \frac{RET_k}{(1+ti)^k}$$

*“A taxa de retorno mede a alavancagem de poder de compra oferecida pelo empreendimento ao empreendedor, considerados os fluxos de imobilização (investimento) e os de retomada de poder de compra (retorno), no prazo em que se dão os ganhos.”* Rocha Lima (1993).

Decerto, entende-se que tal indicador introduz satisfatoriamente uma visão qualitativa de desempenho do investimento, sendo capaz de refletir seu resultado econômico-financeiro e a eficiência na qual se converte recursos investidos em retornos adquiridos ao longo do tempo.

Ainda, para o mesmo fluxo de investimento e retorno, o prazo referente a recuperação da capacidade de investimento será aquele que satisfaz a expressão, dada uma taxa de atratividade (tat):

$$(8) \sum_1^q INV_k * (1 + tat)^{pri-k} = \sum_q^{pri} R_k * (1 + tat)^{pri-k}$$

*“Esse prazo é aquele no qual o empreendedor recupera plenamente a capacidade, de investimento que tinha quando se imobilizou no empreendimento, considerada a taxa de atratividade tat como aquela exigida pelo empreendedor, ou inferida por ele, para compensar o período de imobilização ou para compensar a inflação da moeda referencial no período, ou, ainda, uma combinação das duas situações.”*  
Rocha Lima (1993).

Face ao exposto, a análise da qualidade de investimento em portfólios de empreendimentos imobiliários pode ser auferida segundo os mesmos conceitos teóricos, conforme o fluxo de investimento e retorno exigido pelos ativos que o compõe.

Cabe ponderar, entretanto, quando da análise da qualidade do investimento em portfólios, que o empreendedor deve avaliar a capacidade de contribuição de cada empreendimento individualmente independentemente do resultado econômico que o portfólio como um todo é

capaz de proporcionar. Assim, para a carteira, o empreendedor deve compreender: (i) como seus recursos investidos estão sendo remunerados de forma “global”, bem como (ii) o equilíbrio econômico desses investimentos.

Por fim, quando da análise dos indicadores econômicos de portfólios de investimentos, Porto (2010) ainda destaca a importância de como o custo do capital, função da imobilização de recursos, deva ser considerado na análise.

### 2.13.2. INDICADOR FINANCEIRO DO INVESTIMENTO

Quanto a ótica estritamente financeira da análise do portfólio<sup>17</sup>, conforme Souza (2010), a presente monografia considerará, ainda, o indicador comumente utilizado pelo mercado, capaz de refletir a competência da oportunidade de investimento enquanto sua capacidade de geração de resultado à figura do agente empreendedor na qualidade de alocador de capital.

Desse modo, será abordado o indicador Margem sobre o Preço (MP), consoante a equação adiante:

$$(9) \quad MP_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{RV_{i,t}}$$

, onde:

LL = Lucro Líquido

RV = Receita de Vendas

, para o portfólio i no período t.

Rocha Lima (2017) destaca não ser recomendável a leitura da margem de resultado diante da receita bruta, uma vez que, desse modo, estaria sendo considerado os recursos destinados a impostos sobre o preço, os quais funcionam como agregados. Ainda segundo o autor, a receita bruta não corresponde integralmente ao empreendedor, visto que alberga recursos do Estado, recolhidos por esse (os impostos sobre o preço). Entretanto, o que se observa recorrentemente no mercado brasileiro é a medição do referido indicador conforme aquela receita, de modo que, por esse motivo, será também considerada neste estudo de caso, assim como foi adotado por Souza (2011).

---

<sup>17</sup> O autor destaca que toda a análise proposta foi pautada segundo a moeda da base de outubro de 2023.

Importante destacar, no entanto, que a utilização de tal indicador não deve buscar alcançar decisões sobre medição de qualidade, uma vez que esse não serve para hierarquizar oportunidades de investimento. Dito isso, o indicador da margem de resultado, embora não meça, ilustra a segurança do empreendimento tendo em vista, eventualmente, quebras de preço e aumentos de custos<sup>18</sup>.

*“[...] empreendimento com margem alta suporta maiores quebras de preço do que outro com margem menor, sempre que a expectativa de velocidade de absorção de mercado seja equivalente. No mesmo sentido está o suporte para crescimento de custos.” Rocha Lima (2017).*

Desse modo, após a avaliação da qualidade e hierarquização das oportunidades, a margem deve ser utilizada como medida auxiliar para ser utilizada pelo empreendedor quando do controle de desempenho, mesmo que não seja um indicador capaz de fundamentar a decisão de investir.

#### 2.14. ANÁLISE DO DESEMPENHO DO PORTFÓLIO FRENTE A BENCHMARK

O mercado financeiro comumente utiliza índices de performance como padrões de desempenho quando da análise do investimento de capital. Porto (2010) destaca que em função da disponibilidade de dados e da frequência de transações, tais índices são facilmente obtidos e largamente utilizados por gestores, os quais comparam o desempenho de seus portfólios com esses índices durante quaisquer períodos.

Entretanto, segundo ainda a mesma autora, a utilização de índices para o mercado do real estate exige adaptações, tendo em vista as peculiaridades do setor, como, por exemplo, menor volume de transações, realização de arbitragem de valores e fluxos intermediários de aporte de capital ou distribuição de recursos aos investidores.

Dito isso, o uso de tais parâmetros quando se trata da utilização no mercado do real estate residencial para venda, mostra-se mais ainda menos usual, de modo que não se pode observar índices comumente aceitos por empreendedores como padrões de desempenho.

---

<sup>18</sup> Quando avaliada sob tal ótica.

*“No Brasil não há entidades que desenvolvem índices de performance para que o desempenho seja comparado a estes índices.”* Porto (2010).

Assim sendo, caso houvesse um consenso de mercado enquanto a tais índices de performance, empreendedores poderiam pautar suas análises de modo a conduzir suas respectivas gestões baseadas de acordo com referidos parâmetros.

Face ao exposto, quando da análise do equilíbrio econômico do portfólio, propõe-se uma avaliação a partir do custo da oportunidade de investimento que o empreendedor julgue como base. Para tanto, considera-se, em um primeiro momento, o fluxo de investimento que atenda a necessidade de capital do portfólio de empreendimentos em questão, ao passo que o SGI investiria tal montante de recursos financeiros em um instrumento de investimento hipotético (“isento de risco”), capaz de o remunerar ao custo de oportunidade.

Dito isso, em um segundo momento, assume-se que o referido sistema gerenciador retirasse recursos de tal instrumento de investimento, tanto quanto apenas o necessário para o investimento no ativo 1. Nesse instante, o SGI alcançaria um ganho de rentabilidade quando da remuneração global de seus recursos financeiros.

Em seguida, tendo em conta já um terceiro momento, o mesmo SGI resgataria um segundo montante de recursos financeiros do instrumento de investimento hipotético, tanto o quanto apenas o necessário para a realização do investimento no ativo 2. Sendo assim, nesta ocasião, um novo ganho de rentabilidade seria alcançado, tendo em vista que tal SGI passaria a apresentar recursos financeiros investidos em dois empreendimentos imobiliários e um menor montante alocado no instrumento de investimento hipotético remunerado ao custo de oportunidade.

Dessa forma, a rotina proposta seria repetida sucessivamente “n” vezes, até que o SGI não apresentasse mais recursos financeiros aplicados no instrumento de investimento e, conseqüentemente, todo o seu capital estivesse investido nos “n” empreendimentos oportunidades de investimento.

Isso posto, sob tais condições, ao passo que os sucessivos investimentos nos ativos objeto de estudo fossem considerados, tendo em vista a correspondente retirada de recursos financeiros no instrumento de investimento hipotético, o SGI alcançaria naturalmente acréscimos de

rentabilidade quando da remuneração de seu capital<sup>19</sup>. Sendo assim, há de se considerar que a rentabilidade do sistema gerenciador deva corresponder ao custo de oportunidade somado ao somatório dos acréscimos de rentabilidade alcançados quando dos investimentos em cada empreendimento do portfólio de interesse.

## 2.15. PLANEJAMENTO FINANCEIRO E GESTÃO ESTRATÉGICA

A fundamentação teórica acerca do planejamento financeiro e gestão estratégica inicia-se com base na reflexão acerca de conceitos particulares à estratégia empresarial e aspectos relacionados a tomada de decisões.

Conforme citado anteriormente, a base do planejamento e gestão estratégica está situada na proposição da geração de informações que possam suportar o sistema decisório do investidor. Rocha Lima (1995) defende que o planejamento e gestão estratégica de empresas passa por ações aos três níveis hierárquicos, dentre os quais o nível estratégico, tático e operacional.

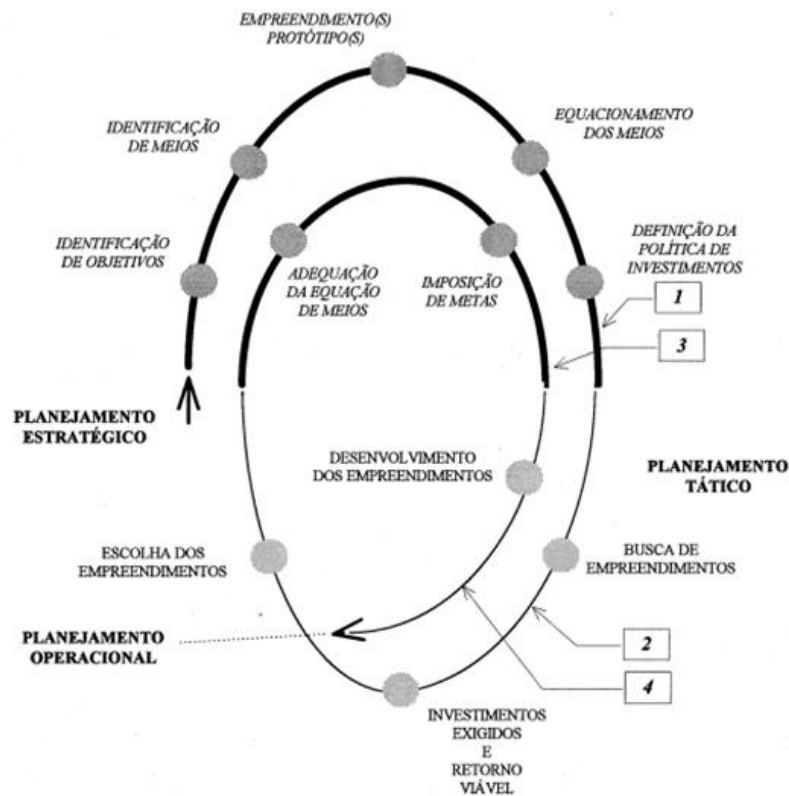
Segundo o autor, a análise no nível operacional já corresponderia ao tema de administração da empresa e dos empreendimentos, segundo rotinas de manejo de contas a pagar e a receber e de administração de resíduos de caixa, com os seus sistemas de programação e controle. Por esse motivo, a análise em questão limita-se a exploração das duas primeiras hierarquias.

A Figura 7, ainda segundo Rocha Lima (1995), representa a rotina de planejamento e gestão estratégica a ser seguida pelos agentes de mercado quando da análise de seus processos decisórios, compreendendo os níveis estratégicos e táticos. Os passos descritos levam em conta as diretrizes voltadas para a análise de oportunidades de investimento, segundo a gestão estratégica de portfólio e recursos financeiros do investidor.

---

<sup>19</sup> Referida proposta torna possível a avaliação do acréscimo de desempenho econômico que cada ativo é capaz de proporcionar ao SGI, uma vez que seus recursos passam a ser remunerados enquanto investimento em empreendimentos imobiliários e deixam de ser remunerados ao custo de oportunidade.

**Figura 7 – Rotina de planejamento e gestão estratégica.**



**Fonte: Fundamentos de Planejamento Financeiro para o Setor da Construção Civil**

**Rocha Lima (1995).**

No nível do planejamento estratégico, na etapa (1) da proposição, ainda não há ações correlatas a sistemas empreendimento específicos, uma vez que até esse momento não há definições para tal. O ambiente da discussão compreende o sistema gerenciador de investimento, estabelecendo, para tanto, informações que busquem apoiar os decisores no que se refere à definição de uma determinada política de investimento. Nessa fase, o planejador deve trabalhar idealmente com empreendimentos protótipos capazes de sustentar parametricamente a formatação de sistemas empreendimentos que se enquadrem na política de investimento proposta.

Em um segundo momento, circuito (2) da figura, a análise passa a ocorrer já segundo a ótica dos sistemas empreendimento, os quais devem se enquadrar nas proposições firmadas no circuito anterior. Nessa etapa, o empreendedor atuará na busca de oportunidades de investimentos, que deverão ser validadas ou não. Após tal definição e formatação do portfólio de investimento, entretanto, eventualmente pode se fazer necessário a ocorrência de ajustes na

equação de meios estabelecidas no circuito (1), que tenha embasado a política de investimento firmada.

Nesse cenário, o empreendedor deverá voltar ao sistema gerenciador de investimento, circuito (3), e promover os ajustes que se façam necessários, para que assim possa definir de fato suas metas de atuação. A partir daí retoma-se a análise aos sistemas empreendimento particulares (circuito 4), dando início aos seus respectivos desenvolvimentos. Destaca-se, para tanto, que tal responsabilidade já recai no nível operacional, não sendo, portanto, mais escopo deste estudo.

Em resumo, a proposta de planejamento estratégico e tático ilustrado no roteiro da Figura 7 consiste sumariamente em estabelecer políticas de investimento e transformá-las em planos de ação e metas.

## 2.15.1. CARACTERIZAÇÃO DAS ETAPAS PROPOSTAS

### 2.15.1.1. IDENTIFICAÇÃO DE OBJETIVOS

Sob a ótica do planejamento financeiro, Rocha Lima (1995) cita a identificação dos objetivos do empreendedor como a referência quanto ao nível de risco no qual se pretende operar. A indústria do real estate naturalmente trabalha sob alto nível de alavancagem, de modo que sua produção é suportada por recursos próprios do empreendedor, recursos derivados do encaixe do preço e recursos financiados. Tal estruturação de funding proporciona uma escala de produção a volumes expressivamente superiores àqueles alcançáveis caso a operação fosse suportada exclusivamente com recursos do empreendedor. Em contrapartida, tais circunstâncias resultam em um risco de operação superior ao observado em outros setores da economia.

Sendo assim, a identificação dos objetivos passaria pela determinação do nível de endividamento a ser assumido pelo empreendedor, expressando como que esse pretende se posicionar enquanto sua alavancagem financeira. Destaca-se oportunamente que, para um mesmo nível de investimento, uma maior alavancagem tende a resultar em uma melhor rentabilidade, contudo a qualidade dessa aplicação de recursos será mais sensível quanto maior for o nível dessa alavancagem. Ou seja, o risco de quebra dessa rentabilidade, para pequenos desvios de comportamento, será sensivelmente maior.

Quanto ao planejamento estratégico, Ansoff (1990) destaca que os objetivos de uma empresa são função de seu ciclo de vida, seu desempenho, rentabilidade e possibilidades futuras. Ainda, o autor menciona que invariavelmente todas as empresas tendem a contemplar dois conjuntos principais de objetivos:

- (i) Objetivos econômicos, relacionados com o processo de conversão de recursos da empresa, segundo o prisma central da rentabilização do capital empregado no seu ciclo produtivo, sendo esse indispensável para a sobrevivência do negócio no longo prazo;
- (ii) Objetivos não econômicos, relativos aos anseios dos integrantes/participantes da organização, assim como também de agentes externos, dentre os quais acionistas e investidores.

#### 2.15.1.2. IDENTIFICAÇÃO DE MEIOS

Em termos financeiros, a identificação de meios corresponderia justamente a determinação dos recursos financeiros que venham a suportar o programa de produção do agente empreendedor, sejam eles recursos internos (capital próprio), ou recursos externos (capital de terceiros/financiados).

Como esses últimos são captados no mercado, é de fundamental importância que a figura do empreendedor analise criticamente seu estado de comportamento, especulando quanto a capacidade de contratação desses recursos segundo os regimes pretendidos e ao custo estimado.

Sabe-se que em momentos de resfriamento econômico, por exemplo, o custo do capital financeiro tende a ser superior ao custo observado naqueles momentos opostos de maior aquecimento. Tal conjuntura se deve, dentre diversos outros fatores, por exemplo, a uma maior restrição do crédito disponível. A consequência desse cenário é a eventual contratação desses recursos financiados sob condições mais desfavoráveis, representadas, por exemplo, por menores disponibilidades, altas taxas de juros e maiores níveis de exigências em contraparte.

Dito isso, fato é que o efeito alavancador da rentabilidade dos recursos empregados nas oportunidades de investimento dos agentes investidores, está diretamente relacionado com a diferença entre as suas taxas de retorno e o custo desses recursos externos. Sendo assim, a indisponibilidade de recursos de terceiros (financiados) deve exigir do empreendedor maior esforço financeiro necessário à sustentação da equação de funding do seu programa de produção.



Almeida (2010), ao estudar a disponibilidade do crédito imobiliário para a cadeia construtiva do setor de real estate, destaca duas situações de risco que eventualmente possam trazer incertezas quanto a disponibilidade de tais recursos financiados:

- (i) Comprometimento da capacidade de crédito: uma vez que os agentes financeiros exigem aval corporativo dos empreendedores para a contratação de recursos, é necessário que suas situações financeiras estejam suficientemente sólidas.
- (ii) Carência sistêmica de funding: nesses casos, há uma redução generalizada de recursos disponíveis no mercado, tornando o crédito escasso e, conseqüentemente, mais inacessível.

#### 2.15.1.3. EMPREENDIMENTOS PROTÓTIPOS

A definição de empreendimentos protótipos busca, do ponto de vista do planejamento financeiro, medir o potencial de produção do empreendedor, tendo em visto sua disponibilidade de recursos financeiros, sejam eles internos e/ou externos, bem como os parâmetros de comportamento do mercado competitivo. Tal análise consiste em uma simplificação paramétrica do sistema empreendimento, a qual possibilitará ao empreendedor visualizar com maior clareza potenciais movimentações financeiras que serão objeto de tomadas de decisão.

Em termos de planejamento estratégico, contudo, para a referida determinação, inevitavelmente o empreendedor deverá abordar aspectos referentes a uma discussão simplificada de produto, segmento de atuação, tecnologias disponíveis e tantos outros fatores que se relacionarão com a essência da empresa e, conseqüentemente, sua estratégia de carteira.

Tal conceito sumariamente é adotado para caracterizar a direção do desenvolvimento estratégico das organizações, relacionando-se com as áreas de negócio em que a empresa se dedica a atuar e como estarão relacionadas essas áreas de atuação (Camargo, 2015).

#### 2.15.1.4. EQUACIONAMENTO DOS MEIOS

O equacionamento dos meios consiste na análise combinada dos objetivos definidos e dos meios identificados nas etapas anteriores, levando-se em consideração as premissas dos empreendimentos protótipos estabelecidos.

Busca-se, assim, traçar um plano financeiro de ação, indicando como os protótipos deverão ser suportados, segundo os recursos financeiros disponíveis ao empreendedor. Em resumo, trata-se da estruturação da equação de fundos que sustentará o desenvolvimento daqueles.

#### 2.15.1.5. DEFINIÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

A definição da política de investimento busca traçar um plano de ação para o empreendedor, expressando, sinteticamente, o caminho a ser percorrido para se alcançar os objetivos identificados e as metas a serem traçadas.

Para Ansoff (1990), a percepção de um ambiente competitivo cada vez mais mutável e descontínuo torna a mera definição dos objetivos insuficiente para guiar a orientação do empreendedor, frente ao alcance de suas metas.

Assim sendo, a política de investimento estaria voltada principalmente aos aspectos relacionados entre organização e o seu ambiente externo de atuação, cuja atenção compreende questões referenciadas com os seus objetivos e suas metas, além do segmento de atuação, posicionamento de mercado e a busca por diversificação (segundo conceito de gerenciamento de risco de concentração). Em resumo, a política que investimento compreende um conjunto de diretrizes e medidas capazes de nortear a gestão de longo prazo do empreendedor.

#### 2.15.1.6. BUSCA DE EMPREENDIMENTOS

Já na etapa de planejamento tático, a busca por empreendimentos naturalmente se refere ao reconhecimento de oportunidades de investimento cujo perfil supra as políticas traçadas para ação do empreendedor.

Importante destacar que aqui não se trata de uma busca “descontrolada”, analisando diversas tantas oportunidades que se apresentem disponíveis. Do contrário, a proposta seria atuar em uma busca dirigida, referenciada segundo os parâmetros norteadores fundamentados nas etapas anteriores do ciclo de planejamento proposto, dos quais fatores associados ao mercado, produto, gestão de risco e recursos financeiros, por exemplo.

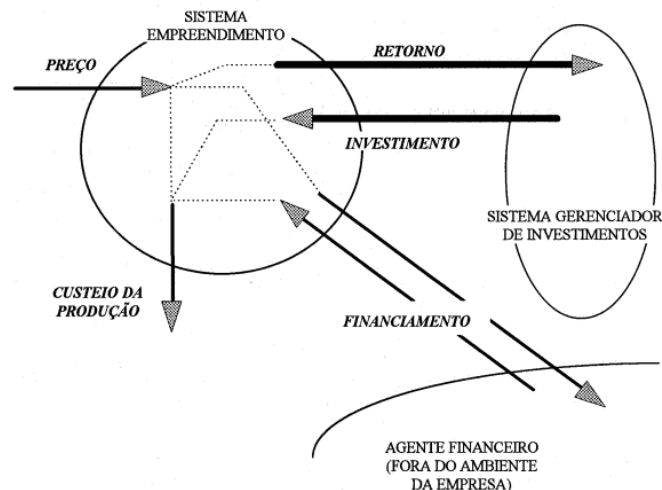
### 2.15.1.7. INVESTIMENTOS EXIGIDOS E RETORNO VIÁVEL

Como informação de planejamento, Rocha Lima (1995) destaca que o empreendedor deverá reconhecer o programa de investimento exigido para a implantação das possíveis oportunidades de investimento, bem como o potencial de retorno que essas, porventura, tenham capacidade de lhe proporcionar (Sistema Empreendimento). O autor menciona ainda que os indicadores de interesse à medição são:

- (i) Fluxo dos investimentos exigidos;
- (ii) Fluxo do retorno viável;
- (iii) Nível de recursos financiados exigidos e sua estrutura;
- (iv) Fator de alavancagem, representado pela relação entre o custeio e a necessidade de investimento (retrata o nível de produção alcançável para cada unidade de recurso interno que o empreendedor venha a aplicar).

A Figura 8 adiante ilustra o mecanismo das transações financeiras do ciclo de implantação de um protótipo de empreendimento, a partir da qual suportará a medição dos indicadores citados, embasando as discussões com referência aos indicadores da qualidade dos investimentos.

**Figura 8 – Transações do real estate.**



**Fonte: Fundamentos de Planejamento Financeiro para o Setor da Construção Civil**

**Rocha Lima (1995)**

#### 2.15.1.8. ESCOLHA DOS EMPREENDIMENTOS

Quando da etapa de escolha dos empreendimentos, o empreendedor atuará com o objetivo de selecionar aquelas oportunidades que supram as diretrizes anteriormente traçadas. Numa primeira rotina, entretanto, deverá se proceder com a hierarquização das opções disponíveis, de modo que a seleção ocorra de forma mais eficiente possível. Rocha Lima (2011) cita que a escolha dos empreendimentos significaria aqui fazer a opção pelas melhores dentre aquelas apresentadas.

Para Bueno (2015), o processo de seleção de oportunidades de novos negócios a serem incluídos da carteira de ativos da figura do investidor envolve uma série de etapas de análises abrangendo (i) objetivos; (ii) critérios de custo de entrada e saída e; (iii) critérios de sinergia.

*“Tais análises devem embasar a seleção refinada das oportunidades que deverão passar por uma análise mais criteriosa e sistêmica para se verificar de fato o nível de contribuição que cada oportunidade trará aos objetivos da empresa e a partir de então, optar-se pela implantação da estratégia de carteira adotada.”*

Quando da análise dos processos estratégicos da decisão, Ansoff (1990) destaca a importância da sinergia entre a oportunidade analisada frente às atividades e produtos já existentes. O autor menciona, ainda, que interligada a essa avaliação, está a análise de seus pontos fortes, identificando os diferenciais que poderão ser mais bem explorados, e pontos fracos, reconhecendo suas eventuais deficiências.

#### 2.15.1.9. ADEQUAÇÃO DA EQUAÇÃO DE MEIOS E IMPOSIÇÃO DE METAS

Entrando já no circuito 3 da rotina proposta na Figura 7, é importante destacar que sempre haverá a possibilidade de descolamento dos parâmetros financeiros observados nas oportunidades de investimento escolhidas, frente aquelas premissas previamente estabelecidas nas etapas anteriores. Nessa conjuntura, o empreendedor deverá prosseguir com os ajustes que se façam necessários, refletindo ao término no que seria a fixação de suas metas.

Rocha Lima (1995) realça que tais ações deverão consolidar as etapas de equacionamento de meios e de definição da política de investimento observadas quando do circuito 1. O autor

comenta, ainda, que a principal diferença entre as referidas etapas está no fato de que no circuito 1 o empreendedor trabalhava com empreendimentos protótipos, enquanto no circuito 3 já há a definição dos empreendimentos escolhidos segundo um determinado padrão de qualidade.

#### 2.15.1.10. DESENVOLVIMENTO DOS EMPREENDIMENTOS

Transcorrido todas as etapas sugeridas, finaliza-se a rotina com o desenvolvimento dos empreendimentos. Entende-se, contudo, que aqui a análise já adentra em premissas do planejamento operacional, segundo rotinas de administração de fluxo de caixa dos empreendimentos, de modo que este autor não abordará o tema, visto que tal escopo não se enquadra na proposta de análise do presente trabalho.

#### 2.16. ANÁLISE SWOT

Reconhecidamente utilizada na área de administração de empresas e planejamento estratégico, a análise SWOT é uma ferramenta de gestão empresarial que busca explorar o cenário competitivo de um dado negócio no mercado o qual esteja inserido.

Segundo Toneto (2018), seu principal objetivo é possibilitar às empresas o reconhecimento de seu posicionamento competitivo com base em fatores que lhes seriam positivos e negativos, internos e externos, buscando dessa forma lhes proporcionar conclusões que possam refletir em decisões mais assertivas de correção ou manutenção de determinadas estratégias corporativas, promovendo, assim, o alcance de suas metas estratégica empresarias.

Ainda, dada a simplicidade e eficiência de aplicação, referida ferramenta é capaz de contribuir aos agentes de interesse frente a diversas situações gerenciais, como, por exemplo, para a criação de planos de ação específicos, avaliação da possibilidade de expansão de mercado, geração de insights necessários a solução de problemas e gargalos, identificação de problemas e necessidades de melhorias em serviços e produtos e do mapeamento de tendências<sup>20</sup>.

Em termos conceituais, SWOT é um acrônimo em inglês constituído pelas palavras *Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities*, and *Threats*, as quais significam no português Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças. Isso posto, a ferramenta busca oportunizar a identificação das

---

<sup>20</sup> O uso da ferramenta da análise SWOT não se resume as situações gerenciais citadas no corpo deste trabalho. Do contrário, diversas são outras situações cuja abordagem não foi mencionada por este autor, porém que igualmente são passíveis de serem exploradas pela ferramenta.

ameaças e oportunidades que determinado ambiente proporcione às organizações, frente ao reconhecimento de suas forças e suas fraquezas.

Toneto (2018) destaca que, de forma geral, os agentes do processo decisório das corporações devem, através de um *brainstorm*, organizar e identificar os fatores que as qualifiquem segundo aquelas variáveis. Dessa forma, estratégias seriam definidas tendo em vista a, na medida do possível, aproveitar as oportunidades disponíveis, potencializar as forças identificadas, mitigar as fraquezas superar as ameaças.

Sendo assim, os pontos fortes seriam aquelas características internas das organizações passíveis de serem qualificadas como aspectos positivos e que sejam capazes de contribuir com o alcance de seus objetivos e metas estratégicas. Já os pontos fracos, contrariamente, seriam eventuais particularidades inibidoras de desempenho, cuja ocorrência agregue negativamente às companhias frente a busca daqueles mesmos objetivos e metas gerenciais<sup>21</sup>. Dito isso, uma vez que os gestores incumbidos da realização da referida análise devam reconhecer profundamente a empresa e o seu mercado competitivo, a identificação dos pontos citados deve ser pautada segundo a ótica do posicionamento da empresa relativamente a sua concorrência direta e ao mercado em geral.

*“[...] potenciais fatores internos identificados como forças ou fraquezas devem considerar áreas como os recursos físicos da companhia (por exemplo equipamentos, localização, prédio, máquinas), seus recursos humanos (executivos, membros de Conselho de Administração), seus recursos financeiros (fontes de geração de receitas, empréstimos), processos e atividades, cultura organizacional, entre outros. De modo geral, para auxiliar na identificação destes fatores, os gestores devem responder, de forma realista, questionamentos como: o que a empresa executa bem e o que ainda há para melhorar? Quais recursos escassos a empresa possui acesso em relação aos concorrentes? Quais são as vantagens competitivas identificadas e o que poderia ser aprimorado?”* Toneto (2018).

---

<sup>21</sup> Os pontos fracos são, igualmente, atributos internos das organizações.

Quanto aos fatores externos às organizações (características do ambiente), aqueles que se configurem de modo a impedir e/ou dificultar o seu alcance as metas e objetivos traçados, seriam identificados como ameaças. Por fim, as oportunidades seriam aquelas condições do ambiente externo capazes de lhes contribuir para com o atingimento das metas estratégicas traçadas.

*“[...] pode-se dizer que são fatores externos todos aqueles nos quais a organização é de alguma forma afetada, mas não é capaz de exercer influência relevante para evitá-lo. Eventos econômicos nacionais ou internacionais, disponibilidade de crédito, mudanças na legislação, desenvolvimento de novas tecnologias, novas tendências e padrões socioculturais são alguns exemplos de fatores externos que podem afetar as organizações.” Toneto (2018).*

Tendo em vista a análise e compreensão dos pontos então abordados, buscando gerar vantagens competitivas para as companhias frente ao mercado, os gestores responsáveis pelo planejamento e gerenciamento estratégico das organizações devem orientar suas decisões gerenciais de modo a maximizar as forças identificadas, explorar as potenciais oportunidades, superar as fraquezas e atenuar aquilo que lhes seriam ameaças.

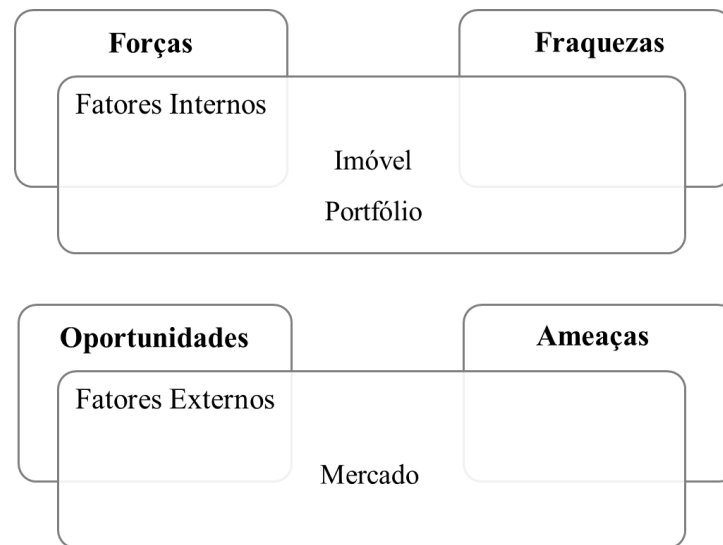
#### 2.16.1. O SWOT NO REAL ESTATE RESIDENCIAL

Para formatação de um modelo genérico de análise SWOT no real estate residencial para venda, apontam-se adiante aspectos qualitativos de relevância que devem ser avaliados quando do processo decisório de investimento pela figura do empreendedor.

Consoante proposta de Toneto (2018)<sup>22</sup>, quando da análise de uma oportunidade de investimento específica, a matriz SWOT genérica de análise deve abordar elementos referentes ao empreendimento O.I., ao portfólio da empresa e às condições mercadológicas, conforme destacado na Figura 9 abaixo:

---

<sup>22</sup> Embora sua abordagem seja endereçada a análise da oportunidade de investimento em empreendimentos de base imobiliária, não há limitação de aplicação quando da ótica do real estate residencial para venda, desde que as adaptações necessárias sejam abordadas.

**Figura 9 – Matriz SWOT.****Fonte: Autor**

#### 2.16.1.1. FATORES INTERNOS

Os fatores internos relacionados a oportunidade de investimento sob análise seriam, em um primeiro momento, aqueles correspondentes aos aspectos do empreendimento propriamente dito. Ainda, tendo em vista o portfólio dos ativos já em carteira, parâmetros os quais o empreendedor tenha de alguma forma certo grau de influência e/ou correlação, também devem ser compreendidos como fatores internos de avaliação.

Sendo assim, o autor sintetiza abaixo alguns apontamentos, os quais, diante da citada proposição, seriam interesses de análise:

##### 2.16.1.1.1. ATRIBUTOS DE QUALIDADE

A avaliação dos atributos de qualidade do empreendimento objeto da oportunidade de investimento busca inferir seu posicionamento competitivo frente a oferta existente.

Sabe-se que a percepção dos atributos físicos do produto imobiliário é necessária para avaliação de sua sinergia frente as exigências e anseios do público-alvo ao qual se destina, sendo expressa, por exemplo, através das dimensões médias das unidades residenciais, número de vagas de garagem, padrões de acabamento interno e externo e dos serviços internos e diferenciais competitivos oferecidos pelo condomínio.



Bem da verdade é que o mercado define atributos que referenciam qualidade de produto, de modo que as empresas do setor devem buscar satisfazer.

#### 2.16.1.1.2. PREÇO

Considera-se ao longo do processo de análise o enquadramento do preço de venda do produto imobiliário, frente a capacidade de pagamento do potencial público comprador e, quando se trata de clientes entendidos como investidores, a rentabilidade almejada do investimento.

Sinteticamente, fato é que a liquidez dos produtos imobiliários residenciais para venda está vinculada a melhor relação entre o binômio Preço x Qualidade, ao passo que quanto menor for o preço pedido de comercialização e quanto maior for a sua percepção de qualidade por parte do público comprador, melhor será o seu posicionamento competitivo e, conseqüentemente, seu potencial de liquidez.

#### 2.16.1.1.3. LOCALIZAÇÃO

A localização do empreendimento é, também, um dos principais fatores de análise quando da consideração de uma determinada oportunidade de investimento, uma vez que é premissa básica de avaliação do público comprador, podendo influenciar, consideravelmente, os valores de comercialização considerados.

Segundo Alencar (1993), é essencial a análise dos aspectos de vizinhança local do empreendimento, dentre os quais se destacam a avaliação da infraestrutura de transporte público disponível, a proximidade às principais vias de acesso, facilidade de acesso às principais regiões da cidade, disponibilidade de serviços urbanos e nível de renda médio da região<sup>23</sup>.

#### 2.16.1.1.4. ATRATIVIDADE DOS INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS

Conforme Rocha Lima (2015), a decisão do investimento no real estate está associada à expectativa referente ao potencial ganho do poder de compra quando da imobilização de recursos por parte do investidor.

---

<sup>23</sup> Segundo aquele autor, a renda média local deve ser no mínimo igual ao padrão exigido pelo cliente ao qual o produto imobiliário se destina.

Camargo (2011) acrescenta que tendo em vista o volume de recursos de capital envolvido quando do investimento, bem como o seu nível de riscos conjunturais, o empreendedor estabelece parâmetros mínimos de desempenho econômico e financeiro que pautam sua atratividade para a imobilização dos recursos. A autora destaca, ainda, que tais parâmetros são diretamente relacionados ao grau de risco perceptível, de modo que quanto maior o seja, maior será a volatilidade dos resultados potenciais a serem alcançados e, portanto, maiores os índices de atratividade exigíveis pelo empreendedor para que, assim, justifique sua imobilização de capital e absorção de risco.

#### 2.16.1.1.5. PORTFÓLIO

Segundo Toneto (2018), a compreensão estrutural atualizada do portfólio da empresa busca identificar potenciais nichos de mercado e/ou regiões nos quais a empresa apresente elevada ou baixa concentração. Ainda, de acordo com a autora, tal avaliação quando combinada com estudos e projeções consistentes de mercado, pode auxiliar em melhores processos decisórios de investimento das organizações.

Ademais, enquanto boa prática da gestão de portfólio de todo e qualquer tipo de investimento, é essencial o reconhecimento que eventuais transações gerenciais (por exemplo a inserção de um novo ativo em carteira) sejam capazes de proporcionar ao estado inicial do portfólio. Nesse contexto, referida proposição contribui com inferências capazes de ajudar o gestor em suas tomadas de decisão.

#### 2.16.1.2. FATORES EXTERNOS

No que se refere aos fatores externos à organização, Alencar (1993) os define como o conjunto de sistemas externos ao sistema empresa e que, entretanto, exerçam influência em seu comportamento global. Para o mencionado autor, a maior dificuldade enfrentada pelos agentes formuladores da estratégia empresarial seria a identificação de quais sistemas e quais variáveis de comportamento nesses sistemas deveriam ser consideradas como importantes quando da concepção da estratégia empresarial.

Segundo Porto (2010) apud Toneto (2018), em se tratando do real estate de base imobiliária, pode-se notar que fatores externos são concentrados basicamente em três níveis de análise, dentre as quais, fatores de inserção urbana do imóvel, fatores macroeconômicos e fatores

mercadológicos<sup>24</sup>. Isso posto, devida a forte correlação entre esses últimos dois, não haveria objeção quanto a uma possível avaliação em conjunto.

#### 2.16.1.2.1. FATORES DE INSERÇÃO URBANA

Para Porto (2010), os fatores de inserção urbana estão associados com a relação entre a oferta e a demanda observadas na região de inserção da oportunidade de investimento em análise, bem como a legislação relativa às atividades do setor e os demais aspectos locais que possam afetar de algum modo os parâmetros financeiros dos empreendimentos, como, por exemplo, seus respectivos preços de comercialização. Quanto a esses últimos, a autora cita eventuais alterações da estrutura viária, alterações na legislação de zoneamento, padrões de segurança, infraestrutura urbana, qualidade ambiental, entre outros.

*“Exemplos de fatores locais que podem afetar o desempenho dos ativos do real estate são: acessibilidade, desenvolvimento regional, possibilidade de uso de áreas adjacentes, infraestrutura da circunvizinhança (segurança, restaurantes, bares, hospitais, padarias, praças e parques, etc), entre outros.”* Porto (2010).

Sendo assim, a gestão de portfólio de investimento em ativos do real estate deve considerar mecanismos de avaliação e monitoramento de atributos das localidades de interesse, uma vez que eventuais alterações então observadas podem impactar no potencial desempenho financeiro dos seus empreendimentos inseridos.

#### 2.16.1.2.2. FATORES MACROECONÔMICOS E MERCADOLÓGICOS

A fim de alcançar qualidade da análise, baseada em dados e premissas confiáveis, é necessário avaliar de forma realista as informações e projeções de indicadores do mercado de interesse, considerando, para tanto, a região em que a oportunidade de investimento esteja inserida.

Toneto (2018) destaca a capacidade de tais indicadores refletirem em números a situação momentânea do mercado de determinada região, permitindo, desse modo, que os agentes de

---

<sup>24</sup> Embora a abordagem daquelas autoras seja pautada no mercado do real estate de base imobiliária, o autor deste trabalho reconhece sua aplicabilidade frente ao mercado de real estate residencial para venda.

interesse sejam capazes de projetar cenários de desempenho plausíveis e prováveis para a zona de influência desejada.

Fato é que tais indicadores sofrem inevitavelmente influência de fatores macroeconômicos diversos, dentre os quais aspectos políticos, sociais, econômicos e de política monetária (p.ex. taxa de juros, taxa cambial, inflação, etc.).

#### 2.16.1.2.2.1. INDICADORES DE OFERTA E DEMANDA

A demanda pela compra de imóveis residenciais é uma manifestação de mercado fortemente influenciada por condições macroeconômicas e mercadológicas locais. Fato é que diferentes conjunturas podem proporcionar diferentes cenários de demanda.

Dito isso, cita-se a consequência positiva que um cenário de diminuição da taxa de desemprego e tendência de redução da taxa de juros da economia pode catalisar a busca e aquisição de imóveis residenciais do mercado de real estate.

A bem da verdade que o poder de compra da população exerce um papel muito importante quando se trata da compra e venda de imóveis. Em cenários de elevada taxa de desemprego, além da redução dessa capacidade média da população, pode-se observar, por consequência, uma diminuição da confiança da sociedade<sup>25</sup>, uma restrição de acesso ao financiamento<sup>26</sup> e, por conseguinte, um desaquecimento do setor<sup>27</sup>.

Quanto a flutuação da taxa de juros da economia, movimentos de queda serão benéficos para o mercado uma vez que resultarão em uma redução do custo de oportunidade dos empreendedores, assim como uma diminuição dos custos do financiamento à produção e das taxas de financiamento à aquisição para os compradores finais. Em síntese, é sabido que diferentes posturas estratégicas por parte da autoridade monetária frente a determinação da taxa de juros da economia buscam exercer certa influência sobre os rumos econômicos do país, seja

---

<sup>25</sup> A confiança da população para a realização da compra de um imóvel está diretamente associada à sua segurança em assumir um compromisso financeiro de longo prazo, sendo esse um cenário comprometido quando dos momentos de alto nível de desemprego.

<sup>26</sup> A facilidade/dificuldade de acesso ao crédito imobiliário é influenciada diretamente pelo nível de desemprego da população. Via de regra, o financiamento à aquisição de produtos imobiliários não é oferecido pelas instituições para aqueles que não possuam comprovação mensal de renda.

<sup>27</sup> O setor imobiliário estará aquecido quando as pessoas tiverem capacidade econômica e acesso ao crédito imobiliário para comprar imóveis.

pela intenção de promover um aperto monetário para controle inflacionário ou, do contrário, incentivar o crescimento econômico.

Ainda, condições de incentivo à entrada de recursos estrangeiros no país também são grandes propulsores do mercado, haja vista a possibilidade de tais recursos financiarem a implantação de projetos residenciais, via mercado de capitais ou, até mesmo, via investimentos diretos.

Finalmente, há de se considerar, também, aqueles aspectos locais das regiões específicas em que se avalia determinado empreendimento ou oportunidade de investimento. Para tanto, pode-se citar o nível de estoque de um determinado tipo de produto em específico. Por exemplo, a escassez de uma determinada tipologia de imóvel no mercado pode proporcionar uma maior indução de demanda para o referido produto. Contrariamente, um excesso de oferta pode resultar em uma falta de interesse do público comprador.

Ademais, a oferta de produtos imobiliários pelo mercado sofre direta influência de eventuais incentivos aos quais os empreendedores estejam sujeitos. Citam-se, ainda, as condições correspondentes a lei de uso e ocupação do solo, além da disponibilidade e preços de terreno.

Dessa forma, expondo os fatores supracitados enquanto influentes das manifestações de demanda e oferta de mercado, aponta-se adiante os principais indicadores capazes de ilustrar sua conjuntura momentânea:

- Estoque total (volume de estoque existente de determinado mercado);
- Número de lançamento (volume lançado de determinado mercado);
- Venda sobre oferta (percentual de unidades comercializadas em relação ao total disponível);
- Renda média da população local;
- Preço de venda de mercado.

Sendo assim, tendo em vista a influência dos aspectos supramencionados, assim como a compreensão do comportamento de demanda do mercado, tais indicadores são capazes de auxiliar o empreendedor quando do embasamento de seus processos decisórios.

### 3. ESTUDO DE CASO

#### 3.1. INTRODUÇÃO

O presente estudo de caso baseia-se num protótipo do processo decisório de investimento em um empreendimento imobiliário residencial para venda localizado na cidade de São Paulo, a ser realizado por uma Empresa X, a qual possui atuação de mercado enquanto construtora daquele referido segmento. Destaca-se ainda que, como forma de rentabilização de seu capital e modelo de negócio, tal companhia atua na qualidade de investidor institucional em projetos residenciais do referido mercado, desenvolvidos por agentes empreendedores terceiros, buscando, desse modo, alcançar resultados econômico-financeiros balanceados frente aos níveis de riscos setoriais.

Para tanto, são abordados: [i] a situação e perspectiva do mercado de real estate do município de São Paulo<sup>28</sup>; [ii] tópicos relativos a situação de seu portfólio de empreendimentos investidos; [iii] aspectos referentes ao planejamento financeiro da companhia; [iv] apresentação de uma determinada oportunidade de investimento e seus impactos potenciais ao portfólio; [v] os principais riscos que lhe seriam inerentes; e [vi] outros pontos relacionados a O.I. e que sejam considerados como fatores relevantes ao modelo de análise SWOT estabelecido.

Ambas as abordagens (planejamento financeiro e análise SWOT) são tratadas na prática com o intuito de ilustrar premissas de investimento, assim como propiciar a extração de informações acerca do posicionamento competitivo do portfólio de ativos e das condições macroeconômicas e mercadológicas, as quais sejam capazes de subsidiar os processos decisórios dos gestores de interesse.

Desse modo, aliado ao estudo quantitativo dos indicadores econômicos, o presente estudo de caso busca evidenciar a importância que a análise estratégica de cunho qualitativo agrega aos gestores e tomadores de decisão das empresas do setor quando da avaliação de suas novas oportunidades de investimento.

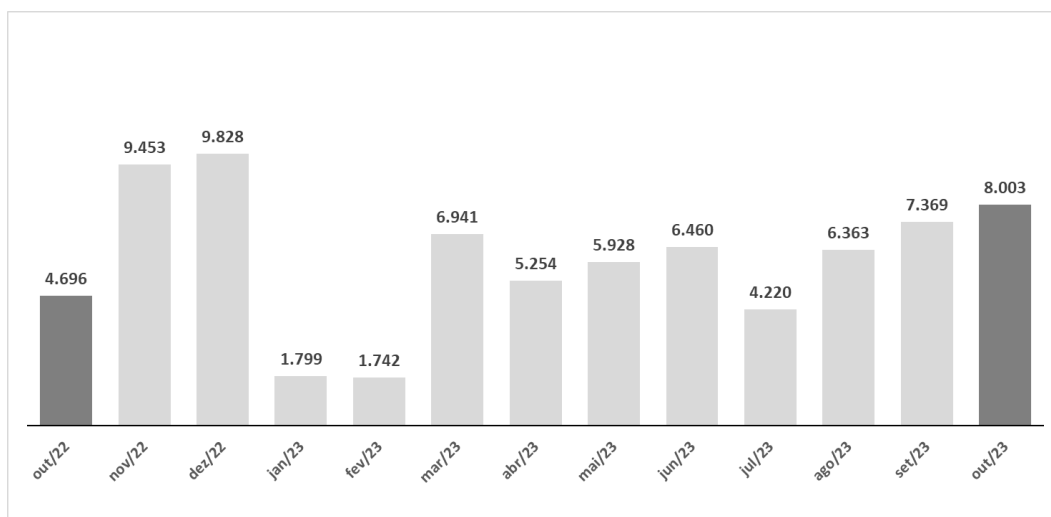
---

<sup>28</sup> Referida abordagem busca referenciar o macro cenário do setor. Para tanto, destaca-se que tal enfoque não constitui rotina de análise de uma determinada oportunidade de investimento em específico. Do contrário, contribui com a compreensão macro do comportamento e momento do mercado de real estate pela companhia para sua região de interesse (cidade de São Paulo).

### 3.2. ANÁLISE DE MERCADO (2023)

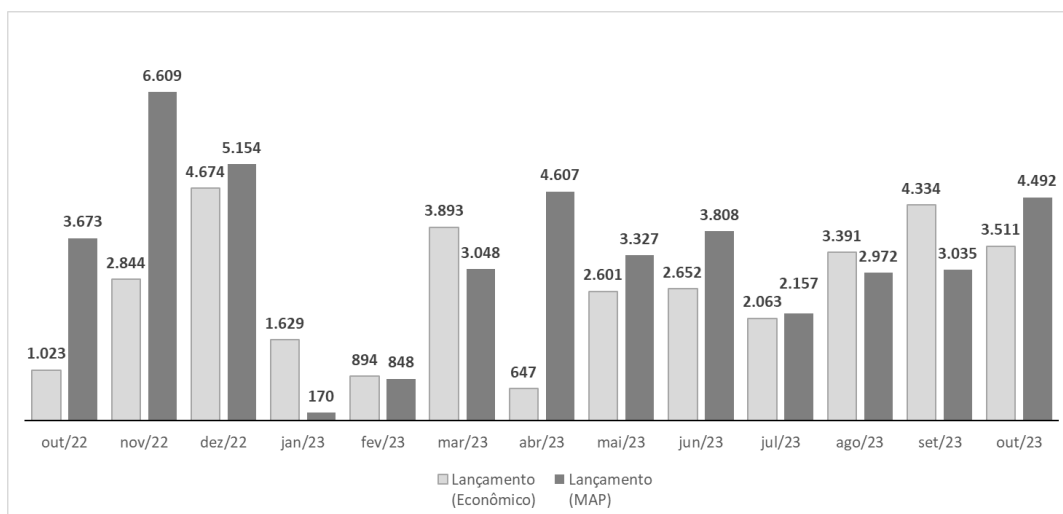
O mercado do real estate residencial para venda da cidade de São Paulo é o maior e mais consolidado mercado imobiliário do país. Segundo dados da Pesquisa de Mercado Imobiliário publicada mensalmente pelo Secovi-SP, no mês de outubro de 2023, a capital paulista apresentou um total 8.003 unidades residenciais lançadas na cidade, das quais 3.511 corresponderam ao segmento econômico (44%) e 4.492 ao mercado de médio e alto padrão (56%). O gráfico a seguir ilustra o total mensal de unidades residenciais lançadas desse mercado nos últimos 12 meses anteriores.

**Figura 10 – Desempenho de mercado: Lançamentos mensais.**



**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

Demonstra-se em seguida a mesma avaliação, dessa vez diante da segregação em segmentos de mercado. Desse modo, pode-se analisar o comportamento isolado do mercado de médio de alto padrão paulista, o qual se configura como aquele estrato de atuação da Empresa X.

**Figura 11 – Desempenho de mercado: Lançamentos mensais por segmento.**

**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

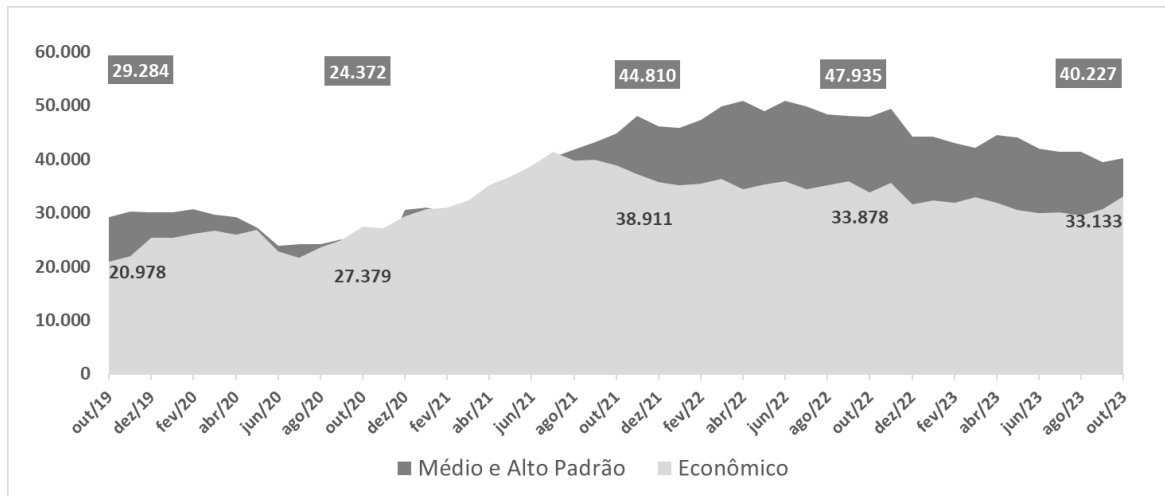
A partir dos dados apresentados, pode-se notar que no mês de outubro de 2023 houve um aumento de pouco mais de 20% do número de lançamentos quando comparado ao mesmo período do ano anterior. Já com relação a setembro de 2023, esse aumento foi praticamente de 50%.

Entretanto, analisando a tendência de comportamento do mercado no que concerne ao número de lançamento, a Figura 12 representa a evolução das unidades residenciais lançadas de ambos os mercados, quando analisadas frente ao horizonte acumulado de 12 meses. Diante dos dados apresentados, especificamente em se tratando do mercado de médio e alto padrão, pode-se perceber a partir do ano de 2021 um forte aquecimento de mercado, o qual perdurou até o término do ano seguinte (2022). A partir de então, observa-se uma inversão de tendência, com a redução do número de unidades lançadas pelas empresas do setor.

Sendo assim, há de se considerar uma redução do ímpeto setorial quando da estruturação e lançamento de novos empreendimentos imobiliários.



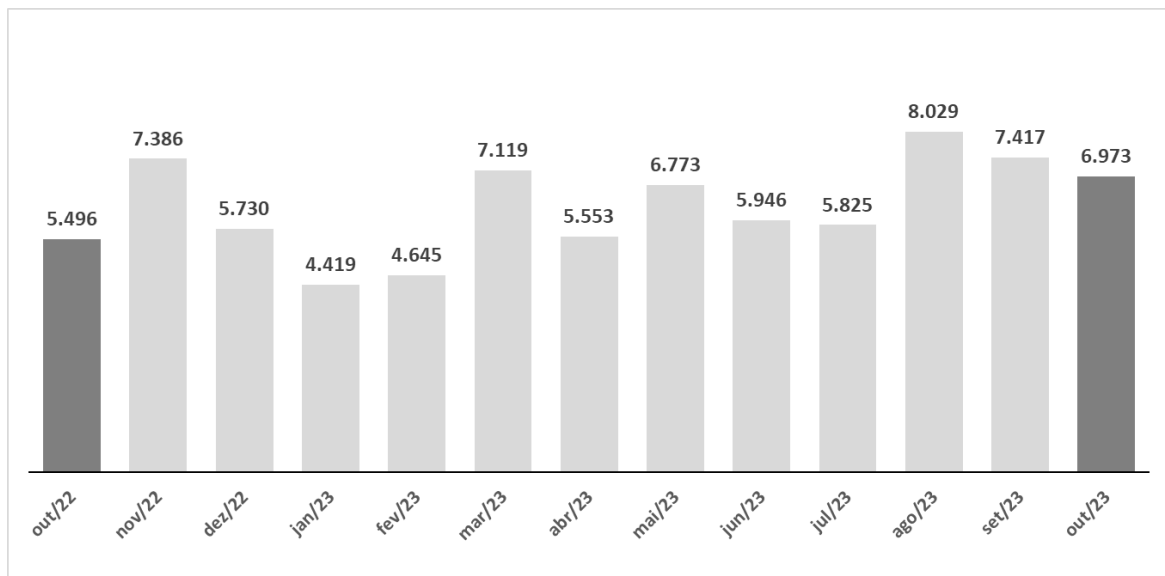
**Figura 12 – Desempenho de mercado: Lançamento acumulado por segmento.**



**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

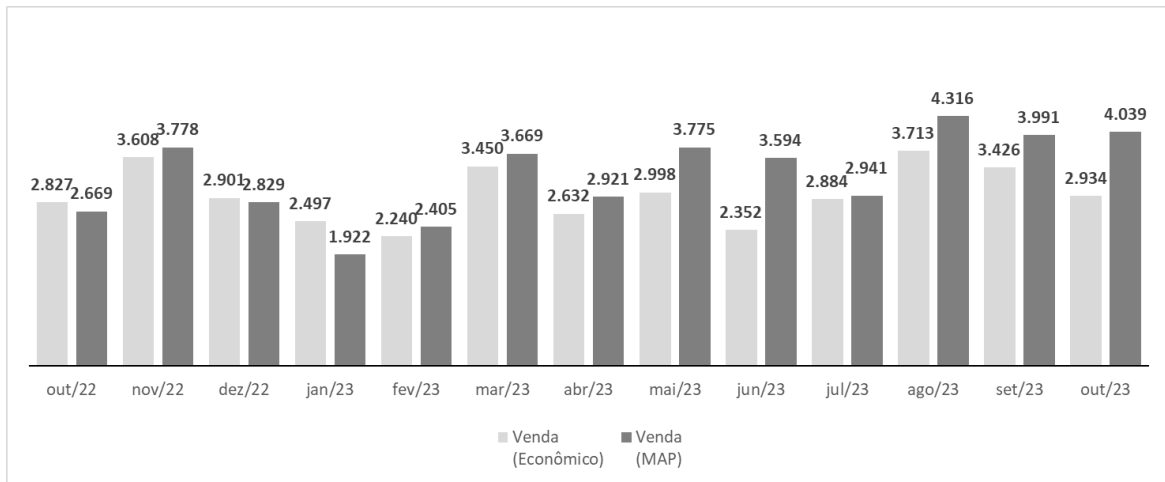
O mesmo relatório traz a público, também, os dados referentes aos números de unidades residenciais efetivamente comercializadas. Dito isso, a Figura 13 apresenta os números totais consolidados (ambos os segmentos de mercado em conjunto), enquanto a Figura 14 divulga os dados analisados tendo em vista a referida estratificação.

**Figura 13 – Desempenho de mercado: Comercialização mensal.**



**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

**Figura 14 – Desempenho de mercado: Comercialização mensal por segmento.**

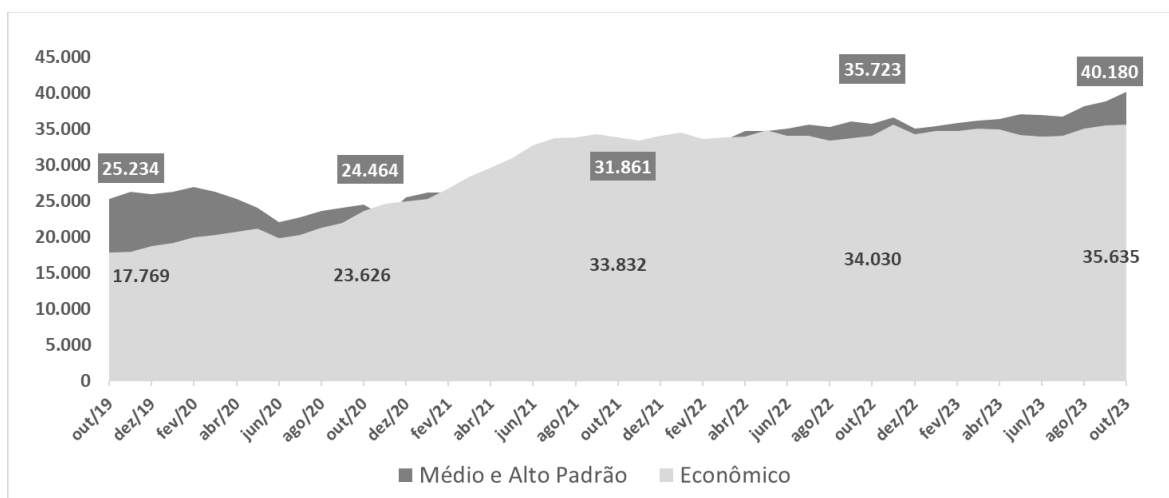


**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

Assim como na análise do lançamento, quando do segmento de médio e alto padrão, nota-se um aumento em outubro de 2023 da ordem de, aproximadamente, 50% da quantidade de unidades comercializadas em relação a outubro de 2022. Tendo em vista o mês imediatamente anterior, no entanto, esse acréscimo foi de apenas 1%.

Já com relação a avaliação acumulada de 12 meses, a qual se permite inferir a tendência de comportamento da unidade de observação, conforme a Figura 15 adiante, pode-se perceber um relativo aquecimento do mercado a partir de 2021, tendo em consideração o correspondente aumento do número de unidades de médio e alto padrão então comercializadas.

**Figura 15 – Desempenho de mercado: Comercialização acumulada por segmento.**



**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

Tal cenário de comportamento do mercado de real estate residencial para venda se deve em grande parte ao contexto macroeconômico observado pelo país no referido lapso temporal. Conforme mencionado anteriormente, tal comportamento acaba por sofrer, veementemente, direta influência dos movimentos da taxa básica de juros da economia. Fato é que no ano de 2020, pôde-se observar um afrouxamento da política monetária do país, a qual em um movimento de incentivo ao crescimento econômico, alcançou, após sucessivas quedas, o patamar mínimo de 2,00 % a.a,

Referida circunstância fez resultar em uma conjuntura favorável a indústria imobiliária, lhe proporcionando um momento de expansão de mercado, marcado pelo aumento do número de novos empreendimentos lançados e na quantidade de unidades residenciais comercializadas.

A Tabela 2 a seguir consolida os dados da taxa básica de juros da economia observados nos últimos cinco anos, bem como apresenta a projeção de mercado para o fechamento do ano correspondente a data da análise (2023), assim como para o ano seguinte de 2024.

**Tabela 2 – Projeções da economia.**

| Taxa de juros nominal,<br>final do ano (Selic) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | Projeção |      |
|--|------|------|------|------|-------|----------|------|
|  |      |      |      |      |       | 2023     | 2024 |
|  | 6,50 | 4,50 | 2,00 | 9,25 | 13,75 | 11,75    | 9,50 |

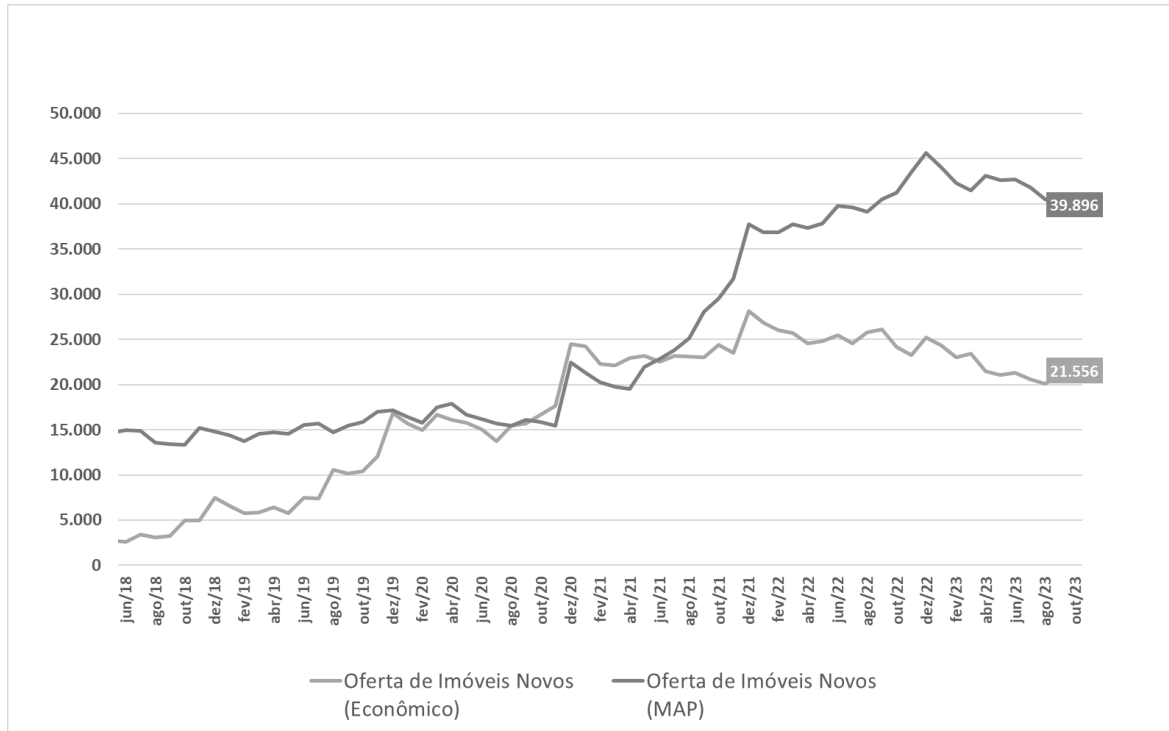
**Fonte: Santander (2023).**

Por fim, a Figura 16 adiante demonstra o nível de estoque de ambos os seguimentos de mercado a partir do ano de 2018 até a data base deste estudo de caso. Tendo em conta o mercado de médio e alto padrão, segundo os dados apresentados, pode-se verificar a estabilidade do mercado até o final do ano de 2020, quando a partir daí, o nível de estoque das unidades do referido estrato de produto alcançou patamares três vezes superiores.

O fato é que a capacidade de absorção de mercado pelo público comprador e sua taxa de crescimento não foi capaz de acompanhar a nova oferta total de produtos e sua taxa de crescimento. Dito isso, considerando o comportamento cíclico do mercado do real estate, tal circunstância pode fazer o setor adentrar em uma fase de superoferta do ciclo imobiliário, caracterizada por aquele momento em que, como consequência do alto nível de estoque observado, novos lançamentos são postergados pelas empresas do segmento, observando-se, ainda, uma sinalização de queda dos preços daquelas unidades transacionadas. A bem da verdade que em mercados competitivos e eficientes, os quais se caracterizam pelo comportamento racional de preços, existirá uma forte correlação negativa entre o nível de oferta

e o preço praticados em suas transações, ou seja, quando maior for aquela, menor essa última será.

**Figura 16 – Evolução de unidades ofertadas.**



**Fonte: Adaptado de Secovi-SP (2023).**

### 3.3. ANÁLISE DO PORTFÓLIO

Tendo em vista a necessidade da compreensão estrutural do portfólio de ativos imobiliários já existente frente ao processo decisório de investimento da companhia, é descrito neste capítulo uma visão geral de sua carteira de ativos já vigentes, tendo em conta sua diversificação geográfica, de parceiros e de produto, bem como seus indicadores de qualidade do investimento, os quais sejam necessários ao bom monitoramento de seu desempenho econômico-financeiro.

Sendo assim, toma-se como premissa a análise dos empreendimentos constituintes do portfólio, segundo os respectivos percentuais de participação da companhia em cada um deles.

Isso posto, vale ressaltar que todos os ativos sob análise correspondem a empreendimentos imobiliários residenciais para venda, voltados a diferentes perfis de público-alvo e que os investimentos realizados buscam gerar retornos financeiros a longo prazo para o a figura do

empreendedor e de seus respectivos sócios. Dessa forma, o portfólio apresenta, na data da análise<sup>29</sup>, 16 ativos imobiliários dispersos em 10 bairros da capital paulista<sup>30</sup>, tendo em conta 7 sócios distintos<sup>31</sup>, os quais somados totalizam um potencial valor geral de vendas proporcional da ordem de R\$ 400.000 mil<sup>32</sup>. A tabela adiante ilustra os bairros onde estão localizados os empreendimentos integrantes do portfólio sob análise:

**Tabela 3 – Distribuição geográfica do portfólio**

|               |
|---------------|
| Vila Madalena |
| Pinheiros     |
| Itaim Bibi    |
| Perdizes      |
| Jardins       |
| Vila Mariana  |
| Paraíso       |
| República     |
| Campo Belo    |
| Higienópolis  |

**Fonte: Autor**

Quanto a referida dispersão geográfica, a figura a seguir demonstra a representatividade dos respectivos bairros na composição de VGV total do portfólio. Percebe-se uma certa diversificação da carteira de empreendimentos do caso, embora os bairros de Pinheiros e Itaim Bibi representem em conjunto 42% do valor.

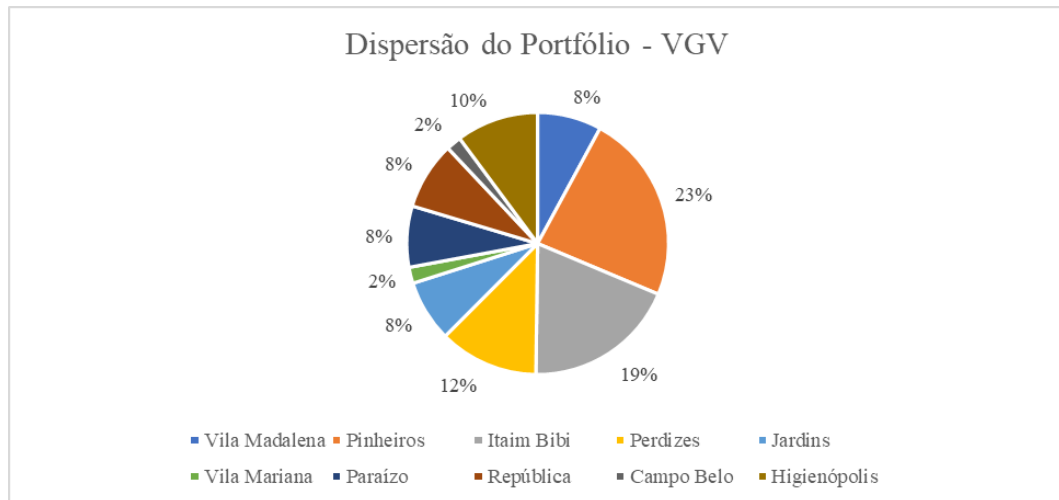
<sup>29</sup> Em termos econômico-financeiros, a análise da qualidade do investimento (AQI) de cada empreendimento em específico será pautada sob valores monetários em R\$ mil da moeda da base (base outubro 2023), e o índice geral de mercado utilizado será o IPCA.

<sup>30</sup> O autor destaca que, como estratégia de atuação de mercado, todos os empreendimentos estão situados na cidade de São Paulo, a qual se configura como o maior mercado imobiliário do país. Dito isso, análises de dispersão geográficas deverão ser realizadas apenas dentro dos limites desse município, ou seja, em termos de bairros.

<sup>31</sup> Sobre a referida ótica, o autor destaca que alguns parceiros são sócios integrantes de mais de um empreendimento em análise.

<sup>32</sup> Valor geral de venda correspondente ao percentual de participação da Empresa X nos empreendimentos.

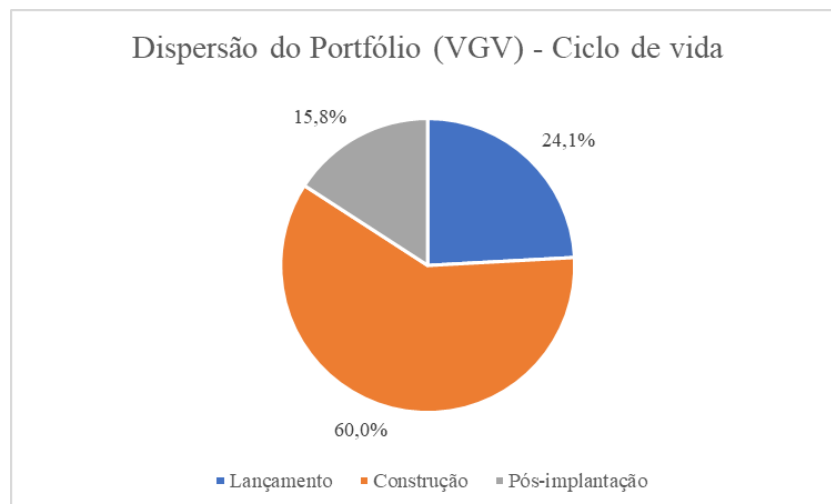
**Figura 17 – Distribuição geográfica do portfólio em termos monetário (VGV)**



**Fonte: Autor.**

Ademais, destaca-se, contudo, a preferência de atuação do empreendedor, no que tange à concepção do portfólio, nas regiões administrativas sul e oeste do município, ao passo que apenas um empreendimento está situado na zona central, não sendo possível observar qualquer um localizado nas zonas norte e leste da cidade.

**Figura 18 – Diversificação do portfólio quanto ao momento do ciclo de desenvolvimento de cada empreendimento que o compõe.**



**Fonte: Autor.**

Ao analisar a distribuição dos ativos do portfólio no que se refere às fases dentro do ciclo de desenvolvimento dos empreendimentos (projetos em fase de lançamento, de construção ou já entregues ao mercado), nota-se uma maior concentração destes em fase intermediária, ou seja, de execução de obras, conforme se pode observar na figura anterior.

Já com relação ao tipo de produto das respectivas unidades residenciais dos empreendimentos de interesse, em conformidade com as premissas destacadas na Figura 2, o portfólio estudo de caso engloba investimentos majoritariamente enquadrados em projetos do segmento correspondente à faixa de preço de R\$ 350 mil a R\$ 700 mil, com área útil de até 45 m<sup>2</sup>, além daqueles outros ativos caracterizados segundo preços de comercialização superiores a R\$ 2,1 milhões, com áreas privativas maiores do que 180 m<sup>2</sup>.<sup>33</sup>

**Figura 19 – Diversificação do portfólio quanto ao perfil de produto de cada empreendimento que o compõe.**

|                                     |  |     |
|-------------------------------------|--|-----|
| a) Acima de R\$ 2,1 milhões         | a.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | -   |
|                                     | a.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | a.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | a.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | a.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 2%  |
|                                     | a.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | 4%  |
|                                     | a.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | 18% |
| b) R\$ 1,4 milhão a R\$ 2,1 milhões | b.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | -   |
|                                     | b.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | b.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | b.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 7%  |
|                                     | b.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 3%  |
|                                     | b.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | 1%  |
|                                     | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| c) 700 mil a R\$ 1,4 milhão         | c.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 7%  |
|                                     | c.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | 1%  |
|                                     | c.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | 4%  |
|                                     | c.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 6%  |
|                                     | c.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 3%  |
|                                     | c.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                                     | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| d) R\$ 350 mil a R\$ 700 mil        | d.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 12% |
|                                     | d.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | 18% |
|                                     | d.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | 2%  |
|                                     | d.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 1%  |
|                                     | d.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 1%  |
|                                     | d.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                                     | d.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| e) R\$ 264 mil a R\$ 350 mil        | e.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 6%  |
|                                     | e.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | e.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|                                     | e.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -   |

<sup>33</sup> Realça-se a importância que, em termos estratégicos, o reconhecimento da atuação de mercado da empresa, enquanto segmentação de produto, traz a uma eventual análise, tendo em vista a possível identificação de perfil do público-alvo, frente a sua capacidade de pagamento e absorção de preço.

|                |  |    |
|----------------|--|----|
|                | e.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | -  |
|                | e.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -  |
|                | e.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -  |
| f) Até 264 mil | f.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 4% |
|                | f.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -  |
|                | f.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -  |
|                | f.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -  |
|                | f.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | -  |
|                | f.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -  |
|                | f.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -  |

**Fonte: Autor.**

A seguir, a Tabela 4A sintetiza informações do portfólio estudo de caso, representando a quantidade de ativos que o compõe, bem como os respectivos indicadores econômico-financeiros de cada um deles, de modo a facilitar sua percepção, compreensão e comparação por parte do leitor. Tal comparação permite contribuir, assim, para o melhor entendimento e contextualização do cenário de análise do estudo de caso. Destaca-se que, para tal intuito, apenas dados quantitativos dos empreendimentos foram apresentados, uma vez que outras informações qualitativas como, por exemplo, atributos de qualidade de cada empreendimento não fazem parte do escopo de interesse do presente trabalho, tendo em vista que seu intuito, neste momento, é apenas analisar o desempenho e equilíbrio da carteira de ativos, indicando como esta avaliação pode contribuir com ações de gestão estratégica empresarial. Sobre o VGV, realça-se que os referidos números são correspondentes as participações proporcionais da companhia nos respectivos empreendimentos. Sendo assim, necessário se faz referenciar a respectiva contribuição societária da Empresa X para com cada oportunidade de investimento em questão (Tabela 4B).

**Tabela 4A – Características dos ativos do portfólio (valores na data base de out/23).**

| Empreendimento | Fase            | Localização   | Parceiro | VGV<br>(R\$ mil) | INV<br>(R\$ mil) | RET<br>(R\$ mil) | RES<br>(R\$ mil) | TIR<br>(a.a.) |
|----------------|-----------------|---------------|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| Ativo 1        | Pós-implantação | Vila Madalena | A        | 31.034           | 3.581            | 9.702            | 6.120            | 34,91         |
| Ativo 2        | Pós-implantação | Vila Mariana  | A        | 7.796            | 2.324            | 3.641            | 1.316            | 31,29         |
| Ativo 3        | Construção      | Pinheiros     | B        | 40.025           | 5.962            | 10.617           | 4.655            | 13,76         |
| Ativo 4        | Pós-implantação | Perdizes      | A        | 16.011           | 470              | 2.412            | 1.941            | 287,17        |
| Ativo 5        | Construção      | Jardins       | A        | 29.808           | 7.756            | 10.783           | 3.027            | 8,64          |



|          |                     |              |   |        |       |        |        |        |
|----------|---------------------|--------------|---|--------|-------|--------|--------|--------|
| Ativo 6  | Construção          | Perdizes     | A | 12.126 | 877   | 2.295  | 1.418  | 365,36 |
| Ativo 7  | Pós-<br>implantação | Campo Belo   | A | 7.302  | 1.624 | 2.823  | 1.200  | 22,70  |
| Ativo 8  | Construção          | Perdizes     | E | 20.049 | 6.288 | 8.192  | 1.903  | 10,19  |
| Ativo 9  | Construção          | Pinheiros    | A | 17.108 | 1.242 | 2.904  | 1.662  | 237,45 |
| Ativo 10 | Construção          | Itaim Bibi   | D | 52.024 | 7.485 | 17.805 | 10.319 | 31,74  |
| Ativo 11 | Construção          | Paraíso      | D | 29.584 | 9.191 | 13.382 | 4.191  | 9,89   |
| Ativo 12 | Lançamento          | Itaim Bibi   | D | 22.060 | 4.712 | 10.361 | 5.649  | 24,30  |
| Ativo 13 | Lançamento          | República    | F | 32.719 | 5.082 | 9.364  | 4.282  | 29,95  |
| Ativo 14 | Construção          | Pinheiros    | D | 7.694  | 1.442 | 2.758  | 1.317  | 34,89  |
| Ativo 15 | Construção          | Pinheiros    | C | 27.008 | 4.716 | 8.401  | 3.685  | 19,17  |
| Ativo 16 | Lançamento          | Higienópolis | G | 39.880 | 4.978 | 10.078 | 5.100  | 29,01  |

Fonte: Autor

**Tabela 4B – Participação societária da Empresa X em cada empreendimento constituinte do portfólio.**

| Empreendimento | Participação (%) |
|----------------|------------------|
| Ativo 1        | 20%              |
| Ativo 2        | 10%              |
| Ativo 3        | 20%              |
| Ativo 4        | 15%              |
| Ativo 5        | 15%              |
| Ativo 6        | 15%              |
| Ativo 7        | 10%              |
| Ativo 8        | 22%              |
| Ativo 9        | 20%              |
| Ativo 10       | 20%              |
| Ativo 11       | 20%              |
| Ativo 12       | 20%              |
| Ativo 13       | 20%              |
| Ativo 14       | 10%              |
| Ativo 15       | 20%              |
| Ativo 16       | 20%              |

Fonte: Autor

Em síntese, a análise inerente a avaliação da influência da gestão estratégica de estruturação de portfólio, no que concerne a diversificação dos ativos que lhe são constituintes, está vinculada as expectativas de resultados econômicos e financeiros que podem ser alcançados diante da concepção estrutural da referida carteira de empreendimentos.

Para que conclusões sejam fundamentadas, há de se avaliar distintas condições de estruturação, conforme diferentes conjunções de diversificação ou concentração, de forma a ser possível a avaliação dos resultados frente a cada configuração proposta. Sendo assim, o estudo fornece informações que permitem a compreensão da influência que diferentes configurações de portfólio podem implicar no desempenho econômico-financeiro dos investimentos realizados por empresas do real estate residencial para venda.

Os dados da Tabela 5 a seguir representam um resumo com as principais informações consolidadas do portfólio em análise<sup>34</sup>, segundo o seu desempenho econômico e parâmetros financeiros, dentre os quais o programa de investimento exigido pela companhia para a sustentação da carteira de ativos, o potencial de retorno que essa tem de lhe oferecer e, por consequência, o resultado total que lhe é proporcionado.

**Tabela 5 – Características do portfólio (valores na data base de out/23).**

| Resumo – Portfólio           |         |
|------------------------------|---------|
| Nº de empreendimentos        | 16      |
| VGV (R\$ mil)                | 392.228 |
| Investimento total (R\$ mil) | 35.576  |
| Retorno total (R\$ mil)      | 93.364  |
| Resultado total (R\$ mil)    | 57.788  |
| TIR (a.a. eq. acima do IPCA) | 22,19 % |

**Fonte: Autor**

Diante de tais informações, a fim de balizar os seus riscos de investimento, a Empresa X explora, ainda, como indicador, além da taxa interna de retorno, a relação entre o resultado financeiro e a receita total de venda de seus empreendimentos, ao passo que tal razão denomina-se de margem sobre o preço<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Os dados financeiros estão representados em R\$ mil, enquanto o dado econômico corresponde a valor efetivo, acima da inflação.

<sup>35</sup> Margem sobre o preço configura-se como um indicador financeiro, enquanto a taxa interna de retorno se qualifica como indicador de caráter econômico.

Em resumo, usualmente, margens baixas indicam que pequenas variações de preço podem prejudicar o resultado final de um determinado investimento de forma mais expressiva. Rocha Lima (2011) destaca que, em um mercado imobiliário competitivo e dentro de um comportamento de cenário referencial, empreendedores identificam como prevalentes margens sobre o preço no intervalo [11% - 15%].

Importante realçar, entretanto, conforme aquele mesmo autor, que a medida de resultado de um investimento não é indicador de sua qualidade. O objetivo de medir resultado está pautado na condição de proporcionar ao empreendedor a capacidade de comparação do investimento frente a parâmetros de mercado e a percepção de riscos.

Por fim, ainda relativamente a Tabela 4A, o autor pondera acerca das taxas internas de retorno dos ativos 4, 6 e 9. De fato, embora apresentem rentabilidades consideravelmente altas, tais empreendimentos foram concebidos segundo maiores condições de alavancagem. Ainda, há de se considerar, também, a alta velocidade de venda os quais os empreendimentos foram submetidos. Tal cenário foi capaz de proporcionar uma antecipação da condição potencial de recursos livres, de modo que os recursos investidos pela companhia retornaram antecipadamente ao SGI.

### 3.3.1. ANÁLISE DE DESEMPENHO DO PORTFÓLIO SOB A ÓTICA DO SGI

Neste momento será apresentado o desempenho base do referido portfólio, segundo sua configuração inicial de análise, tendo em conta a consideração de todos os ativos que lhe compõe. Análises posteriores serão apresentadas consoante novas considerações dos ativos em carteira, permitindo, assim, identificar flutuações de desempenho econômico-financeiro a partir de critérios de diversificação.

Assim sendo, a partir dos indicadores destacados no capítulo anterior pode-se analisar a performance econômico-financeira do portfólio. Para tanto, foi considerado o mês de outubro de 2023 como data base da análise e o período analisado compreendeu o espaço temporal entre janeiro de 2018 e junho de 2027, sendo a data-início o mês correspondente ao primeiro aporte realizado pela companhia e a data-fim o mês referente ao recebimento do último montante de retorno financeiro.

Dito isso, a Tabela 6 a seguir apresenta detalhadamente as movimentações financeiras do portfólio, considerando, para tanto, o somatório dos fluxos de investimentos e dos fluxos de retornos dos 16 ativos que compõe a carteira.

Isso posto, há de se considerar que o fluxo de retorno de determinados ativos seja capaz de contribuir frente a necessidade de investimento perante outros empreendimentos do portfólio. Destaca-se, contudo, que tal condição se baseia apenas nos recursos livres daqueles primeiros ativos.

Sendo assim, a Tabela 7 em seguida ilustra, de fato, o fluxo de investimento é retorno da companhia, segundo o qual se mede o seu desempenho econômico e financeiro. Dito isso, de acordo com a Equação 7 apresentada, tem-se que a Taxa interna de Retorno do portfólio, representada pela alavancagem do poder de compra do SGI no intervalo de tempo em questão, foi de 22,19 % a.a., acima da inflação, medida pelo IPCA.

**Tabela 6 – Somatório de fluxo de investimento e do fluxo de retorno dos ativos constituintes do portfólio (valores na data base de out/23).**

|      |     | Jan   | Fev     | Mar     | Abr     | Mai     | Jun     | Jul     | Ago     | Set   | Out     | Nov     | Dez     |
|------|-----|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 2018 | Inv | (358) | (791)   | (657)   | (276)   | (157)   | (151)   | (228)   | (135)   | (352) | (232)   | (15)    | (10)    |
|      | Ret | -     | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -     | -       | -       | -       |
| 2019 | Inv | (309) | (567)   | (1.294) | (251)   | (118)   | (108)   | (75)    | (260)   | (386) | (267)   | (607)   | (797)   |
|      | Ret | -     | -       | -       | -       | 0       | -       | -       | 0       | -     | 1.137   | 804     | 103     |
| 2020 | Inv | (856) | (618)   | (377)   | (390)   | (369)   | (354)   | (392)   | (1.369) | (532) | (1.313) | (1.757) | (2.602) |
|      | Ret | 237   | 40      | 163     | 17      | 17      | 29      | 113     | -       | 167   | 193     | 9       | 534     |
| 2021 | Inv | (302) | (732)   | (908)   | (4.416) | (1.072) | (610)   | (566)   | (2.018) | (615) | (1.909) | (4.050) | (1.101) |
|      | Ret | 256   | 983     | 761     | 423     | 228     | 2.981   | 2.119   | 608     | 1.966 | 231     | 298     | 239     |
| 2022 | Inv | (727) | (2.501) | (273)   | (846)   | (1.900) | (5.322) | (1.341) | (649)   | (619) | (654)   | (1.043) | (437)   |
|      | Ret | 745   | 490     | 430     | 496     | 992     | 314     | 704     | 900     | 137   | 275     | 323     | 1.227   |
| 2023 | Inv | (727) | (353)   | (503)   | (699)   | (248)   | (875)   | (2.142) | (470)   | (470) | (400)   | (576)   | (355)   |
|      | Ret | 22    | 32      | 407     | 643     | 884     | 526     | 170     | 620     | 221   | 45      | 1.179   | 1.713   |
| 2024 | Inv | (552) | (862)   | (1.147) | (0)     | (63)    | (160)   | (185)   | (142)   | (183) | (205)   | (191)   | -       |
|      | Ret | 695   | 650     | 315     | 955     | 379     | 259     | 995     | 957     | 965   | 936     | 862     | 2.489   |
| 2025 | Inv | -     | (176)   | (269)   | (509)   | -       | (335)   | -       | -       | -     | -       | -       | -       |
|      | Ret | 2.885 | 1.949   | 1.228   | 748     | 3.695   | 5.053   | 2.323   | 7.862   | 4.789 | 9.099   | 9.638   | 2.053   |
| 2026 | Inv | -     | -       | -       | (325)   | (284)   | (181)   | (23)    | (120)   | (60)  | -       | -       | -       |
|      | Ret | 5.302 | 4.333   | 259     | 15.156  | 185     | 149     | 133     | 1       | 0     | 3.089   | 398     | 3.870   |
| 2027 | Inv | -     | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -     | -       | -       | -       |
|      | Ret | -     | 459     | 1.198   | 838     | 204     | 21      | -       | -       | -     | -       | -       | -       |

**Fonte: Autor**

**Tabela 7 – Fluxo de investimento X Fluxo de retorno do SGI (valores na data base de out/23).**

|      | Jan   | Fev     | Mar     | Abr     | Mai   | Jun     | Jul     | Ago     | Set   | Out     | Nov     | Dez     |
|------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 2018 | (358) | (791)   | (657)   | (276)   | (157) | (151)   | (228)   | (135)   | (352) | (232)   | (15)    | (10)    |
| 2019 | (309) | (567)   | (1.294) | (251)   | (118) | (108)   | (75)    | (260)   | (386) | -       | -       | -       |
| 2020 | (248) | (578)   | (214)   | (372)   | (352) | (325)   | (280)   | (1.369) | (365) | (1.120) | (1.748) | (2.068) |
| 2021 | (46)  | -       | -       | (3.889) | (844) | -       | -       | -       | -     | -       | (1.567) | (862)   |
| 2022 | -     | (1.994) | -       | (194)   | (908) | (5.008) | (638)   | -       | (231) | (379)   | (720)   | -       |
| 2023 | -     | (237)   | (96)    | (57)    | -     | -       | (1.686) | -       | (99)  | (355)   | 603     | 458     |
| 2024 | -     | -       | -       | 955     | 316   | 99      | 810     | 815     | 782   | 731     | 670     | 2.489   |
| 2025 | 2.885 | 1.773   | 958     | 239     | 3.695 | 4.718   | 2.323   | 7.862   | 4.789 | 9.099   | 9.638   | 2.053   |
| 2026 | 5.302 | 4.333   | 259     | 14.632  | -     | -       | -       | -       | -     | 3.089   | 398     | 3.870   |
| 2027 | -     | 459     | 1.198   | 838     | 204   | 21      | -       | -       | -     | -       | -       | -       |

**Fonte: Autor**

Isso posto, há de se considerar, ainda, a avaliação do custo de capital imobilizado, especialmente diante do extenso prazo do ciclo de investimento do real estate, comparativamente com outras alternativas de investimento disponíveis na economia. Dessa forma, entende-se o custo de oportunidade como sendo aquela fronteira de remuneração alcançável por oportunidades de investimento reconhecidas como de risco desprezível.

Destaca-se, entretanto, que todo e qualquer investimento possui riscos que lhe são inerentes, não sendo possível, de fato, encontrar oportunidades de investimento que apresentem riscos efetivamente nulos. Rocha Lima (2011) esclarece que, na verdade, investidores podem arbitrar que determinadas oportunidades de investimento apresentam riscos tão pequenos os quais são passíveis de serem considerados insignificantes. Diante de tais cenários, o investidor define um padrão de rentabilidade o qual se acaba por denominar o citado custo de oportunidade (*risk free rate*), sendo, para tanto, a melhor alavancagem de poder de compra a qual ele poderá alcançar aplicando seus recursos sem a assunção de riscos de investimento.

Sendo assim, a título de padrão de remuneração isenta de risco, o que se observa no mercado é o empreendedor/investidor considerar a rentabilidade dos títulos públicos de longo prazo, bem como dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI) como o referido custo de oportunidade.

*“Este é um patamar da economia, e não do setor. Trata-se de identificar os investimentos mais protegidos na economia, que, muito provavelmente, se situam fora do real estate.”*

Rocha Lima (2011).

Assim, quando do investimento no mercado imobiliário, o empreendedor deve buscar oportunidades que apresentem um “prêmio de risco”, justificando a sua alocação de capital. Segundo aquele mesmo autor, investimentos de maior risco devem apresentar um diferencial

de rentabilidade para a fronteira isenta de risco que seja capaz de estimular a aplicação dos recursos financeiros do investidor. Tendo em vista a remuneração observada do Certificado de Depósito Interbancário na data da análise (outubro de 2023), bem como a expectativa de cortes futuros da taxa de juros da economia a ser executada pelo Banco Central do Brasil, foi considerado no presente estudo de caso um custo de oportunidade nominal de 11,75% a.a.

Sublinha-se, todavia, a necessidade da avaliação em termos efetivos, de modo que, considerando uma inflação pelo IPCA no valor de 4,49% a.a., o custo de oportunidade efetivo para o investidor seria de 5,26% a.a., em um cenário após impostos (15%). Tal conjuntura representa ao sistema gerenciador um “prêmio de risco” de, aproximadamente, 17% a.a. de rentabilidade para o seu capital alocado.

Já com relação ao indicador que representa competência do portfólio de investimento enquanto sua capacidade de geração de resultado à companhia, tem-se:

$$MP = 14,73 \%$$

Em termos comparativos, percebe-se que o portfólio apresenta um indicador satisfatório, de modo a estar bem-posicionado quando analisado diante dos parâmetros do mercado imobiliário competitivo, conforme indicado por Rocha Lima (2011) e apontado anteriormente. A Tabela 8 adiante, sintetiza o posicionamento concorrente do portfólio enquanto seus principais indicadores de desempenho econômico e financeiro.

**Tabela 8 – Desempenho econômico e financeiro do SGI.**

|  |         |
|--|---------|
| Taxa Interna de Retorno<br>do SGI<br>(a.a. eq., acima do IPCA) | 22,19 % |
| ML   | 14,73 % |

**Fonte: Autor**

### 3.3.2. ANÁLISE DE RISCO DO PORTFÓLIO

Conforme apresentado na Tabela 4, há de se considerar as distintas fases do ciclo imobiliário as quais os empreendimentos constituintes do portfólio de investimento estejam submetidos, uma vez que, assim sendo, diferentes fatores de riscos estariam associados.

Isso posto, o presente estudo avaliará o desempenho econômico e financeiro do SGI, tendo em conta cenários estressados de desvios de receita e custos de construção ainda a incorrer<sup>36</sup>. Por fim, sublinha-se que outros fatores de riscos relacionados as respectivas fases do ciclo não serão avaliados, visto que tal postura seria demasiadamente agressiva, fazendo os ativos e, conseqüentemente, o portfólio não suportarem tais níveis de estresse.

Sendo assim, considerando um cenário estressado no qual os custos de construção ainda não contratados cresçam aleatoriamente até 8% em cada conta mensal, assim como a receita operacional ainda não contratada decresça aleatoriamente até 4%, faria o SGI apresentar um desempenho econômico e financeiro, tendo em consideração uma análise estatística, com um nível de confiança de 90%, conforme o intervalo apresentado na Tabela 9 adiante:

**Tabela 9 – Desempenho econômico e financeiro do SGI em cenário estressado.**

|  |                      |
|--|----------------------|
| Taxa Interna de Retorno<br>do SGI<br>(a.a. eq., acima do IPCA) | 18,53 – 19,08  <br>% |
| MP   | 11,78 – 12,24  <br>% |

**Fonte: Autor**

Face ao exposto, tendo em vista os diferentes estágios do ciclo imobiliário correspondentes aos empreendimentos objeto do presente estudo, sob a ótica do cenário estressado proposto, há de se constatar que o desempenho econômico e financeiro do SGI encontra-se parcialmente já ancorado, uma vez que potenciais desvios de receita seriam passíveis de ocorrência apenas quando das unidades em estoque, enquanto desvios dos custos de construção não seriam mais possíveis nos projetos já entregues ao mercado.

<sup>36</sup> Conforme apresentado, pode-se considerar os empreendimentos em fase de pós-implantação sujeitos apenas ao desvio de preço de venda das suas unidades em estoque, uma vez que não haveria mais custos de construção. Já os ativos em fase de construção, estariam sujeitos ao desvio de ambas as variáveis de desempenho, contudo relativamente apenas aos meses ainda a incorrer. Por fim, os empreendimentos em fase de lançamento estariam sujeitos integralmente ao desvio de seu custo de construção e parcialmente sujeitos ao desvio de sua receita potencial (tendo em conta apenas a comercialização de suas unidades residenciais em estoque).

### 3.3.3. ANÁLISE DE DIVERSIFICAÇÃO

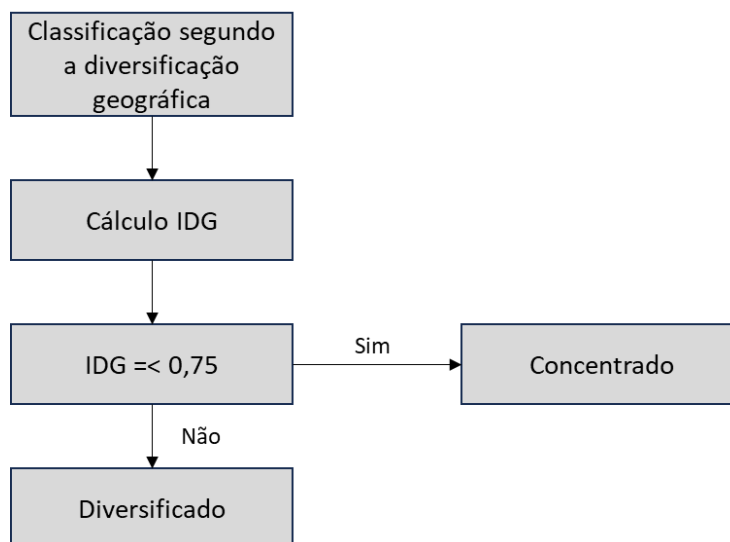
Para classificação de diversificação do portfólio de empreendimentos imobiliários, foram avaliados além da ótica geográfica, aspectos de sócios/parceiros e segmentação de produto, diante da representatividade do VGV de cada ativo para com o total do portfólio.

#### 3.3.3.1. DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA

Quanto a avaliação do portfólio estudo de caso no que concerne a diversificação geográfica<sup>37</sup>, foi considerado o seguinte critério:

- I. É atribuída a classificação de concentrado ao caso em que o índice apresente valor igual ou inferior a 0,75 pontos; e diversificado para valor superior. A fronteira de 0,75 pontos foi a mesma utilizada por Souza (2011) quando da análise de diversificação municipal, assim como é a referência utilizada pelo Departamento de Justiça e Comissão Federal do Comércio dos Estados Unidos (EUA, 2010).

**Figura 20 – Processo para classificação da diversificação geográfica.**



**Fonte: Autor.**

Souza (2011) aponta que, dado o critério de classificação, o portfólio pode ser considerado diversificado geograficamente a partir do momento que possui cinco ou mais empreendimentos em unidades geográficas diferentes, com potenciais VGVs igualmente distribuídos.

<sup>37</sup> Destaca-se que para delimitação de regiões geográficas, o estudo foi pautado ao nível de divisões de bairros da capital paulista, uma vez que todos os ativos em carteira da estão inseridos no referido município.



Na Figura 17, que trata da distribuição geográfica do portfólio, pode-se perceber a dispersão geográfica da carteira de ativos, uma vez que seu potencial VGV está satisfatoriamente distribuído em 10 regiões diferentes do município de São Paulo<sup>38</sup>. Ainda, conforme equação 4, tem-se:

$$IDG_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_i^n \left( \frac{VGV_{i,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$IDG = 1 - \left( \left( \frac{31.034}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{40.025+27.008+17.108+7.694}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{22.060+52.024}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{16.011+20.049+12.126}{392.228} \right)^2 \right. \\ \left. + \left( \frac{29.808}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{7.796}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{29.584}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{32.719}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{7.302}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{39.880}{392.228} \right)^2 \right)$$

$$IDG = 0,86$$

Sendo assim, com o índice de diversificação geográfica superior a 0,75 pontos, de acordo com o critério anteriormente apresentado, o portfólio é enquadrado como diversificado.

### 3.3.3.2. DIVERSIFICAÇÃO SÓCIOS/PARCEIROS

Relativamente a análise da diversificação de parcerias, tendo em conta a representatividade dos diferentes sócios de cada projeto investido diante do portfólio consolidado do SGI em estudo, foi considerado critério conforme o índice de diversificação geográfica anterior. Sendo assim:

- II. É atribuída a classificação de concentrado ao caso em que o índice apresente valor igual ou inferior a 0,75 pontos; e diversificado para valor superior.

Isso posto, tendo em consideração a equação 6 apresentada:

$$IDS_{s,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{VGV_{s,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$IDS = 1 - \left( \left( \frac{31.034+29.808+16.011+17.108+7.796+12.126+7.302+}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{40.025}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{27.008}{392.228} \right)^2 + \right. \\ \left. \left( \frac{22.060+29.584+7.694+52.024}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{20.049}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{32.719}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{39.880}{392.228} \right)^2 \right)$$

$$IDS = 0,79$$

<sup>38</sup> O autor destaca, mais uma vez, que o critério de dispersão geográfica considera, para efeitos de análise, apenas o mercado imobiliário da capital paulista. Sendo assim, uma vez que todos os ativos do portfólio estão situados no referido município, eventual análise ao nível do território nacional lhe faria resultar em uma classificação enquanto portfólio concentrado.

Logo, frente a um índice de diversificação de parceria superior a 0,75 pontos, segundo o critério considerado, o portfólio em questão seria classificado sob o prisma de portfólio diversificado.

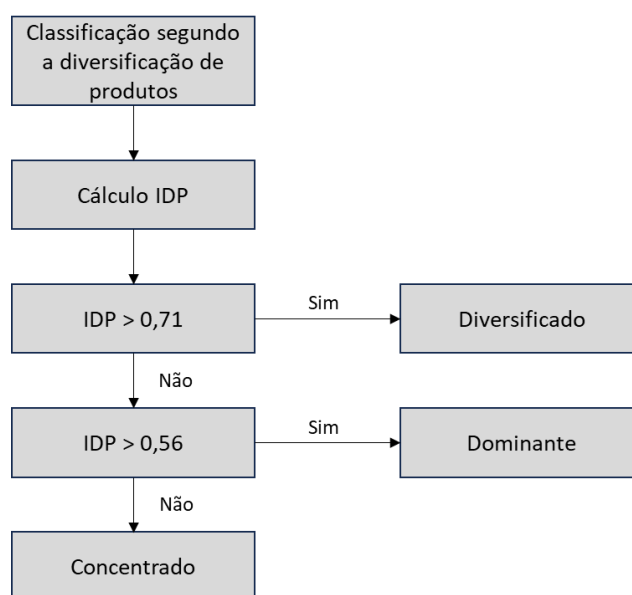
### 3.3.3.3. DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS

Já com relação a classificação de diversificação de produto para o portfólio, foi considerado:

- III. Portfólio concentrado é aquele que apresenta um IDP inferior a 0,56; portfólio dominante para o caso do índice de diversificação entre 0,56 e 0,71; e, por fim, portfólio diversificado para IDP superior a 0,71.

Os critérios foram considerados, novamente, consoante Souza (2011), o qual destacou, assim como quando da análise da diversificação geográfica, o referencial do Departamento de Justiça e Comissão Federal do Comércio dos Estados Unidos (EUA, 2010).

**Figura 21 – Processo para classificação da diversificação de produto.**



**Fonte: Adaptado de Souza (2011).**

Referido autor destaca que, quanto a avaliação de diversificação de produto, o portfólio supostamente é considerado diversificado para o caso de apresentar, aproximadamente, quatro ou mais segmentos de ticket médio de comercialização dos empreendimentos que o compõe (igualmente distribuído no tocante ao volume estimado de venda). Possuindo, no entanto, aproximadamente, três segmentos igualmente distribuídos, seria classificado como portfólio dominante e, por fim, do contrário, seria considerado como portfólio concentrado.

Com base na distribuição percentual do VGV do portfólio (Figura 22), assim como seu segmento de atuação enquanto preço médio de comercialização e faixa de área útil (m<sup>2</sup>) das unidades residenciais de seus empreendimentos, a carteira poderia ser classificada como diversificada.

Isso posto, analisando numericamente, tem-se:

$$IDP_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{VGV_{s,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$\begin{aligned} IDP = 1 - & \left( \left( \frac{8.809}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{15.193}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{2.916+7.635+20.048+20.247+17.936}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{27.541}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{11.337}{392.228} \right)^2 + \right. \\ & \left( \frac{3.019}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{1.311}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{28.342+52}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{981+641+1.064+146}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{832+12.273+439+2.936}{392.228} \right)^2 + \\ & \left( \frac{21.739+786+128+1.161}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{157+391+11.939}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{242+605}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{271}{392.228} \right)^2 + \\ & \left( \frac{2.516+4.493+1.042+723+7.893+8.021+4.895+5.134+4.215+522+2.608+2.124+3.814}{392.228} \right)^2 + \\ & \left( \frac{9.964+667+3.188+100+6.790+7.138+2.089+4.945+12.838+1.841+15.716+3.389+2.334}{392.228} \right)^2 + \\ & \left( \frac{548+256+5.008+56}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{4.286}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{190+3.497}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{52+1.208+269+1.411+5.226+13.451+2.208}{392.228} \right)^2 + \\ & \left( \frac{266+104}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{133}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{13.409+652}{392.228} \right)^2 + \left( \frac{675}{392.228} \right)^2 \end{aligned}$$

$$IDP = 0,89$$

Dessa maneira, considerando o índice de diversificação de produto como superior a 0,71 pontos, conforme critério apresentado na Figura 21, o portfólio de ativos imobiliários seria enquadrado como portfólio diversificado.

**Figura 22 – Diversificação do portfólio enquanto segmentação de produto de cada empreendimento que o compõe.**

|   |  |     |
|---|--|-----|
| a) Acima de R\$<br>2,1 milhões            | a.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | -   |
|   | a.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|   | a.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|   | a.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -   |
|   | a.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 2%  |
|   | a.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | 4%  |
|   | a.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | 18% |
| b) R\$ 1,4<br>milhão a R\$ 2,1<br>milhões | b.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | -   |
|   | b.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|   | b.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|   | b.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 7%  |
|   | b.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 3%  |
|   | b.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | 1%  |

|                              |  |     |
|------------------------------|--|-----|
|                              | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| c) 700 mil a R\$ 1,4 milhão  | c.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 7%  |
|                              | c.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | 1%  |
|                              | c.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | 4%  |
|                              | c.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 6%  |
|                              | c.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 3%  |
|                              | c.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                              | c.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| d) R\$ 350 mil a R\$ 700 mil | d.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 12% |
|                              | d.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | 18% |
|                              | d.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | 1%  |
|                              | d.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | 1%  |
|                              | d.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | 1%  |
|                              | d.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                              | d.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| e) R\$ 264 mil a R\$ 350 mil | e.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 6%  |
|                              | e.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | e.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | e.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | e.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | -   |
|                              | e.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                              | e.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |
| f) Até 264 mil               | f.1) Menos de 30 m <sup>2</sup>                    | 4%  |
|                              | f.2) Entre 30 m <sup>2</sup> e 45 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | f.3) Entre 46 m <sup>2</sup> e 65 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | f.4) Entre 66 m <sup>2</sup> e 85 m <sup>2</sup>   | -   |
|                              | f.5) Entre 86 m <sup>2</sup> e 130 m <sup>2</sup>  | -   |
|                              | f.6) Entre 131 m <sup>2</sup> e 180 m <sup>2</sup> | -   |
|                              | f.7) Mais de 180 m <sup>2</sup>                    | -   |

**Fonte: Autor.**

### 3.3.4. ANÁLISE DE NOVOS CENÁRIOS DE COMPOSIÇÃO DO PORTFÓLIO

A análise do desempenho econômico-financeiro, medido sob diferentes configurações de portfólio, permite identificar grupos de ativos que, eventualmente, afetem de modo mais contundente o desempenho da carteira como um todo. Nesse sentido, o portfólio será segmentado em diferentes conjuntos de empreendimentos, de modo que seja possível ao SGI a mensuração/estudo do seu desempenho econômico e financeiro frente as suas diferentes estratégias e critérios quando da realização dos investimentos. Para tanto, os ativos serão estratificados em grupos conforme segmentação de produtos apresentada na Figura 2<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> Para esta análise, entretanto, o autor pondera que será realizado tendo em conta o critério exclusivo da faixa de preço, uma vez que não seria possível a segmentação dos empreendimentos segundo o critério da faixa de

Dito isso, o segmento arbitrado [A] seria um conjunto constituído por empreendimentos com preço médio de comercialização exclusivamente entre R\$ 264 mil e R\$ 350 mil. Já o segmento [B], corresponderia aos ativos enquadrados na faixa de preço de R\$ 350 mil a R\$ 700 mil, enquanto o segmento [C] caracterizar-se-ia por conceber os projetos imobiliários atribuídos ao preço entre R\$ 700 mil e R\$ 1.400 mil. Por fim, o estrato [D] seria aquele referente aos empreendimentos comercializados a valores superiores a R\$ 2.400 mil.

**Tabela 10 – Segmentação do portfólio e seus respectivos ativos constituintes.**

|            | Empreendimento         | Taxa Interna de Retorno (a.a., acima do IPCA) |
|------------|------------------------|---|
| Segmento A | Ativo 12               | 24,30%  |
| Segmento B | Ativo 2                | 31,29 %                                       |
|            | Ativo 4                | 287,17 %                                      |
|            | Ativo 6                | 365,36 %                                      |
|            | Ativo 7                | 22,70 %                                       |
|            | Ativo 9                | 237,45 %                                      |
|            | Ativo 10               | 31,74 %                                       |
|            | Ativo 11               | 9,98 %  |
|            | Ativo 13 <sup>40</sup> | 29,95 %                                       |
| Segmento C | Ativo 14               | 34,89 %                                       |
|            | Ativo 1                | 34,91 %                                       |
|            | Ativo 3                | 13,76 %                                       |
|            | Ativo 5                | 8,64 %  |
| Segmento D | Ativo 13               | 29,95 %                                       |
|            | Ativo 8                | 10,19 %                                       |
|            | Ativo 15               | 19,71 %                                       |
|            | Ativo 16               | 29,01 %                                       |

**Fonte: Autor.**

---

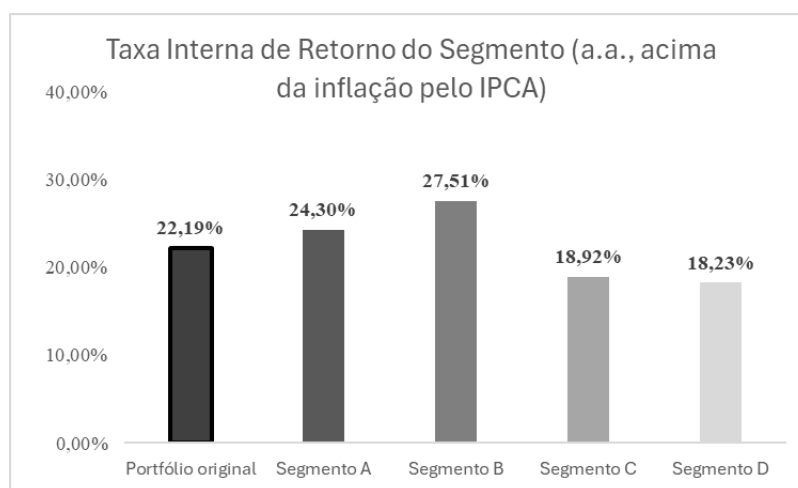
área útil, tendo em vista que os empreendimentos em análise apresentam mais de uma tipologia de unidade residencial para tal critério.

<sup>40</sup> O ativo 13 possui em sua ficha técnica unidades enquadradas no segmento B e C.

A Tabela anterior apresenta os ativos constituintes de cada segmento do portfólio, conforme critério supracitado, bem como seus respectivos indicadores de desempenho individuais, medidos pela taxa de retorno individual de cada empreendimento.

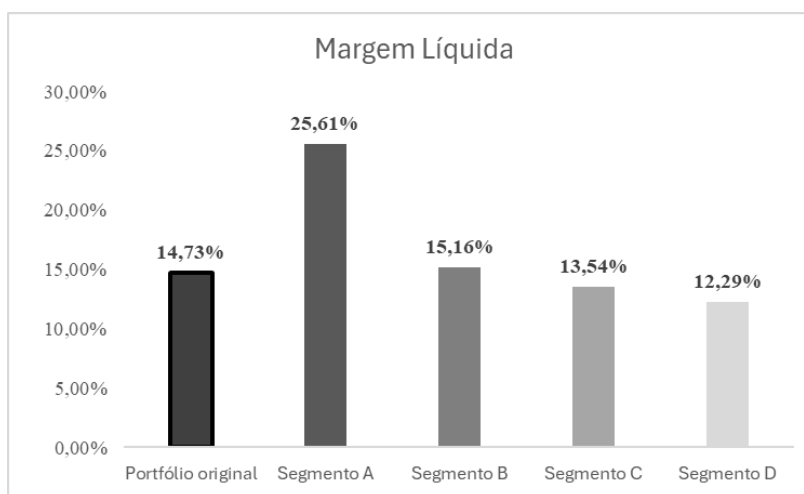
Feita a análise dos grupos, segundo a ótica consolidada, considerando, para tanto, o somatório do fluxo de investimento e do fluxo de retorno dos empreendimentos integrantes do mesmo critério supramencionado, com o objetivo de investigar suas respectivas performances econômico-financeiras, apresentam-se as Figuras 23 e 24 adiante:

**Figura 23 – Análise comparativa do desempenho econômico do portfólio referencial, frente aos diferentes segmentos de produtos.**



**Fonte: Autor.**

**Figura 24 – Análise comparativa do desempenho financeiro do portfólio referencial, frente aos diferentes segmentos de produtos.**



**Fonte: Autor.**

Verificam-se que, dado o critério de concentração e validação dos empreendimentos na carteira, diferentes indicadores de desempenho econômico-financeiro são extraídos, o que poderia refletir, eventualmente, em diferentes níveis de eficácia e eficiência do SGI enquanto investidor de segmentos distintos.

De fato, a competência da companhia em gerar resultados econômico-financeiros está intimamente relacionada com a sua capacidade de avaliação e conhecimento de estereótipos comportamentais e anseios do mercado consumidor de empreendimentos imobiliários residenciais, demonstrado diante de diferentes expertises, conforme diferentes nichos de mercado.

Dessa forma, a definição estratégica de atuação de empresas do segmento residencial implica no desenvolvimento de competências para o investimento em projetos os quais deverão ser absorvidos pelo mercado. Quanto maior sua capacidade de entendimento do público-alvo, maior será sua capacidade de transformar riqueza intrínseca em riqueza real, tendo em vista os investimentos por elas realizados.

Isso posto, consoante os dados apresentados, pode-se perceber o melhor desempenho da companhia perante os investimentos realizados segundo os produtos imobiliários com preços médios de comercialização de até R\$ 700 mil, mais especificamente para aquela faixa de valores entre R\$ 350 mil e R\$ 700 mil.

Contudo, conclusões acerca de possíveis melhores competências enquanto segmento de atuação não podem ser assumidas, uma vez que as amostras não são quantitativamente homogêneas, além de que o segmento C, embora apresente praticamente o mesmo desempenho do segmento D (pior indicador da taxa interna de retorno), apresenta, entretanto, dois projetos com rentabilidades superiores a taxa interna de retorno consolidada da carteira de ativos.

Ademais, conforme apontado no início do estudo, os dados acima apresentados não foram considerados segundo fatores de mercado os quais apresentem potencial influência direta quando do desempenho econômico-financeiro de empreendimentos imobiliários, bem como a quantidade de empreendimentos analisados não se demonstra suficientemente representativa para tal proposta de avaliação e não foi considerado o prisma da faixa de área útil, o qual, em conjunto com a premissa do preço de comercialização, melhor configuraria a tipo/segmentação de produto a ser analisado.

### 3.3.5. EQUILÍBRIO ECONÔMICO

A presente seção do trabalho trata de aplicar o método de gerenciamento e acompanhamento do investimento proposto, sendo capaz de proporcionar o equilíbrio entre a complexidade da gestão estratégica de portfólio e a simplicidade necessária a um método que seja passível de utilização por agentes do mercado. Isso posto, conforme abordado, a metodologia deve ser organizada em etapas de modo a permitir a identificação lógica do processo.

#### 3.3.5.1. ROTINA DE ANÁLISE

Para que seja possível analisar o desempenho, bem como o equilíbrio econômico do portfólio protótipo de empreendimentos imobiliários estudo de caso a partir do indicador da qualidade representado pela taxa interna de retorno, conforme indicado anteriormente, o autor assume o fluxo de investimento e o fluxo de retorno do SGI, tendo em consideração a Tabela 11 adiante.

Para tanto, sucintamente, considera-se a realização do primeiro aporte de capital no mês de janeiro/2018 (mês 1), enquanto o último retorno financeiro ocorreria em junho/2027 (mês 114).

**Tabela 11 – Fluxo de investimento X Fluxo de retorno do SGI (valores na data base de out/23).**

|      | Jan   | Fev     | Mar     | Abr     | Mai   | Jun     | Jul     | Ago     | Set   | Out     | Nov     | Dez     |
|------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 2018 | (358) | (791)   | (657)   | (276)   | (157) | (151)   | (228)   | (135)   | (352) | (232)   | (15)    | (10)    |
| 2019 | (309) | (567)   | (1.294) | (251)   | (118) | (108)   | (75)    | (260)   | (386) | -       | -       | -       |
| 2020 | (248) | (578)   | (214)   | (372)   | (352) | (325)   | (280)   | (1.369) | (365) | (1.120) | (1.748) | (2.068) |
| 2021 | (46)  | -       | -       | (3.889) | (844) | -       | -       | -       | -     | -       | (1.567) | (862)   |
| 2022 | -     | (1.994) | -       | (194)   | (908) | (5.008) | (638)   | -       | (231) | (379)   | (720)   | -       |
| 2023 | -     | (237)   | (96)    | (57)    | -     | -       | (1.686) | -       | (99)  | (355)   | 603     | 458     |
| 2024 | -     | -       | -       | 955     | 316   | 99      | 810     | 815     | 782   | 731     | 670     | 2.489   |
| 2025 | 2.885 | 1.773   | 958     | 239     | 3.695 | 4.718   | 2.323   | 7.862   | 4.789 | 9.099   | 9.638   | 2.053   |
| 2026 | 5.302 | 4.333   | 259     | 14.632  | -     | -       | -       | -       | -     | 3.089   | 398     | 3.870   |
| 2027 | -     | 459     | 1.198   | 838     | 204   | 21      | -       | -       | -     | -       | -       | -       |

**Fonte: Autor**

Nesse cenário, consoante Tabela 12, referente as características do portfólio, o SGI assume uma necessidade de capital de R\$ 35.576 mil, frente a um retorno potencial de R\$ 93.364 mil. Em termos econômicos, os recursos financeiros estariam investidos a uma taxa interna de retorno de 22,19% ao ano, acima do IPCA, sendo essa a remuneração potencial do empreendedor quando do investimento em todos os ativos disponíveis do portfólio.



**Tabela 12 – Indicadores econômico-financeiro (valores na data base de out/23).**

| <b>Portfólio</b>        |   |
|-------------------------|---|
| Investimento total      | R\$ 35.576 mil                              |
| Retorno total           | R\$ 93.364 mil                              |
| Resultado total         | R\$ 57.788 mil                              |
| Taxa interna de retorno | 22,19% a.a., acima da inflação<br>pelo IPCA |

**Fonte: Autor**

**Tabela 13 – Custo de oportunidade**

| <b>Remuneração isenta de risco</b>                   |         |
|--|---------|
| Custo de oportunidade                                | 11,75 % |
| Inflação (IPCA)                                      | 4,49 %  |
| Imposto <sup>41</sup>                                | 15 %    |
| Custo de oportunidade efetivo,<br>líquido de imposto | 5,26 %  |

**Fonte: Autor**

Para a análise do equilíbrio econômico, conforme proposta anteriormente descrita, os recursos disponíveis ao investimento seriam alocados no hipotético instrumento de investimento, sendo remunerados mensalmente à taxa líquida efetiva de 5,26 % a.a., acima do IPCA. Nesse cenário pressuposto, entretanto, o total de recursos investidos retornaria ao empreendedor apenas no último mês do fluxo como forma de amortização do capital, o qual corresponderia, segundo a Tabela 11, ao mês de junho de 2027 (mês 114). Tal configuração faria resultar, naturalmente, em uma taxa interna de retorno de 5,26% a.a, acima do IPCA (custo de oportunidade).

Ao analisar o incremento de rentabilidade alcançado sobre tal remuneração, na medida em que o SGI “retira” recursos financeiros do instrumento de investimento hipotético e os investe, sucessivamente, em cada ativo do portfólio, demonstra-se adiante o ganho de rentabilidade que seria alcançado pelo sistema gerenciador de investimento na medida que cada empreendimento fosse considerado enquanto novo investimento. Ainda, demonstra-se a contribuição percentual de cada ativo, frente a rentabilidade alcançada do portfólio (acima do custo de oportunidade).

<sup>41</sup> Imposto nominal de aplicações financeiras.

**Tabela 14 – Análise comparativa da contribuição de desempenho econômico de cada empreendimento para com a performance global do portfólio (valores na data base de out/23).**

| Emp.     | Fase            | Localização   | VG<br>(R\$ mil) | INV<br>(R\$ mil) | RET<br>(R\$ mil) | RES<br>(R\$ mil) | TIR<br>(a.a.) | Cont <sub>i</sub><br>(a.a.) | Cont <sub>i</sub><br>(%) |
|----------|-----------------|---------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|---------------|-----------------------------|--------------------------|
| Ativo 1  | Pós-implantação | Vila Madalena | 31.034          | 3.581            | 9.702            | 6.120            | 34,91         | 2,53                        | 14,94                    |
| Ativo 2  | Pós-implantação | Vila Mariana  | 7.796           | 2.324            | 3.641            | 1.316            | 31,29         | 0,52                        | 3,04                     |
| Ativo 3  | Construção      | Pinheiros     | 40.025          | 5.962            | 10.617           | 4.655            | 13,76         | 1,29                        | 7,64                     |
| Ativo 4  | Pós-implantação | Perdizes      | 16.011          | 470              | 2.412            | 1.941            | 287,17        | 0,80                        | 4,74                     |
| Ativo 5  | Construção      | Jardins       | 29.808          | 7.756            | 10.783           | 3.027            | 8,64          | 0,70                        | 4,11                     |
| Ativo 6  | Construção      | Perdizes      | 12.126          | 877              | 2.295            | 1.418            | 365,36        | 0,57                        | 3,38                     |
| Ativo 7  | Pós-implantação | Campo Belo    | 7.302           | 1.624            | 2.823            | 1.200            | 22,70         | 0,39                        | 2,32                     |
| Ativo 8  | Construção      | Perdizes      | 20.049          | 6.288            | 8.192            | 1.903            | 10,19         | 0,62                        | 3,66                     |
| Ativo 9  | Construção      | Pinheiros     | 17.108          | 1.242            | 2.904            | 1.662            | 237,45        | 0,62                        | 3,69                     |
| Ativo 10 | Construção      | Itaim Bibi    | 52.024          | 7.485            | 17.805           | 10.319           | 31,74         | 2,87                        | 16,97                    |
| Ativo 11 | Construção      | Paraíso       | 29.584          | 9.191            | 13.382           | 4.191            | 9,89          | 0,91                        | 5,36                     |
| Ativo 12 | Lançamento      | Itaim Bibi    | 22.060          | 4.712            | 10.361           | 5.649            | 24,30         | 1,51                        | 8,95                     |
| Ativo 13 | Lançamento      | República     | 32.719          | 5.082            | 9.364            | 4.282            | 29,95         | 1,25                        | 7,39                     |
| Ativo 14 | Construção      | Pinheiros     | 7.694           | 1.442            | 2.758            | 1.317            | 34,89         | 0,41                        | 2,42                     |
| Ativo 15 | Construção      | Pinheiros     | 27.008          | 4.716            | 8.401            | 3.685            | 19,17         | 0,97                        | 5,76                     |
| Ativo 16 | Lançamento      | Higienópolis  | 39.880          | 4.978            | 10.078           | 5.100            | 29,01         | 0,95                        | 5,64                     |

**Fonte: Autor.**

Diante dos dados apresentados, pode-se perceber que o somatório da contribuição de rentabilidade efetiva de cada ativo (acima do custo de oportunidade) faz totalizar um ganho de rentabilidade total do SGI da ordem de 16,93% a.a., acima do custo de oportunidade. Isso posto, a taxa interna de retorno do sistema gerenciador do investimento seria:

$$Tir_{SGI} = Custo_{op} + \sum_{i=1}^n Cont_i$$

$$Tir_{SGI} = 5,26 + (2,53 + 0,52 + 1,29 + 0,80 + 0,70 + 0,57 + 0,39 + 0,62 + 2,87 + 0,91 + 1,51 + 1,25 + 0,41 + 0,97 + 0,95) = 22,19 \%$$

Ainda, em termos percentuais, a Tabela apresenta a representatividade de cada ativo frente a rentabilidade do SGI, acima do custo de oportunidade. Sendo assim, nota-se a maior participação do Ativo 10, o qual seria responsável por 16,97% da taxa interna de retorno do sistema gerenciador, acima do custo de oportunidade. Em complemento, pode-se constatar que o Ativo 7 seria, do contrário, aquele com a menor influência perante a tir do referido SGI (apenas 2,32%)<sup>42</sup>.

Sendo assim, em resumo, a Tabela 14 anterior deve ser interpretada como a análise da contribuição que cada ativo pode assumir na formação do parâmetro de performance econômica do portfólio.

A partir daí, o sistema gerenciado do investimento será capaz traçar planos de gestão estratégica, tendo a compreensão do equilíbrio econômico de seu portfólio e a importância que cada empreendimento possa representar diante de seu desempenho global. Poderá, ainda, pautar decisões futuras de investimento e estratégias de atuação empresarial diante do mercado, conforme novas oportunidades de potenciais empreendimentos que venham a surgir.

### 3.3.6. EQUILÍBRIO FINANCEIRO

Avaliando-se o equilíbrio financeiro do investimento no portfólio de empreendimentos estudo de caso, tem-se a representatividade de cada ativo conforme ilustrado na Tabela 15 a seguir<sup>43</sup>.

<sup>42</sup> O autor destaca que, diante da análise, naturalmente o somatório da representatividade de cada ativo frente a rentabilidade do SGI deve ser 100%.

<sup>43</sup> O somatório da representatividade de cada ativo diante da margem (MP) do portfólio deve totalizar 100%.

Assim, o sistema gerenciador de investimento poderá compreender como o portfólio é impactado, em termos financeiros, por seus ativos. Por exemplo, diante dos dados apresentados, pode-se perceber que o Ativo 12, embora demonstre isoladamente o maior indicador financeiro MP frente aos demais empreendimentos, não exerce a maior contribuição perante o indicador consolidado do portfólio.

Sendo assim, em uma análise simplória, ao excluirmos tal empreendimento da carteira de ativos, o portfólio passaria a apresentar uma margem sobre o preço MP de 13,29 %.

Contudo, em uma segunda hipótese, ao desconsiderar o Ativo 10 do portfólio, esse passaria a apresentar referido indicador da ordem de 12,10 %.

**Tabela 15 – Análise comparativa da contribuição de cada empreendimento para com a performance financeira global do portfólio.**

|          | MP     | Representatividade<br>MP |
|----------|--------|--------------------------|
| Ativo 1  | 19,7 % | 10,6 %                   |
| Ativo 2  | 16,9 % | 2,3 %                    |
| Ativo 3  | 11,6 % | 8,1 %                    |
| Ativo 4  | 12,1 % | 3,4 %                    |
| Ativo 5  | 10,2 % | 5,2 %                    |
| Ativo 6  | 11,7 % | 2,5 %                    |
| Ativo 7  | 16,4 % | 2,1 %                    |
| Ativo 8  | 9,5 %  | 3,3 %                    |
| Ativo 9  | 9,7 %  | 2,9 %                    |
| Ativo 10 | 19,8 % | 17,9 %                   |
| Ativo 11 | 14,2 % | 7,3 %                    |
| Ativo 12 | 25,6 % | 9,8 %                    |
| Ativo 13 | 13,1 % | 7,4 %                    |
| Ativo 14 | 17,1 % | 2,3 %                    |
| Ativo 15 | 13,6 % | 6,4 %                    |
| Ativo 16 | 12,8 % | 8,8 %                    |

**Fonte: Autor.**

À vista dos números apresentados, pode-se perceber que embora o Ativo 12 apresente individualmente um indicador financeiro MP superior àquele apresentado pelo ativo 10, esse

último, não obstante, desempenha uma maior contribuição para com o portfólio consolidado. Dessa forma, sua ausência em carteira tende a deteriorar mais fortemente o respectivo indicador do portfólio, quando comparado com a não consideração daquele outro.

### 3.4. FUNDAMENTAÇÃO DO PLANEJAMENTO FINANCEIRO

Conforme mencionado anteriormente, o estudo de caso abordará igualmente uma discussão acerca dos conceitos que orientam decisões de caráter econômico e financeiro da companhia em diferentes níveis de decisão (estratégico e tático). Busca-se nesse momento balizar os aspectos relacionados com a qualidade dos investimentos e dos empreendimentos a serem investidos, segundo referenciais previamente estabelecidos, bem como os parâmetros que referenciem suas equações de fundos para a devida atuação competitiva da Empresa.

#### 3.4.1. IDENTIFICAÇÃO DOS OBJETIVOS

Para identificação dos objetivos da Empresa X, foi elaborado o Quadro 1, que destaca os pontos de interesse enquanto prisma de seu planejamento financeiro e estratégico.

**Quadro 1 – Identificação dos Objetivos.**

| <b>Identificação dos Objetivos</b> |  |
|------------------------------------|--|
| Planejamento Financeiro            | Do ponto de vista financeiro, a Empresa X busca operar enquanto investidor institucional de empreendimentos imobiliários residenciais alavancados. Trata-se de investir em oportunidades de investimentos que demandem (além do capital próprio) não só recursos do caixa da receita (preço), mas também recursos financiados.<br>Parametricamente, a proposta consiste em estruturas de negócios equacionadas com recursos financiados da ordem de 70 à 80% dos custos de construção.   |
| Planejamento Estratégico           | A Empresa X busca rentabilizar seu capital financeiro a longo prazo, alavancando seus resultados já alcançados enquanto construtora, mediante a realização de investimentos em empreendimentos imobiliários residenciais para venda. Enquanto nicho de mercado, a empresa busca investir em empreendimentos de médio e alto padrão.<br>Estabelecer parcerias com agentes estratégicos e ganho de market share.<br>Ao que se refere a tipologia das alianças firmadas, a empresa almeja firmar alianças complementares para aproveitar oportunidades de investimentos, combinando competências e alinhando interesses junto aos demais sócios investidores, que assumem a postura do gestor imobiliário do projeto (alianças complementares verticais).<br>Em termos de domínio, a proposta consiste em participações minoritárias no capital social da SPE (inferior a 50%) de cada projeto investido. |

**Fonte: Autor**

### 3.4.2. IDENTIFICAÇÃO DE MEIOS

Quanto a identificação do capital financeiro exigível pelos empreendimentos de interesse de investimento da Empresa X, segundo seu modelo de negócio, destacam-se os recursos próprios dos sócios empreendedores, recursos oriundos do encaixe da receita de comercialização do produto imobiliário e, por fim, recursos externos/financiados, captados frente a instituições financeiras.

Dito isso, tendo em vista a necessidade da referida captação, a companhia prioriza a realização do investimento em projetos estruturados junto a sócios empreendedores (empresas incorporadoras) que apresentem situação financeira suficientemente sólida, de modo que aquelas instituições aceitem suas fianças corporativas como garantia ao financiamento à produção. Tal critério busca mitigar a hipótese do comprometimento da capacidade do parceiro incorporador em contratar financiamento, de modo a fazer resultar na indisponibilidade do crédito imobiliário para o projeto oportuno.

Sob essa ótica (crédito imobiliário), em termos macroeconômicos, quando da análise do presente estudo, há de se considerar a conjuntura do baixo nível no saldo de recursos da caderneta de poupança, o que pode implicar em uma circunstância de maior restrição na disponibilidade de crédito por parte das corporações financeiras. Tal cenário tornaria o custo do capital mais caro, de modo a, eventualmente, comprometer a equação de fundos dos negócios imobiliários.

Por fim, quanto aquele primeiro recurso financeiro (capital próprio), o autor realça como política da Empresa X o investimento em projetos no qual o sócio empreendedor (empresa incorporadora) seja, igualmente, acionista relevante do negócio imobiliário. Busca-se, desse modo, potencializar um alinhamento de interesses, a fim de que tal agente seja diretamente afetado pelo resultado econômico-financeiro da oportunidade de investimento, uma vez que seu interesse não esteja pautado exclusivamente na apuração da taxa de gestão imobiliária.

### 3.4.3. EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO

De acordo com Rocha Lima (2011), a essa altura o empreendedor já pode identificar com certa qualidade os padrões de desempenho que podem ser alcançados pelas transações financeiras no mercado competitivo, reconhecendo o que lhe seria típico de atuação. Pelo fato de a Empresa

já possuir um portfólio de investimento em EIR para venda, há de se considerar seus parâmetros comportamentais, enquanto suas respectivas estruturas de negócio.

Importante destacar, entretanto, que por se tratar de um mercado com caráter cíclico, o empreendedor deverá especular sobre suas fases e seu comportamento esperado para o momento da análise. Aqueles padrões comportamentais observados pelos demais ativos constituintes de sua carteira de investimento não devem ser tratados como premissas invariáveis (rígidas) de desempenho. Para tanto, o autor realça a preferência da companhia em oportunidades de investimento endereçadas ao mercado imobiliário de médio e alto padrão da capital paulista, tendo em conta projetos a serem desenvolvidos em terrenos com área aproximada de 1.500 m<sup>2</sup> e que façam resultar em VGV potencial total não inferior a R\$ 70.000 mil.

Como premissa da empresa, a fim de que seus investimentos apresentem indicadores econômicos e financeiros julgados satisfatórios, assume-se como cenário referencial que o empreendimento imobiliário deva ser lançado ao mercado em um prazo de 8 a 12 meses posterior a efetiva aquisição do terreno (o qual represente um custo aproximado de 30% do VGV potencial).

Ainda, sublinha-se a preferência pelo investimento em projetos capazes de serem desenvolvidos em um prazo médio de 24 meses, tendo seu início de construção após 6 meses do lançamento.

Além do mais, há de se considerar, também, a eficiência do relacionamento com instituições bancárias, de modo que o prazo de repasse e amortização do financiamento contratado ocorra em um período de 4 e 5 meses.

Já com relação ao custo efetivo de contratação desse financiamento, a companhia assume como tese valores da ordem de 6,23% equivalente anual, tendo em conta juros contratados junto a instituições financeiras de 12% equivalente anual, taxa referencial (TR) de 1% equivalente anual (saldo devedor nominal ajustado à TR) e um indicado inflacionário da economia (IPCA) de 6,5%<sup>44</sup>.

Por fim, ainda relativamente aos dados associados ao financiamento à produção, enquanto cenário referencial, assume-se que tais contratos sejam correspondentes ao volume de até 80% da parte financiável do orçamento.

---

<sup>44</sup> Relativamente a outros indicadores inflacionários, assume-se uma inflação setorial (INCC) de 8,0% e um índice de preços de imóveis residenciais de 5,5%. Realça-se, para tanto, a data base do estudo de caso abril/2023.

### 3.4.4. EQUACIONAMENTO DOS MEIOS

Conforme citado anteriormente, a fase de equacionamento dos meios nada mais seria do que a análise combinada dos objetivos definidos pela empresa com os meios que lhe são disponíveis. Em consonância com as práticas do mercado de Real Estate, a Empresa X busca atuar segundo uma estrutura financeira de maior alavancagem, de modo que os projetos por ela investidos sejam suportados por recursos próprios dos respectivos sócios investidores, recursos derivados do encaixe do preço e, por fim, recursos financiados.

Em termos paramétricos, tendo em conta uma expectativa protótipo de velocidade de venda<sup>45</sup>, a Tabela 16 a seguir destaca uma proposição de estruturação da equação de fundos das oportunidades de investimentos almejadas pela companhia:

**Tabela 16 – Equação de Fundos (Identificação de Meios)**

| <b>Contas de implantação (+ PP&amp;M antes do lançamento)</b> |     |
|---|-----|
| Recursos próprios (Investimento)                              | 50% |
| Recursos financiados  | 30% |
| Recursos de venda   | 20% |

**Fonte: Autor.**

Os dados destacam que das despesas totais de implantação ( $T_i$ )<sup>46</sup> a serem custeadas no projeto, 50% deverão ser arcadas segundo o capital próprio de investimento dos sócios (INV), enquanto 30% seriam custeadas pelo desembolso líquido dos recursos financiados (financiamento à produção - Finpro) e apenas 20% seriam suportadas pelo encaixe da receita de venda das unidades comercializáveis (V). Realça-se que, para esse último caso, o montante faz referência, ainda, a um recebimento padrão do preço arbitrado quando do empreendimento protótipo, correspondendo ao saldo do custo de implantação, após o encaixe do montante dos recursos de investimento e dos recursos financiados.

$$V = T_i - (INV + \text{Finpro})$$

<sup>45</sup> 40% das unidades sendo comercializadas quando do lançamento e o restante até a entrega do empreendimento. Ainda, o preço seria pago tendo em vista um sinal de 10%, parcelas mensais até as chaves (20%) e, finalmente, 70% do valor de comercialização sendo financiado junto a instituições financeiras (repassé).

<sup>46</sup> Despesas totais de implantação ( $T_i$ ) englobam os custos relativos ao terreno, contas da estruturação e da construção, margem de contribuição para CGA, além das contas de propaganda e marketing realizáveis antes do lançamento.



### 3.4.5. DEFINIÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Enquanto proposição da análise da política de investimento, o autor buscou explorar em diferentes agentes do mercado práticas diversas de atuação, consolidando para o presente estudo diretrizes de uma política ilustrativa capaz de representar comportamentos de mercado.

Importante realçar que a exploração da política de investimento enquanto etapa do processo de planejamento estratégico de agentes de mercado do real estate residencial não integra os objetivos do referido trabalho. Do contrário, o intuito do autor é discutir as diversas etapas, sem abordar peculiaridades de agentes específicos.

Dito isso, destaca-se que a abordagem da política de investimento específica da Empresa X, ou de qualquer outro agente de mercado, não será exposta neste trabalho. Sendo assim, a Tabela 17 ilustra de forma exemplificada fatores de análise tratados enquanto definição de política de investimento observados segundo diversas empresas atuantes do mercado do real estate.

**Tabela 17 – Fatores de Política de Investimento**

| <b>Política de Investimento</b> |   |
|---------------------------------|---|
| Critério de Concentração        | A gestão deve respeitar limites máximos de capital comprometido em um único empreendimento imobiliário, conforme valor apurado no momento do investimento no respectivo empreendimento imobiliário.   |
| Direito a voto                  | A gestão só poderá investir em oportunidades de investimento as quais lhe assegurem direito a voto enquanto definição do plano de negócio.  |
| Público-alvo                    | Segmentação de um mercado segundo um determinado subconjunto de clientes. A subdivisão busca reconhecer públicos que venham a ser influenciados por fatores pessoais de forma semelhante, permitindo à gestão a capacidade de atendimento as suas necessidades e anseios de forma mais assertiva. |
| Localização                     | Segmentação de um mercado segundo um determinado subconjunto de espaço geográfico. A subdivisão busca reconhecer públicos que venham a ser influenciados por fatores pessoais de forma semelhante, permitindo à gestão a capacidade de entendimento das demandas locais de forma mais assertiva.  |
| Taxa de atratividade            | A gestão deve estabelecer o que deseja como parâmetro de rentabilidade mínima a ser alcançado quando da análise de oportunidades de investimento para assumir o risco de empreender.  |
| Margem                          | A gestão deve estabelecer o que deseja como parâmetro mínimo de margem sobre o preço a ser alcançado quando da análise de oportunidades de investimento para assumir o risco de empreender.   |
| ROI                             | A gestão deve estabelecer o que deseja como parâmetro mínimo de Retorno sobre o Capital Investido a ser alcançado quando da análise de oportunidades de investimento para assumir o risco de empreender.  |
| Parceiro Incorporador           | A gestão deve estabelecer condicionantes enquanto análise de eventual parceiro investidor do negócio imobiliário.   |
| VGv                             | A gestão deve estabelecer critério mínimo a ser alcançado enquanto valor geral de venda do empreendimento oportunidade de investimento.   |

**Fonte: Autor.**

#### 3.4.6. BUSCA DE EMPREENDIMENTOS

Quanto a busca de empreendimentos, o autor destaca que o processo envolve uma ação contínua e ininterrupta de prospecção de novos negócios, que preencham potencialmente as diretrizes traçadas enquanto as etapas anteriores, com referência aos requisitos de qualidade e que apresentem sinergia com a política de investimento definida.

Importante destacar que a partir desse momento o empreendedor já não trabalha mais com empreendimentos protótipos. Do contrário, o cenário de análise está sob a ótica de empreendimentos concretos/reais.

#### 3.4.7. INVESTIMENTOS EXIGIDOS E RETORNO VIÁVEL

Para o reconhecimento do programa de investimento exigido à implantação da oportunidade de investimento a ser escolhida e que tenha, anteriormente, atendido aos padrões referenciados nesse planejamento financeiro, assim como a mensuração do seu potencial de geração de retorno, foi elaborada a Tabela 18 adiante<sup>47</sup>. Sublinha-se, para tanto, que os indicadores elencados foram estabelecidos por meio da AQI e do balanço do empreendimento proposto, em R\$ mil da data base, acima da inflação.

A análise apresentada pauta-se segundo duas perspectivas de abordagem: i. investimento puro, a qual retrata efetivamente a capacidade de geração de resultado da oportunidade de investimento (sem financiamento); e ii. o empreendedor no empreendimento, cujos indicadores demonstram os resultados alcançados pelo empreendedor no empreendimento, segundo sua estratégia de formatação de funding (com financiamento).

---

<sup>47</sup> O autor destaca que a qualificação da oportunidade de investimento será abordada posteriormente no decorrer deste trabalho. Ainda, realça-se que os números apresentados correspondem ao projeto como um todo. Logo, os valores relativos a cada um dos sócios deverão ser calculados diante de suas respectivas participações proporcionais.

Tabela 18 – Indicadores de interesse (valores na data base de out/23).

| <b>Indicador</b>                   | <b>Empreendimento<br/>(sem financiamento)</b> | <b>Empreendedor<br/>(com financiamento)</b> |
|------------------------------------|---|---|
| Investimento                       | R\$ mil 55.129                                | R\$ mil 40.854                              |
| Retorno                            | R\$ mil 91.290                                | R\$ mil 74.787                              |
| Recursos financiados <sup>48</sup> | -   | R\$ mil 27.678                              |
| Fator de alavancagem <sup>49</sup> | 1,57  | 2,11  |

Fonte: Autor.

A segregação da análise permite ao tomador da decisão compreender, no primeiro caso, a capacidade que o empreendimento possui de gerar retorno enquanto suas características próprias, ou seja, considerando apenas o fluxo de receita de venda e despesas a serem incorridas pela SPE. No segundo momento, os mesmos indicadores permitem medir a eficiência que o empreendedor (sócios) poderia alcançar ao considerar para além dos seus próprios recursos, recursos externos.

Os dados demonstram a maior eficiência atingida em termos de nível de produção quando se compara a segunda análise em detrimento da primeira. Em síntese, no primeiro instante o empreendedor teria um nível de produção de 1,57 para cada unidade de capital próprio investido, enquanto no segundo cenário esse valor seria de 2,11.

#### 3.4.8. ESCOLHA DOS EMPREENDIMENTOS

O empreendedor deve atuar com objetivo de proceder a escolha de oportunidades de investimento que supram as diretrizes de planejamento e estratégia gerencial traçadas. Nesse momento, o empreendedor em questão deverá seguir, previamente a AQI, com uma gama de análises adicionais capazes de lhe proporcionar, além de uma melhor capacidade de seleção das oportunidades à disposição, um melhor embasamento de informações necessárias à qualidade daquela avaliação. Pascale (2005) afirma que para a tomada de decisão, o empreendedor deve se certificar de ter acessado todos os dados disponíveis acerca da oportunidade de investimento, uma vez que o grande volume de investimento exigido enfatiza a necessidade de informações compatíveis com os riscos atrelados.

<sup>48</sup> Recursos líquidos (Liberação – Juros).

<sup>49</sup> Representado pela relação Custeio/Investimento, corresponde ao nível de produção programado para cada unidade de capital próprio investido. No caso, para o presente estudo, a monta de recursos necessários a implantação do empreendimento correspondera a R\$ 81.991 mil, dos quais R\$ 40.854 mil seriam arcados por capital próprio (investimento), R\$ 27.678 mil seriam suportados por recursos externos/financiados e R\$ 13.459 mil seriam correspondentes a receita de vendas.

Logo, deverá efetuar a análise imobiliária, na qual considerará a atratividade do empreendimento do ponto de vista imobiliário, assim como a eventual análise do parceiro investidor, que quando se tratando do parceiro incorporador, se avaliará a sua capacidade enquanto gestor imobiliário, sócio e garantidor de financiamento.

Por fim, deverá idealmente realizar, ainda, análises enquanto as garantias jurídicas, ambientais e comerciais do projeto (Processo de Diligência), de modo a mitigar a possibilidade de ocorrência futura de apontamentos capazes de comprometer a continuidade do ciclo do empreendimento, assim como garantir as boas condições competitivas de aquisição do terreno correspondente ao empreendimento. Isso posto, tal proposição de análise poderá ser realizada diante de diversas ferramentas de gestão empresarial, de modo que no presente estudo, o autor optará pelo uso da análise SWOT, conforme abordagem posterior.

### 3.5. OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO (O.I.)

Adiante sintetiza-se a oportunidade de investimento analisada pela Empresa X, com dados referentes a sua análise da qualidade de investimento (AQI), no que tange ao seu cenário referencial de desempenho.

Oportunamente, destaca-se que diferentes veículos de investimento são passíveis enquanto estruturação do negócio imobiliário, de modo que o nível dos riscos associados ao investimento pode lhe estar diretamente relacionado. A título de exemplificação, nas sociedades de propósito específico (SPEs) todos os sócios possuem responsabilidade jurídica, enquanto as sociedades em conta de participação (SCPs) apenas o sócio ostensivo detém tal responsabilidade.<sup>50</sup> Para o caso em questão, a oportunidade de investimento foi estruturada segundo aquele primeiro veículo citado, de modo que, inclusive, a Empresa X contribuiria nas tratativas de contratação dos recursos referentes ao financiamento imobiliário diante de instituições financeiras.<sup>51</sup>

#### Oportunidade de Investimento – O.I.

Como oportunidade de investimento (O.I.), analisa-se a participação societária da Empresa em um empreendimento protótipo “P1”, a ser desenvolvido, hipoteticamente, no bairro do Itaim Bibi, região sul de São Paulo. Também por hipótese, o empreendimento consistiria em um produto imobiliário a ser desenvolvido pelo mesmo sócio incorporador dos ativos 3; 11; 12 e

---

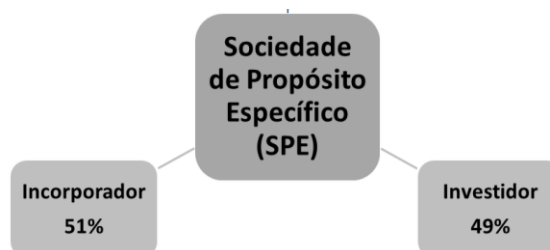
<sup>50</sup> Os sócios participantes configuram-se juridicamente como sócios ocultos.

<sup>51</sup> A Empresa X oferece garantias financeiras na proporção de sua participação do capital social da sociedade.

13 (Parceiro D). Desse modo, no caso de concretização da parceria, em um total de 17 empreendimentos em portfólio, o referido incorporador seria o sócio majoritário da SPE em 5 deles.

Ainda, para fins de contextualização, destaca-se que o negócio imobiliário compreenderia em uma participação de 49% no capital social da SPE, conforme a representação da Figura 25 a seguir. Isso posto, destaca-se que o restante da composição societária (51%) deveria ser integralmente assumida pela figura daquele citado parceiro.

**Figura 25 – Estrutura societária (Oportunidade de investimento)**



**Fonte: Autor**

No que tange a caracterização do mencionado protótipo, a oportunidade de investimento consistiria no desenvolvimento de um produto imobiliário voltado ao mercado de alta renda, reconhecidamente como público potencial da região em questão. Sendo assim, em sinergia com as tipologias construtivas possíveis de serem observadas no entorno, o empreendimento consistiria em um produto de uso misto, com unidades residenciais e comerciais integradas na mesma edificação. A Tabela 19 abaixo sintetiza a ficha técnica do empreendimento.

**Tabela 19 – Ficha técnica (Oportunidade de investimento)**

| <b>Ficha Técnica</b> |                    |                                     |
|----------------------|--------------------|-------------------------------------|
| Comercial            | Conjunto comercial | 1 unidade - 616,38 m <sup>2</sup>   |
|                      | Loja               | 1 unidade - 492,14 m <sup>2</sup>   |
| Residencial          | c/ 2 vagas         | 20 unidades - 167,85 m <sup>2</sup> |
|                      | c/ 4 vagas         | 2 unidades - 318,92 m <sup>2</sup>  |

**Fonte: Autor**

Tal projeto seria erguido em terreno de 1.435 m<sup>2</sup>, localizado nas proximidades da Rua Joaquim Floriano. Com referência ao seu custo de aquisição, a área seria negociada prevalentemente segundo um pagamento em dinheiro no montante total de R\$ 32.931 mil, da data base do estudo.

**Tabela 20 – Custos do terreno (Oportunidade de investimento)**

| Custo do Terreno | Custo do Terreno  | Prazo   | Início | Término |
|------------------|-------------------|---------|--------|---------|
| %                | (R\$ mil da base) | (meses) | (mês)  | (mês)   |
| 100%             | 32.931            | 2       | Nov/23 | Dez/23  |

**Fonte: Autor**

Conforme indicado na Tabela 20 anterior, o pagamento integral ocorreria durante os meses de novembro e dezembro de 2023. No entanto, quando da Análise da Qualidade do Investimento, o cenário de desembolso, por consideração, seria majoritariamente de ocorrência naquele primeiro mês. Ademais, haveria, ainda, uma negociação de permuta física da fração de uma unidade residencial e uma unidade comercial do projeto, potencializando à figura do terrenista um VGV permutado de R\$ 2.880 mil.

**Tabela 21 – Permuta física (Oportunidade de investimento)**

| Permuta Física         |                     |
|------------------------|---------------------|
| Tipologia              | Unidades Permutadas |
| Residencial c/ 2 vagas | 0,24                |
| Loja                   | 0,24                |

**Fonte: Autor**

Quanto ao projeto protótipo em si, a concepção de produto possibilitaria à sociedade empreendedora (SPE) uma receita bruta de venda de, aproximadamente, R\$ 139.264 mil, na data base, pelo IPCA (líquida de permuta). Ainda, para efeitos de análise, o projeto seria lançado no mês de março de 2024, com o início de construção previsto para o mês de setembro do mesmo ano e finalização em agosto de 2026, totalizando um ciclo de obra de 24 meses.

Já com relação a inserção de mercado, a velocidade de venda assumida em cenário referencial, correspondera a comercialização de 50% das respectivas unidades residenciais durante a fase de lançamento, ao passo que o estoque restante seria negociado no decorrer do período de construção.

**Tabela 22 – Cenário referencial (Oportunidade de investimento)**

| Período      | Percentual de Vendas |
|--------------|----------------------|
|              | (%)                  |
| Lançamento   | 50%                  |
| Sustentação  | 50%                  |
| Pós - Chaves | -                    |

**Fonte: Autor**

Relativamente as despesas da implantação do empreendimento, a Tabela 29 adiante sumariza a previsão de recursos que seriam necessários a serem assumidos pela SPE para cada grupo destacado.

**Tabela 23 – Custos de implantação da oportunidade de investimento (valores na data base de out/23).**

| <b>Contas de Implantação</b>                          | <b>Custo (R\$ mil da base)</b> |
|---|--------------------------------|
| Contas da aquisição do terreno                        | 974                            |
| Contas vinculadas a validação do terreno              | 3.336                          |
| Estruturação do empreendimento                        | 5.692                          |
| Contas da construção                                  | 40.104                         |
| Gestão imobiliária e Taxa de administração financeira | 4.264                          |

**Fonte: Autor**

Os valores indicam um montante de custo da ordem de R\$ 54.370 mil, da data base, pelo IPCA, dos quais, aproximadamente, 6% seriam correspondentes às contas vinculadas a validação do terreno. Tal desembolso refere-se ao custo da outorga onerosa que seria necessário a ser pago para validação/aprovação do projeto.

Segundo a Tabela, ainda, observa-se um custo de R\$ 4.264 mil, da mesma base de análise, referente a despesa de gestão imobiliária e taxa de administração financeira, correspondente a um percentual de 3% do VGV total do empreendimento imobiliário.

Por fim, o custo da estruturação totalizaria 6,5% da monta integral de custo de implantação do protótipo, enquanto, naturalmente, o custo de construção seria a despesa de maior peso. Já a despesa referente a aquisição do terreno, corresponderia a alíquota do ITBI cobrada quando de sua aquisição (3% sobre o valor nominal de R\$ 32.583 mil).

Quanto ao financiamento à produção, a análise da qualidade da oportunidade do investimento considera uma contratação segundo uma taxa de juros de TR acrescida de 11% ao ano. Ademais, seria financiado um volume correspondente a 80% dos custos de construção e estruturação do projeto, equivalente a uma liberação de R\$ 30.937 mil, na data base, pelo IPCA.

### 3.5.1. ANÁLISE SWOT

A partir dos dados retratados quando da oportunidade de investimento protótipo, a análise estrutural do portfólio da companhia apresentado e tendo em vista, ainda, os fatores macroeconômicos e mercadológicos discutidos, o presente estudo de caso desenvolveu a abordagem SWOT da O.I., a fim de estudar seus fatores positivos e negativos, bem como os potenciais impactos que o investimento seria capaz de proporcionar à carteira de ativos em questão.

Quanto ao reconhecimento dos aspectos negativos de que se fala, realça-se a importância da avaliação daquelas propostas de gestão estratégicas que seriam capazes, eventualmente, de preveni-los, transferi-los ou mitigá-los.

Destaca-se que a rotina de avaliação SWOT desenvolvida busca agregar aos parâmetros quantitativos da análise da qualidade do investimento, premissas qualitativas possíveis de enriquecerem e contribuir com a fundamentação necessária ao processo decisório do empreendedor, sendo ambas complementares entre si.

Isso posto, será elencado adiante a matriz SWOT genérica desenvolvida, a qual retratou aspectos diretamente ligados à oportunidade de investimento, assim como seus eventuais impactos no portfólio em questão. Conforme a proposta, os fatores internos (forças e fraquezas) e os fatores externos (oportunidades e ameaças) são apontados no Quadro 2 a seguir:

**Quadro 2 – Análise SWOT aplicada ao estudo de caso.**

|   |   |
|---|---|
| <p style="text-align: center;"><b>FORÇAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Preço do m<sup>2</sup></li> <li>- Padrão construtivo</li> <li>- Localização privilegiada</li> <li>- Atratividade dos indicadores econômicos e financeiros</li> <li>- Conceito / Proposta de produto</li> <li>- Diversificação</li> <li>- Reposição de ativos na carteira</li> </ul> | <p style="text-align: center;"><b>FRAQUEZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tamanho da área privativa das unidades</li> <li>- Quantidade de vagas de garagem</li> <li>- Inexistência de estação de metrô nas proximidades</li> <li>- Preço de comercialização</li> </ul> |
| <p style="text-align: center;"><b>OPORTUNIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Parceiro</li> </ul>  | <p style="text-align: center;"><b>AMEAÇAS</b></p>   |



|  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Indisponibilidade de terrenos na região</li> <li>- Baixo volume de lançamentos</li> <li>- Expectativa de redução da taxa básica de juros</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Percepção de valor do público-alvo / Exigências.</li> <li>- Postergação de prazos</li> <li>- Estoque total (São Paulo)</li> <li>- Níveis da caderneta de poupança</li> <li>- Piora do cenário macroeconômico</li> <li>- Velocidade de venda de produtos de alto padrão</li> <li>- Enquadramento de renda quando da compra</li> </ul> |
|--|---|

**Fonte: Autor**

### 3.5.1.1. FORÇAS

Tendo em vista a matriz SWOT supramencionada, pôde-se destacar as principais forças reconhecidas quando da oportunidade de investimento no empreendimento protótipo definido, as quais serão neste momento exploradas tanto sob a ótica do produto imobiliário em si, como, também, segundo o prisma do portfólio existente e os impactos que lhe seriam proporcionados.

Sendo assim, há de se considerar a localização do terreno da O.I. como um dos seus principais pontos fortes. Em sinergia com a preferência do empreendedor enquanto atuação nas regiões sul e oeste da capital paulista, referida oportunidade de investimento estaria localizada em um dos bairros mais nobres daquela primeira região administrativa (Itaim Bibi).

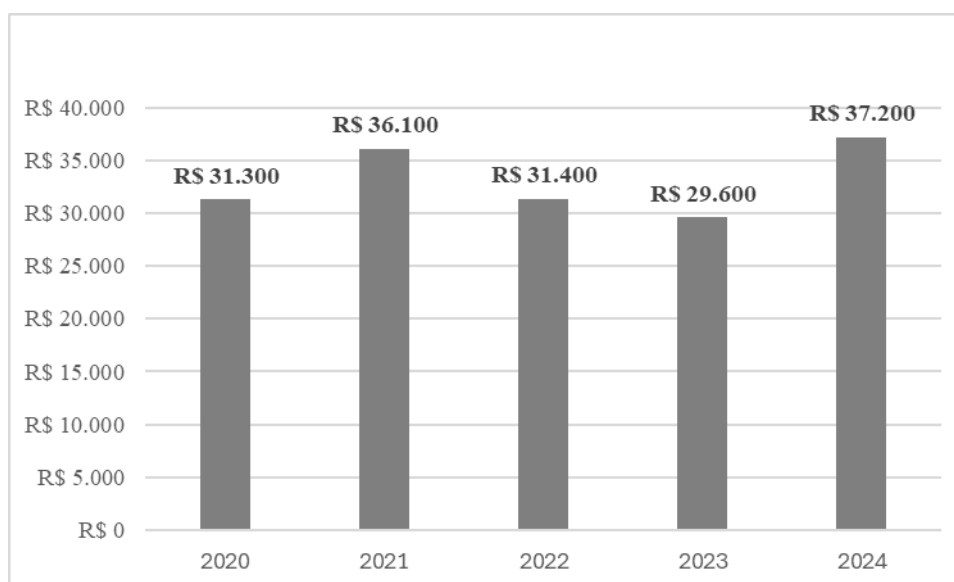
Fato é que o referido bairro se destaca como importante região residencial e comercial da cidade, reconhecidamente habitado por uma população de classe média e média-alta renda. A integração existente entre empreendimentos residenciais e comerciais mostra-se como um fator relevante de análise para aquele público-alvo que busca por moradias próximas de suas regiões de trabalho. Ainda, o bairro é favorecido pelo fácil acesso a importantes vias de movimentação urbana da cidade, como por exemplo, as Avenidas Cidade Jardim, Santo Amaro, Nove de Julho e Brigadeiro Faria Lima. Além disso, está a poucos minutos da Marginal Pinheiros, das Avenidas das Nações Unidas, dos Bandeirantes, Brasil e Rebouças.

Desse modo, seus moradores e frequentadores são beneficiados pelo fácil acesso ao transporte público, tendo em vista a circulação de diversas linhas de ônibus nessas vias, como também, pelo fato de a região contar, ainda, com duas estações de trem (Cidade Jardim e Vila Olímpia).

Finalmente, quanto a análise da microlocalização, o terreno correspondente ao empreendimento oportunidade de investimento possui, ainda, em suas proximidades diversas opções de ensino, lazer e gastronomia, os quais corroboram a qualidade e diferencial da localização.

Além desses fatores, a O.I. seria concebida tendo em conta um produto imobiliário a ser comercializado a um preço médio do m<sup>2</sup> de área privativa de R\$ 30.000,00. Fato é que o referido valor está alinhado aos preços observados quando da análise da oferta competitiva dos produtos similares então lançados nas proximidades. A Figura adiante ilustra a média do preço nominal do m<sup>2</sup> lançado na região, com uma distância de até 1 km do terreno objeto de estudo.

**Figura 26 – Preço médio de lançamento na região de interesse.**



**Fonte: Autor.**

A partir dos dados apresentados, pode-se verificar o forte posicionamento competitivo do produto protótipo, uma vez que o seu preço de comercialização estaria marginalmente abaixo da média histórica dos preços de lançamento observados nos últimos anos.

Quanto a atratividade dos indicadores econômicos e financeiros, o fato é que a oportunidade de investimento, quando do cenário referencial, teria o potencial de proporcionar ao empreendedor resultados satisfatoriamente superiores as suas condições mínimas de atratividade. Tendo em vista as premissas anteriormente apresentadas, o “cenário base” do investimento individualmente proporcionaria ao empreendedor uma taxa interna de retorno de 24,02% a.a., acima da inflação, pelo IPCA. Ainda, sua margem sobre o preço (MP) correspondera a 23,87%. A Figura adiante sintetiza as principais informações econômico-financeiras do empreendimento:

**Figura 27 – Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento.**

| Indicadores de funding e da qualidade do investimento          |   |                     |
|--|---|---------------------|
| valores em R\$ mil da data base, pelo Ipca                     |   |                     |
| investimento + financiamento   - indicadores do empreendimento |   |                     |
|  |   | cenário referencial |
| investimentos exigidos   |   | 40.854              |
| retorno dos investimentos                                      |   | 74.787              |
| resultado dos investimentos no empreendimento                  |   | <b>33.932</b>       |
| taxa de retorno esperada dos investimentos                     | % ano equivalente depois de impostos                      | <b>24,02%</b>       |
|  | múltiplo do CDI equivalente<br>CDI a 9,50% e Ipca a 4,50% | <b>3,67</b>         |
| margem sobre o preço   |   | <b>23,87%</b>       |

**Fonte: Autor.**

Ainda, considerando o cenário referencial supracitado da oportunidade de investimento, bem como o impacto potencial que causaria no portfólio consolidado de ativos, necessário se faz considerar o percentual da participação societária do SGI no capital social da oportunidade de investimento.

Sendo assim, tendo em vista o objetivo da companhia, no que se refere ao seu planejamento estratégico (participações minoritárias frente ao quadro societário das SPEs de cada projeto investido), avalia-se o referido cenário diante de uma participação societária de 49% do SGI no negócio imobiliário.

Sob tal ótica pode-se perceber uma leve melhora nos seus indicadores econômicos e financeiros, representada por um aumento da ordem de 0,3 pontos percentuais na taxa interna de retorno (TIR), quando comparada com aquele cenário inicial do portfólio (*ex-O.I.*), enquanto a margem sobre o preço (MP) aumentaria, aproximadamente, 1,38 pontos percentuais, conforme a tabela adiante:

**Tabela 24 – Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I. e após o investimento (cenário referencial).**

| Indicadores do Portfólio      |                 |                   |
|-------------------------------|-----------------|-------------------|
|                               | Cenário inicial | Cenário após O.I. |
| TIR (a.a., acima da inflação) | 22,19 %         | 22,48 %           |
| MP                            | 14,73 %         | 16,11 %           |

Fonte: Autor.

Em síntese, o investimento da companhia no referenciado ativo, além de lhe promover estabilidade e sustentabilidade econômica, tendo em vista uma continuidade de investimento em oportunidades capazes de rentabilizar seus recursos financeiros a patamares já médios e aceitáveis, lhe proporciona um melhor posicionamento frente a segurança do portfólio para com eventuais quebras de preço e/ou aumento de custos.

Além disso, há que se avaliar a representatividade de cada ativo frente a nova configuração do portfólio, quando da análise de seu desempenho econômico e financeiro. Sendo assim, para tal ilustração, pode-se interpretar a Tabela 25 adiante:

**Tabela 25 – Análise comparativa da representatividade de desempenho econômico e financeiro de cada empreendimento para com a performance global do portfólio (cenário referencial).**

|          | Fase            | Representatividade | Representatividade |
|----------|-----------------|--------------------|--------------------|
|          |                 | TIR (%)            | MP (%)             |
| Ativo 1  | Pós-implantação | 12,4               | 8,2                |
| Ativo 2  | Pós-implantação | 2,4                | 1,8                |
| Ativo 3  | Construção      | 6,1                | 6,3                |
| Ativo 4  | Pós-implantação | 3,9                | 2,6                |
| Ativo 5  | Construção      | 2,9                | 4,1                |
| Ativo 6  | Construção      | 2,9                | 1,9                |
| Ativo 7  | Pós-implantação | 1,7                | 1,6                |
| Ativo 8  | Construção      | 2,4                | 2,6                |
| Ativo 9  | Construção      | 3,1                | 2,2                |
| Ativo 10 | Construção      | 14,7               | 13,9               |
| Ativo 11 | Construção      | 4,4                | 5,6                |
| Ativo 12 | Lançamento      | 7,4                | 7,6                |
| Ativo 13 | Lançamento      | 6,4                | 5,8                |
| Ativo 14 | Construção      | 2,1                | 1,8                |

|          |              |      |      |
|----------|--------------|------|------|
| Ativo 15 | Construção   | 5,2  | 5,0  |
| Ativo 16 | Lançamento   | 5,1  | 6,9  |
| O.I.     | Estruturação | 16,7 | 22,3 |

Fonte: Autor.

Face ao exposto, é possível avaliar a nova concentração de risco do referido portfólio, considerando, para tanto, a importância de cada empreendimento para com sua taxa interna de retorno e margem sobre o preço.

A partir da Tabela apresentada, pode-se perceber a diminuição da representatividade de contribuição de cada ativo em carteira. Por exemplo, sob a nova configuração de portfólio, o Ativo 10 deixara de ter uma representatividade de 17,9% frente a margem sobre o preço MP do portfólio, para contribuir, a partir de então, com 13,9% desse indicador.

Ainda, conforme os dados, percebe-se que a oportunidade de investimento apresentaria uma relevante influência para com o referido indicador, tendo a maior representação frente ao portfólio consolidado (22,3%).

Quanto a representatividade concernente a taxa interna de retorno, nota-se, igualmente, atenuação do grau de influência de cada ativo. A partir dos números, verifica-se, também, que a oportunidade de investimento estaria entre os três empreendimentos em carteira com maior influência no desempenho econômico do portfólio. Sendo assim, tendo em conta um cenário estressado de mau desempenho<sup>52</sup>, referidos empreendimentos teriam um maior potencial de contribuir negativamente para com sua performance global.

Isso posto, por hipótese, em um cenário de gestão de risco, o empreendedor pode avaliar o seu grau de participação em oportunidades de investimento, de modo a diminuir ou aumentar a sua representatividade diante do todo<sup>53</sup>.

A partir dos dados, pode-se avaliar, também, a composição da taxa interna de retorno do portfólio frente a fase do ciclo do real estate dos empreendimentos. Ou seja, quanto os

<sup>52</sup> Há de se considerar os diferentes níveis de risco que tais ativos estejam sujeitos, uma vez que se encontram em diferentes fases do ciclo imobiliário.

<sup>53</sup> Por exemplo, o empreendedor pode avaliar se, eventualmente, empreendimentos com maiores níveis de riscos atrelados não deveriam ter menores representatividades frente a consolidação da carteira, ao passo que performances aquém daquelas esperadas quando do investimento, não façam resultar em maiores deteriorações dos resultados do portfólio.

empreendimentos que estão em fase de lançamento, construção ou pós-implantação estão contribuindo para com os indicadores da carteira.

Dito isso, as Tabelas a seguir ilustram a representatividade do indicador de desempenho econômico do portfólio frente as diferentes fases do ciclo do negócio imobiliário de seus ativos constituintes:

**Tabela 26 – Análise da representatividade para com a taxa interna de retorno do investimento no portfólio, frente as diferentes fases do ciclo do real estate residencial para venda (condição inicial “*ex-O.I.*”).**

|                         | Contribuição TIR                          |
|-------------------------|---|
| Portfólio               | 22,19% a.a., acima da inflação, pelo IPCA |
| Custo de oportunidade   | 5,26% a.a., efetivo.                      |
| Fase de lançamento      | 22 %                                      |
| Fase de construção      | 53 %                                      |
| Fase de pós-implantação | 25 %                                      |

**Fonte: Autor.**

**Tabela 27 – Análise da representatividade para com a taxa interna de retorno do investimento no portfólio, frente as diferentes fases do ciclo do real estate residencial para venda (condição após O.I.).**

|                         | Contribuição TIR                          |
|-------------------------|---|
| Portfólio               | 22,48% a.a., acima da inflação, pelo IPCA |
| Custo de oportunidade   | 5,26% a.a., efetivo.                      |
| Fase de estruturação    | 17%                                       |
| Fase de lançamento      | 19 %                                      |
| Fase de construção      | 44 %                                      |
| Fase de pós-implantação | 20 %                                      |

**Fonte: Autor.**

Percebe-se que, quando do cenário inicial (*ex-O.I.*), a maior parte do desempenho econômico do portfólio está concentrada nos empreendimentos em fase de construção (53% da taxa interna de retorno) e pós-implantação (25% da taxa interna de retorno), de modo que, tendo em mente a continuidade do negócio imobiliário da empresa, faz-se necessário a reposição de seus ativos

investidos, ao passo que sob a ótica da análise SWOT, seria essa mais um fator positivo (FORÇA) da oportunidade de investimento<sup>54</sup>.

Quanto ao aspecto da diversificação do portfólio, relativamente a análise geográfica, tem-se que a carteira de ativos praticamente não sofreria alteração enquanto configuração, mantendo-se, para tanto, diversificada.

$$IDG_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_i^n \left( \frac{VGV_{i,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$IDG = 1 - \left( \left( \frac{31.034}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{40.025+27.008+17.108+7.694}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{22.060+52.024+69.651}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{16.011+20.049+12.126}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{29.808}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{7.796}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{29.584}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{32.719}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{7.302}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{39.880}{461.879} \right)^2 \right)$$

$$IDG = 0,82$$

Com relação a diversificação sob o prisma de produto, assim como quando do índice anterior, a nova condição estrutural do portfólio praticamente não estaria sujeita a alterações de diversificação, relativamente ao seu indicador de medição.

$$IDP_{j,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{VGV_{s,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$IDP = 1 - \left( \left( \frac{8.809}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{15.193+49.347}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{2.916+7.635+20.048+20.247+17.936+20.302}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{27.541}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{11.337}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{3.019}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{1.311}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{28.342+52}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{981+641+1.064+146}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{832+12.273+439+2.936}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{21.739+786+128+1.161}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{157+391+11.939}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{242+605}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{271}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{2.516+4.493+1.042+723+7.893+8.021+4.895+5.134+4.215+522+2.608+2.124+3.814}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{9.964+667+3.188+100+6.790+7.138+2.089+4.945+12.838+1.841+15.716+3.389+2.334}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{548+256+5.008+56}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{4.286}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{190+3.497}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{52+1.208+269+1.411+5.226+13.451+2.208}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{266+104}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{133}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{13.409+652}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{675}{461.879} \right)^2 \right)$$

$$IDP = 0,89$$

<sup>54</sup>Para tal análise, o autor considerou o somatório das contribuições dos ativos que estejam enquadrados nas mesmas fases do ciclo imobiliário. Sendo assim, por exemplo, a contribuição de rentabilidade dos ativos em fase de construção foi determinada segundo o somatório das contribuições dos ativos 3, 5, 6, 8, 9, 10, 11, 14 e 15.

O autor destaca que devido a elevada quantidade dos segmentos de estratificação possíveis para análise de interesse, alterações substanciais no referido índice seriam dificultadas, uma vez que o portfólio já se apresentara consideravelmente diversificado.

Finalmente, avaliando a nova condição do portfólio segundo o prisma da diversificação de parcerias, pode-se notar uma redução de 0,04 pontos percentuais do referido indicador de interesse.

$$IDS_{s,t} = 1 - H = 1 - \sum_s^n \left( \frac{VGV_{s,j}}{VGV_j} \right)^2$$

$$IDS = 1 - \left( \left( \frac{31.034+29.808+16.011+17.108+7.796+12.126+7.302+}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{40.025}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{27.008}{461.879} \right)^2 + \right. \\ \left. \left( \frac{22.060+29.584+7.694+52.024+69.651}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{20.049}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{32.719}{461.879} \right)^2 + \left( \frac{39.880}{461.879} \right)^2 \right)$$

$$IDS = 0,75$$

Isso posto, conforme proposta do critério de avaliação anteriormente abordada, sublinha-se que tal carteira de ativos passaria a assumir uma condição de portfólio concentrado, tendo em vista tal parâmetro de análise. Ou seja, o portfólio do sistema gerenciador de investimento passaria a estar concebido diante de uma conjuntura demasiadamente exposta ao “Parceiro D”, ao passo que, sendo assim, novas condições de risco estariam associadas e, conseqüentemente, deveriam ser avaliadas. Por exemplo, cita-se o desempenho gerencial do referido parceiro enquanto sócio gestor do negócio imobiliário<sup>55</sup>.

Tendo em vista, ainda, os fatores internos positivos da matriz SWOT mencionada, realça-se que o padrão construtivo da oportunidade de investimento deve se apresentar em linha com os demais empreendimentos observados no entorno e adequado aos anseios de seu público-alvo.

Quanto ao conceito da O.I., o empreendimento protótipo estaria condizente com as tendências observadas nos lançamentos da região, sendo um produto imobiliário de uso misto (residencial e comercial), o qual atenderia as pretensões de moradia e área comercial em um único projeto.

---

<sup>55</sup> Caso o citado Parceiro (D) não seja capaz de performar satisfatoriamente enquanto gestor imobiliário, o desempenho do sistema gerenciador do investimento (estudo de caso) sofreria maiores impactos negativos. No entanto, tendo em conta a oportunidade de investimento ser relacionada a um terceiro Parceiro hipotético (“x”), o impacto do mal desempenho do agente “D” seria minimizado.



Ademais, o seu diferencial estaria na exclusividade, tendo em consideração o pouco número de unidades residenciais no empreendimento.

#### 3.5.1.2. FRAQUEZAS

No que se refere as fraquezas ou pontos fracos internos identificados na oportunidade de investimento, realça-se quatro pontos os quais podem comprometer negativamente o seu desempenho.

O primeiro deles seria referente a inexistência de estações de metrô nas suas proximidades. Tal fato pode prejudicar o interesse de compra do mercado o qual, eventualmente, busque a aquisição de imóveis residenciais que estejam localizados nas proximidades de tal sistema de transporte. Ainda, quanto a área comercial do referido empreendimento protótipo, há de se considerar, porventura, uma perda de atratividade do inquilino pela ocupação e, conseqüentemente, a potencial compra por agentes investidores. Fato é que a existência de uma vasta rede de transporte público se mostra como um diferencial de interesse do mercado para o segmento de escritórios corporativos.

Importante destacar, contudo, no que diz respeito aquele primeiro ponto que, levando em conta o padrão de renda do público-alvo almejado para produto imobiliário em questão, a falta do citado atributo de qualidade da localização pode, quiçá, não se configurar como uma condicionante ao interesse de aquisição, tendo em vista sua preferência pelo uso do transporte privado ao transporte público.

Já com relação às dimensões das unidades residenciais, o autor pondera acerca do aspecto relativo à coerência entre o padrão observado quando da análise das imediações e a proposta do empreendimento protótipo. A área privativa média (AP) das unidades tipo da O.I. corresponde a R\$ 187,85 m<sup>2</sup>, enquanto as unidades de coberturas totalizam 318,92 m<sup>2</sup>. Dito isso, bem da verdade que tais medidas distorcem da tipologia de unidades que apresentam o maior volume de lançamento e absorção de mercado nos últimos 5 anos na região. Os dados da Tabela 28 demonstram que os imóveis com área privativa inferior a 100 m<sup>2</sup> apresentaram um grau de absorção de mercado de 90%, enquanto aquelas unidades com área privativa superior alcançaram um percentual de venda da ordem de apenas 70%.

Tabela 28 – Análise de mercado da região de interesse.

| <b>Análise de Mercado</b>   |                          |             |                 |                |                   |
|-----------------------------|--------------------------|-------------|-----------------|----------------|-------------------|
| <b>Área</b>                 | <b>Total de unidades</b> |             | <b>Vendidos</b> | <b>Estoque</b> | <b>% absorção</b> |
| m <sup>2</sup> < 20         | 0                        | 0%          | 0               | 0              |                   |
| 20 <= m <sup>2</sup> < 30   | 933                      | 43%         | 880             | 53             | 94%               |
| 30 <= m <sup>2</sup> < 40   | 125                      | 6%          | 91              | 34             | 73%               |
| 40 <= m <sup>2</sup> < 50   | 99                       | 5%          | 87              | 12             | 88%               |
| 50 <= m <sup>2</sup> < 60   | 40                       | 2%          | 33              | 7              | 83%               |
| 60 <= m <sup>2</sup> < 70   | 44                       | 2%          | 39              | 5              | 89%               |
| 70 <= m <sup>2</sup> < 80   | 41                       | 2%          | 40              | 1              | 98%               |
| 80 <= m <sup>2</sup> < 90   | 84                       | 4%          | 63              | 21             | 75%               |
| 90 <= m <sup>2</sup> < 100  | 3                        | 0%          | 2               | 1              | 67%               |
| 100 <= m <sup>2</sup> < 110 | 27                       | 1%          | 15              | 12             | 56%               |
| 110 <= m <sup>2</sup> < 120 | 30                       | 1%          | 27              | 3              | 90%               |
| 120 <= m <sup>2</sup> < 130 | 35                       | 2%          | 17              | 18             | 49%               |
| 130 <= m <sup>2</sup> < 140 | 89                       | 4%          | 57              | 32             | 64%               |
| 140 <= m <sup>2</sup> < 150 | 81                       | 4%          | 73              | 8              | 90%               |
| 150 <= m <sup>2</sup> < 160 | 60                       | 3%          | 39              | 21             | 65%               |
| 160 <= m <sup>2</sup> < 170 | 27                       | 1%          | 16              | 11             | 59%               |
| 170 <= m <sup>2</sup> < 180 | 46                       | 2%          | 23              | 23             | 50%               |
| 180 <= m <sup>2</sup> < 190 | 28                       | 1%          | 20              | 8              | 71%               |
| 190 <= m <sup>2</sup> < 200 | 52                       | 2%          | 23              | 29             | 44%               |
| m <sup>2</sup> >= 200       | 340                      | 16%         | 278             | 62             | 82%               |
| <b>Total</b>                | <b>2184</b>              | <b>100%</b> | <b>1823</b>     | <b>361</b>     | <b>83%</b>        |

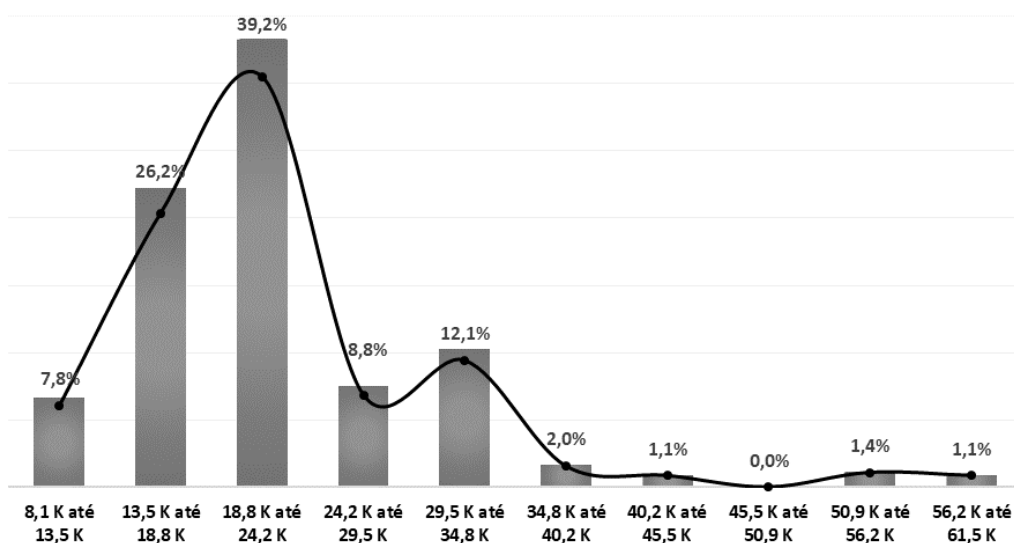
Fonte: Autor.

Quanto ao preço de venda da oportunidade de investimento, realça-se que muito embora a proposta do valor de comercialização das unidades residenciais esteja em linha com o preço do m<sup>2</sup> praticado na circunvizinhança, o tamanho dos imóveis resulta num preço final mais alto quando analisado sob a ótica do poder de compra da demanda local. A Figura 28 ilustra o potencial de consumo por faixa de renda bruta mensal familiar habitante na área de interesse.

Os dados demonstram que majoritariamente a população do entorno é constituída por famílias que possuem renda bruta mensal de até R\$ 34.800 (aproximadamente 95% das famílias da região). Sob tais condições, e considerando ainda o cenário protótipo de tabela de venda das unidades residenciais do empreendimento, na qual 65% do preço de comercialização seria recebido no pós-chaves, quando da suposta contratação do financiamento à aquisição pelo potencial comprador, tem-se que o ticket médio ideal para unidades comercializáveis na região deveria corresponder a aproximadamente R\$ 1.846.608, na data base<sup>56</sup>.

<sup>56</sup> O preço de venda na data base foi calculado segundo um cenário de taxa de Juros SFH de 9,5% a.a., com um prazo de financiamento de 30 anos, além de custos adicionais ao financiamento da ordem de 3% e um

**Figura 28 – Potencial de Consumo por Faixa de Renda (R\$ mil)**



Fonte: Autor.

Nesse sentido, tendo em mente o valor do m<sup>2</sup> observado nas transações locais, assim como a proposta do preço de comercialização do empreendimento oportunidade de investimento (R\$ 30.000,00 por m<sup>2</sup>), julga-se que o tamanho ideal de unidades residenciais a serem lançadas nos produtos imobiliários da localidade deveriam corresponder a até 61,5 m<sup>2</sup> de área privativa.

Por fim, analisando novamente a Tabela 28, percebe-se que para o estrato das unidades com área privativa inferior a 70 m<sup>2</sup>, o nível do estoque correspondente compreende patamares de valores inferiores a 10%, o que corrobora o seu potencial de absorção de mercado.

Sendo assim, considerando o ticket do produto protótipo, percebe-se o potencial risco de inserção, resultante da falta de alinhamento entre seu preço e a renda eventual das famílias locais, as quais representariam, de fato, o público-alvo da região<sup>57</sup>.

Oportunamente, destaca-se, também, que o tamanho das unidades correspondente a oportunidade de investimento faria resultar em um ticket de comercialização condizente a tipologia de produto com faixa de preço superior a R\$ 2,1 milhões, conforme Figura 2.

Isso posto, quando da análise de desempenho do portfólio, tendo em vista a segmentação dos ativos nos grupos de produtos conforme faixa de preço, o fato é que os produtos

comprometimento máximo da renda mensal para aprovação de crédito pela instituição bancária da ordem de 30%.

<sup>57</sup> Alencar (2022) menciona sobre a complexidade de mover a demanda geograficamente no mercado imobiliário. Sumariamente, o público comprador de um determinado produto tende a ter a preferência por morar próximo de seus pares e de suas regiões de convivência.

correspondentes a mesma segmentação da O.I., considerando a configuração inicial do portfólio, apresentam em média o pior desempenho financeiro (Figura 24) e o segundo pior desempenho econômico (Figura 23). Ou seja, há de se considerar a baixa eficácia e eficiência de atuação da companhia enquanto investidora nesse segmento de mercado.

Por fim, ainda no que se refere ao conceito do produto oportunidade de investimento, a proposta do empreendimento protótipo prevê duas vagas de garagem para as unidades tipo do projeto. Nesse sentido, analisando o nível de estoque dos produtos que lhe são comparáveis (tipologias com 3 dormitórios), percebe-se maior liquidez daquelas unidades as quais possuem no mínimo 3 vagas de garagem. Tal fato demonstraria o risco de inserção de mercado de um produto para o público de alta renda, com a quantidade de dormitórios proposta e elevada área privativa, possuindo apenas duas vagas de garagem.

#### 3.5.1.3. OPORTUNIDADES

Nesse momento, tendo em consideração os fatores externos ao prisma da oportunidade de investimento (projeto), porém que sejam capazes de impactá-lo positivamente, o autor relata quatro aspectos considerados de potencial interesse. Sendo assim, há de se evidenciar, de antemão, a figura do parceiro incorporador, enquanto sócio do investimento no empreendimento imobiliário.

Isso posto, considerando o fato da oportunidade de investimento se tratar de um empreendimento protótipo, o presente trabalho retratará alguns elementos a serem considerados quando da análise. Desse modo, seria de fundamental importância a avaliação do histórico de desempenho do parceiro em questão, representado pelo seu portfólio de empreendimentos imobiliários desenvolvidos.

A análise deve intencionar a identificação de dados referentes a prazos de aprovação de projetos, velocidade/desempenho de venda, prazo de entrega de obra, assim como capacidade de repasse de créditos e expertise enquanto gestor de projetos imobiliários semelhantes.

Sendo assim, levando em conta que tal sócio apresente uma robusta estrutura de capital, capaz de honrar a necessidade de recursos do empreendimento e facilitar o acesso ao crédito de apoio à produção diante de instituições financeiras, possuindo, em síntese, um bom histórico de performance na qualidade de gestor de empreendimentos imobiliários terceiros semelhantes,

seria razoável assumir referidas condições como fatores positivos capazes de, eventualmente, beneficiar o alcance de melhores resultados da oportunidade de investimento.

Já com relação a disponibilidade de terrenos, bem da verdade que a localização de interesse (Itaim Bibi) apresenta poucas áreas ainda disponíveis ao desenvolvimento imobiliário. O fato é que a circunstância ameniza o potencial de concorrência, do mesmo modo que, do contrário, fomenta a demanda de escassez, promovendo o senso de necessidade no mercado para aquilo que seria, por hipótese, uma das últimas oportunidades de aquisição de imóvel da região.

Frente ao exposto, ainda como consequência, o autor relata o baixo volume de novos lançamentos imobiliários observados no referido bairro, o que favoreceria o posicionamento competitivo da oportunidade de investimento protótipo.

Tais pontos expressam, hipoteticamente, a potencialidade que o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário residencial para venda de alta qualidade teria, ainda, de alcançar preços de comercialização superiores aos praticados pelo mercado na localidade, bem como daquele considerado como premissa quando da análise da qualidade do investimento na O.I.

Por fim, é importante considerar o momento macroeconômico do país, bem como as perspectivas de sua política monetária quando da data base da análise<sup>58</sup>. Isso porque, conforme apresentado anteriormente, em cenários de redução da taxa básica de juros, há de se esperar um maior aquecimento e melhor desempenho do mercado imobiliário.

De fato, tais circunstâncias, dentre diversos outros fatores, impulsionam a disponibilidade de crédito e fomentam a confiança do público comprador, tendo em vista a consequente maior aptidão de contratação de dívidas de longo prazo (conforme aquelas observadas em contratos de financiamento da aquisição de imóveis). Os dados da Tabela 2 retratam o movimento de afrouxamento monetário observado no país desde o ano de 2022, assim como sua perspectiva de ininterruptão até o ano seguinte de 2024. Ou seja, realça-se a expectativa da continuidade do movimento, a qual tenderá a se estabilizar, ao término do período em análise, no patamar de 9,50% a.a., propulsor de mercado.

Finalmente, o autor destaca que estes pontos, sendo de cunho positivo e alheios às influências do tomador de decisão, seriam qualificados como potenciais oportunidades do negócio.

---

<sup>58</sup> Outubro de 2023.

#### 3.5.1.4. AMEAÇAS

Quanto a análise do quarto e último quadrante da matriz SWOT, o autor discorre adiante o que lhe seriam os principais fatores de ameaça do investimento no negócio imobiliário protótipo.

O primeiro deles seria referente a possibilidade de deterioração do cenário macroeconômico do país, representado, por exemplo, pelo aumento da inflação, escalada da taxa básica de juros, restrição de acesso ao crédito, diminuição do índice de confiança do consumidor ou qualquer outro evento capaz de prejudicar o bom equilíbrio do mercado.

O fato é que eventos como os citados criam condições adversas à indústria imobiliária, afetando diretamente o mercado do real estate residencial para venda, diminuindo o apetite do empresariado quanto ao lançamento de novos empreendimentos, assim como a predisposição do público comprador em firmar um compromisso (dívida) de longo prazo. Ainda, destaca-se que em condições adversas, se torna potencialmente mais difícil a viabilização econômica e financeira do investimento no setor, tendo em vista a taxa mínima de atratividade exigida pelos empreendedores do segmento para a aceitação da imobilização do capital.

Ainda sendo relacionado com fatores macroeconômicos, o autor aborda, também, sobre a condição dos níveis de recursos em caderneta de poupança, tendo em vista essa ser uma das principais fontes de capital financeiro para o financiamento do setor. Isso posto, os dados da Figura 6 demonstram que o referido saldo se encontra no menor patamar da série histórica do período analisado.

Ademais, por hipótese, levando em conta aquele cenário de aumento da taxa básica de juros, há de se considerar a continuidade do possível movimento de captação líquida negativa do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e a consequente redução de seu saldo, uma vez que o referido quadro se mostra como fator determinante para a retirada de recursos financeiros nele aplicados, visto que a remuneração então alcançada se mantém visivelmente menos atrativa do que outras alternativas de investimento.

Sendo assim, necessário se faz reconhecer o risco da restrição de acesso a crédito no momento da construção do empreendimento imobiliário, bem como a disponibilidade de recursos financeiros para o mercado comprador quando do momento do pós-chaves e contratação do repasse junto às instituições financeiras.

De fato, condições mínimas do saldo de recursos em caderneta de poupança podem fazer resultar em uma conjuntura de capacidade do sistema inferior a demanda do mercado, traduzindo-se em queda do número de aquisição de unidades residenciais por pessoas físicas financiadas com o referido recurso<sup>59</sup>.

Já com relação aos atributos do empreendimento e percepção de valor do público-alvo, o autor destaca a peculiaridade do mercado imobiliário da alta renda. Isso posto, inegável é o altíssimo nível de exigência do cliente comprador no que se refere aos atributos embarcados e diferenciais competitivos do produto, ao passo que o sucesso do empreendimento está fundamentalmente associado com sua localização, com o seu projeto e com os seus diferenciais frente a oferta competitiva.

Sendo assim, muito embora o produto seja concebido segundo uma premissa de exclusividade, conforme comentado quando de suas forças, é válido considerar a hipótese de seus atributos de qualidade não serem suficientes a atender os anseios do comprador final.

Isso posto, tal cenário faria resultar em uma baixa condição de inserção de mercado e/ou uma baixa velocidade de comercialização do empreendimento. A bem da verdade que, ainda, os produtos imobiliários do referido nicho de mercado já apresentam, naturalmente, um desempenho de velocidade de comercialização abaixo daqueles outros produtos com preços inferiores.

Desse modo, realça-se que a baixa velocidade de vendas dos projetos voltados ao público de alto poder aquisitivo e a conseqüente postergação do prazo de liquidação de suas unidades pode fazer resultar em um cenário demasiadamente desfavorável ao desempenho econômico da oportunidade de investimento.

Finalmente, tendo em conta o risco de o empreendimento não satisfazer a expectativa do mercado potencial, bem como o preço proposto de comercialização ser superior ao poder de compra médio da população local, há de se considerar, também, um desvio para menor do preço de venda a ser praticado por suas unidades residenciais.

---

<sup>59</sup> Tal circunstância pode fazer resultar, ainda, em um possível aumento do número de distratos, tendo em conta a restrição de acesso ao crédito quando do momento do repasse.

Dito isso, o autor sintetiza que quando da velocidade de venda e preço de comercialização aquém do esperado, significa que o produto imobiliário apresentara condições desfavoráveis de comercialização, tendo em vista aquelas estimativas do cenário referencial.

Destaca-se, também, enquanto potencial fator de ameaça à oportunidade de investimento, o eventual cenário de postergação dos prazos atrelados ao negócio imobiliário. Para tanto, o presente estudo realça o desvio do período de estruturação e aprovação do produto, tendo em conta sua previsão de lançamento no cenário referencial, bem como o retardo do prazo de repasse.

Em resumo, ambos os casos estão correlacionados com o quadro a se considerar de alongamento do payback do investimento, o qual, de fato, seria um detrator de rentabilidade do negócio imobiliário.

### 3.6. ANÁLISE DE RISCO

Neste momento, tendo em consideração os fatores observados quando da análise SWOT da oportunidade de investimento protótipo (fraquezas e ameaças), o autor avalia os riscos do negócio, buscando reconhecer seus impactos alcançados frente a O.I. propriamente dita, assim como os efeitos quando do portfólio consolidado.

Sendo assim, cabe ao SGI interpretar tais fatores e considerá-los frente a suas premissas de análise econômico-financeira, para a partir de então decidir, de fato, sobre uma determinada oportunidade de investimento. Isso porque o processo decisório, para o seu melhor embasamento, deve considerar em conjunto análises de qualidade do investimento, como também análises de risco.

Isso posto, o autor avalia a O.I. levando em conta condições desfavoráveis de comercialização (preço e velocidade de venda aquém do cenário referencial), assim como atrasos nos prazos de estruturação/aprovação e desvios nos prazos de repasse<sup>60</sup>.

---

<sup>60</sup> Cita-se que a abordagem de risco se pauta em análise estatística de amostras geradas, com confiança de 90% do processo de simulação.



**Tabela 29 – Premissas relativas à análise de risco da oportunidade de investimento.**

|  |   |
|--|---|
| Condições desfavoráveis de comercialização | <p>Receita Operacional depois de impostos e contas conexas:<br/>         Decrescem até 10% em cada conta mensal;<br/>         Velocidade de vendas no lançamento: Meta de 50% cai até zero, compensado até a entrega;<br/>         Estoque: Cresce até 30%.</p> |
| Desvios de prazo                           | <p>Prazo de estruturação: Cresce até 12 meses;<br/>         Prazo de repasse: Cresce até 6 meses.</p>   |

**Fonte: Autor.**

Destaca-se que a avaliação de desempenho sob tais condições se dá de forma cruzada, no qual todos os fatores elencados, sejam eles relativos as condições desfavoráveis de comercialização ou por alterações resultantes de desvios de prazo, flutuam de forma aleatória, tendo em vista os parâmetros de cenários estressados, entretanto simultaneamente.

A Figura 29 adiante ilustra referida análise, relativamente a avaliação da oportunidade de investimento no empreendimento protótipo de forma isolada.

**Figura 29 – Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento em cenário estressado.**

| Indicadores de funding e da qualidade do investimento          |   |                     |   |
|--|---|---------------------|---|
| valores em R\$ mil da data base, pelo Ipeca                    |   |                     |   |
| investimento + financiamento   - indicadores do empreendimento |   |                     |   |
|  |   | cenário referencial | cenários estressados   perturbação global |
|  |   |                     | 0 % dos cenários resultam em prejuízo     |
| investimentos exigidos   |   | 40.854              | 40.407 - 47.413                           |
| retorno dos investimentos                                      |   | 74.787              | 65.658 - 77.265                           |
| resultado dos investimentos no empreendimento                  |   | <b>33.932</b>       | 25.251 - 29.852                           |
|  |   |                     | 100 % dos cenários válidos                |
| taxa de retorno esperada dos investimentos                     | % ano equivalente depois de impostos                    | <b>24,02%</b>       | 14,3 - 18,6                               |
|  | múltiplo do CDI equivalente CDI a 9,50% e Ipeca a 4,50% | <b>3,67</b>         | 2,40 - 2,96                               |

**Fonte: Autor.**

Oscilando os referidos parâmetros de comportamento entre as fronteiras estressadas sugeridas, pode-se conceber uma amostra de laboratório e, tendo em vista uma análise estatística, o empreendedor pode alcançar intervalos de valores para os seus indicadores de interesse, com um nível de confiança de 90%. Desse modo, poderá compará-los com os indicadores quando do cenário referencial, sendo possível indicar, assim, os impactos das variações.

Face ao exposto, conforme representado na Figura 29 anterior, aquela taxa interna de retorno do investimento de 24,02% a.a. efetiva, acima da inflação pelo Ipca, quando do cenário referencial, poderá atingir, no cenário estressado, o intervalo de valores compreendido entre 14,3% e 18,6% a.a. efetivo, acima da inflação pelo Ipca, com uma confiança de 90% nesta análise.

Sendo assim, necessário se faz avaliar se tais condições atendem aos requisitos de investimento do sistema gerenciador ou caso contrário, se há necessidade de reestruturação da oportunidade de investimento.

Além disso, tendo em vista as referidas ponderações, avaliam-se seus impactos diante do portfólio de ativos já existente. Isso posto, tendo em consideração uma análise estatística, o sistema gerenciador poderia alcançar uma taxa interna de retorno compreendida entre 17,84% e 18,90% a.a., acima da inflação pelo Ipca, com uma confiança de 90%. Quanto a sua margem sobre o preço, tais valores estariam compreendidos entre 12,76% e 13,41%, para o mesmo padrão de confiança.

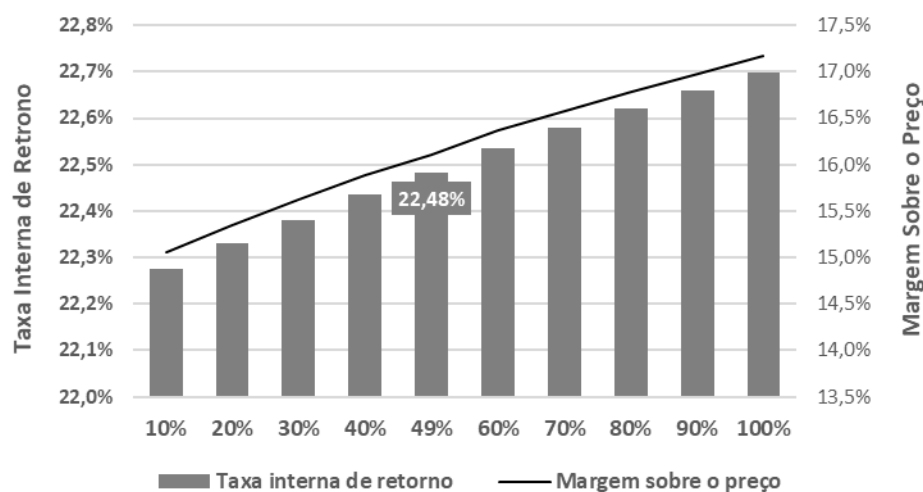
**Tabela 30 – Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I., após o investimento no cenário referencial e após o investimento no cenário estressado.**

| Indicadores do Portfólio      |                 |                   |                                |
|-------------------------------|-----------------|-------------------|--------------------------------|
|                               | Cenário inicial | Cenário após O.I. | Cenário após O.I. (estressado) |
| TIR (a.a., acima da inflação) | 22,19 %         | 22,48 %           | 18,90 – 17,84                  |
| MP                            | 14,73 %         | 16,11 %           | 13,41 – 12,76                  |

**Fonte: Autor.**

Por fim, a Figura 30 em seguida demonstra o desempenho econômico e financeiro do portfólio, conforme cenário referencial, para o caso de o SGI assumir diferentes níveis de participação societária na referida oportunidade de investimento.

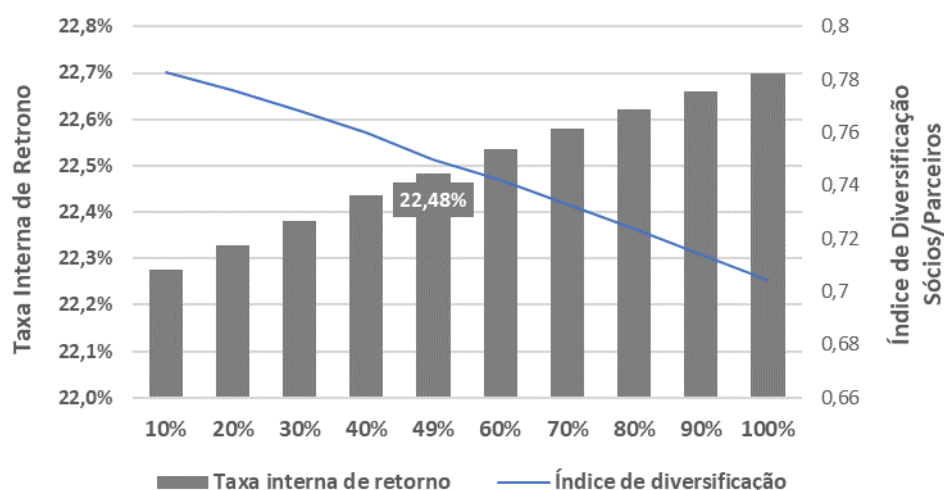
**Figura 30 – Análise da sensibilidade do desempenho econômico-financeiro do SGI, tendo em conta diferentes percentuais de participação societária na oportunidade de investimento (cenário referencial).**



Fonte: Autor.

Já a Figura 31 ilustra o mesmo desempenho econômico do portfólio, entretanto o analisando conjuntamente sob a ótica do índice da diversificação de sócios/parceiros.

**Figura 31 – Análise da sensibilidade conjunta do desempenho econômico do SGI e do seu índice de diversificação, tendo em conta diferentes percentuais de participação societária na oportunidade de investimento (cenário referencial).**



Fonte: Autor.

Segundo os dados apresentados, há de se considerar que quanto maior o percentual de participação societária do SGI na oportunidade de investimento em questão, maior será o

desempenho econômico global do portfólio. Entretanto, do contrário, sob tais condições, menor será o índice de diversificação do sistema gerenciador quando avaliado segundo o prisma de interesse dos potenciais sócios parceiros.

Dito isso, sublinha-se que, tendo em vista a correlação positiva entre os níveis de risco e a rentabilidade das alternativas de investimento (quanto maior o risco, maior o retorno, notadamente numa visão de longo prazo), a diminuição da diversificação do investimento do SGI no portfólio lhe implicaria em uma maior condição de risco a ser assumida.

Sendo assim, tendo em vista uma análise estatística, com nível de confiança de 90%, a Tabela 31 em seguida ilustra a taxa interna de retorno alcançada pelo SGI (cenário estressado) segundo a condição referencial do quadro societário da oportunidade de investimento (i) e a taxa interna de retorno alcançada frente a uma condição hipotética de quadro societário (ii).

- i) Parceiro D enquanto sócio/gestor da O.I.
- ii) Parceiro terceiro (“x”) enquanto sócio/gestor da O.I.

Para tanto, destaca-se que para tal avaliação foi considerado os fatores de risco supracitados, tendo em conta apenas os empreendimentos os quais o Parceiro D, por hipótese, represente a figura do sócio gestor<sup>61</sup>.

De fato, há de se perceber que a condição da menor diversificação de parceria proporcionaria ao SGI uma maior conjuntura de riscos envolvidos, ao passo que o seu desempenho econômico estaria sujeito a um maior potencial de variação para pior.

**Tabela 31 – Análise de risco do portfólio (concentração de sócios parceiros).**

| Indicadores do Portfólio      |   |   |
|-------------------------------|---|---|
|                               | Cenário após O.I. (estressado)                    |   |
|                               | Hipótese I<br>Sócio/gestor da O.I.:<br>Parceiro D | Hipótese II<br>Sócio/gestor da O.I.:<br>Parceiro terceiro “x” |
| TIR (a.a., acima da inflação) | 20,59 – 19,37                                     | 21,47 – 20,99   |

**Fonte: Autor.**

<sup>61</sup> Busca-se avaliar os impactos ao SGI para a hipótese de o Parceiro D apresentar um mal desempenho gerencial nos projetos os quais figure enquanto gestor/incorporador.

### 3.6.1. *TIMING* DE ENTRADA

Neste instante, com o intuito de discutir diferentes cenários do momento de entrada do SGI junto a oportunidade de investimento apresentada pelo originador, o autor aborda uma nova configuração estrutural do negócio imobiliário.

Em síntese, a nova hipótese seria pautada tendo em conta que o sistema gerenciador do investimento em análise compraria sua participação na mesma oportunidade de investimento protótipo, entretanto considerando um novo momento de entrada, sendo esse quando da iminência de seu lançamento ao mercado. Desse modo, não estaria mais sujeito ao prazo e, consequentemente, aos riscos de estruturação e aprovação do empreendimento.

Isso posto, torna-se importante destacar que nessa hipótese, toda a despesa a qual, eventualmente, já tivera ocorrido, seria reembolsada pelo SGI ao originador, tendo em vista o seu reajuste inflacionário pelo IPCA considerado.

Ainda, haveria a cobrança de uma taxa de estruturação adicional pelo originador no negócio imobiliário. De fato, tendo em mente a visão do SGI, o qual estaria adquirindo uma participação no empreendimento já em fase de lançamento, quanto menor o nível de risco envolvido, naturalmente menor deveria ser sua expectativa de rentabilidade.

Ou seja, ao assumir uma posição de diminuição de seus riscos na oportunidade de investimento, o sistema gerenciador deve renunciar a parte de seu retorno no negócio.

Sendo assim, valendo-se da mesma O.I. em discussão, no entanto tendo em consideração uma taxa de estruturação extraordinária a ser cobrada pelo originador de 2,5% do VGV, o cenário referencial do investimento propiciaria ao SGI uma taxa interna de retorno potencial de 22,58% a.a., acima da inflação, pelo IPCA e uma margem sobre o preço (MP) de, aproximadamente, 20,39%.

A Figura adiante sintetiza as principais informações econômico-financeiras do empreendimento protótipo sob nova configuração do *timing* de entrada. Realça-se que tal condição corresponde a totalidade do negócio imobiliário, ao passo que para uma participação societária de 49%, o investimento exigível seria de R\$ 20.946 mil, enquanto o retorno potencial corresponderia a R\$ 35.150 mil (data base de outubro de 2023).

**Figura 32 – Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento, tendo em consideração um novo *timing* de entrada.**

| Indicadores de funding e da qualidade do investimento          |  |                     |
|--|--|---------------------|
| valores em R\$ mil da data base, pelo Ipca                     |  |                     |
| investimento + financiamento   - indicadores do empreendimento |  |                     |
|  |  | cenário referencial |
| investimentos exigidos   |  | 42.747              |
| retorno dos investimentos                                      |  | 71.736              |
| resultado dos investimentos no empreendimento                  |  | <b>28.989</b>       |
|  |  |                     |
| taxa de retorno esperada dos investimentos                     | % ano equivalente depois de impostos                   | <b>22,58%</b>       |
|  | múltiplo do CDI equivalente CDI a 9,50% e Ipca a 4,50% | <b>3,48</b>         |
| margem líquida   |  | <b>20,39%</b>       |

**Fonte: Autor.**

Desse modo, considerando tal conjuntura supracitada, a Tabela 32 adiante sumariza o impacto da oportunidade de investimento frente aos indicadores do portfólio consolidado de ativos objeto do estudo.

**Tabela 32 – Comparação dos indicadores econômico e financeiro do portfólio antes do investimento na O.I. e após o investimento, tendo em conta o novo *timing* de entrada.**

| Indicadores do Portfólio      |                 |                   |
|-------------------------------|-----------------|-------------------|
|                               | Cenário inicial | Cenário após O.I. |
| TIR (a.a., acima da inflação) | 22,19 %         | 22,24 %           |
| MP                            | 14,73 %         | 15,59 %           |

**Fonte: Autor.**

Sendo assim, a taxa interna de retorno (TIR) do portfólio sofreria um acréscimo mínimo de, aproximadamente, 0,05 pontos percentuais quando comparado com aquele cenário inicial (*ex-O.I.*), enquanto a margem sobre o preço (MP) aumentaria cerca de 0,86 pontos percentuais.

Por fim, considerando os mesmos fatores observados quando da análise SWOT, aborda-se o risco do negócio, desta vez, tendo em vista apenas as condições desfavoráveis de comercialização e o desvio no prazo de repasse<sup>62</sup>.

Dito isso, a Figura 33 em seguida ilustra os indicadores econômico-financeiros da oportunidade de investimento, valendo-se da referida abordagem de distorções quando do cenário referencial.

**Figura 33 – Indicadores econômicos e financeiros da oportunidade de investimento em cenário estressado, tendo em consideração um novo *timing* de entrada.**

| Indicadores de funding e da qualidade do investimento          |  |  |
|--|--|--|
| valores em R\$ mil da data base, pelo Ipeca                    |  |  |
| investimento + financiamento   - indicadores do empreendimento |  |  |
|  | cenário referencial  | cenários estressados<br>  perturbação global |
|  |  | 0 % dos cenários resultam em prejuízo        |
| investimentos exigidos   | 42.747   | 43.104 - 49.480                              |
| retorno dos investimentos                                      | 71.736   | 63.420 - 74.346                              |
| resultado dos investimentos no empreendimento                  | <b>28.989</b>  | 20.316 - 24.866                              |
| 100 % dos cenários válidos                                     |  |  |
| taxa de retorno esperada dos investimentos                     | % ano equivalente depois de impostos                       | <b>22,58%</b>   14,2 - 17,9                  |
|  | múltiplo do CDI equivalente<br>CDI a 9,50% e Ipeca a 4,50% | <b>3,48</b>   2,39 - 2,88                    |

**Fonte: Autor.**

Diante dos dados, tendo em conta um nível de confiança de 90%, a taxa interna de retorno do investimento, considerando uma amostra de laboratório sujeita a análise estatística, estaria compreendida em um intervalo entre 14,2% e 17,9% a.a. efetivo, acima da inflação pelo Ipeca.

Desse modo, o autor destaca que, levando em conta a ótica do cenário referencial, naturalmente, o novo cenário de investimento do SGI Ihe proporcionaria uma piora no que se refere os seus indicadores econômico-financeiros. Contudo, como resultado da prevenção do risco relativo a um potencial desvio do prazo de estruturação, no cenário ainda possivelmente estressado para os demais fatores abordados, o investimento na O.I. seria capaz de remunerar o sistema

<sup>62</sup> A postergação do prazo de estruturação não será mais abordada, tendo em conta que tal fase já seria superada na hipótese em análise.

gerenciador praticamente aos mesmos níveis daquela rentabilidade alcançada quando da entrada antecipada no negócio.

**Tabela 33 – Comparação dos indicadores econômico e financeiro da O.I. tendo em conta diferentes momentos de entrada no negócio.**

| Indicadores do Portfólio      |  |   |
|-------------------------------|--|---|
|                               | Cenários estressados<br>(entrada antecipada) | Cenários estressados<br>(entrada retardada) |
| TIR (a.a., acima da inflação) | 17,84 – 18,90                                | 17,23 – 18,33                               |

**Fonte: Autor.**

Dessa forma, há de se considerar que, diante de cenários estressados de comportamento entre fronteiras, o impacto do novo investimento no portfólio seria praticamente o mesmo.

### 3.6.2. NOVOS INVESTIMENTOS

Por fim, tendo em vista a continuidade de atuação da companhia frente a necessidade da realização de novos investimentos e recomposição de seu portfólio de ativos investidos, considerando para tanto o equilíbrio entre os níveis de riscos assumidos e a rentabilidade almejada, o autor avalia o desempenho do SGI quando da inserção de mais de um novo empreendimento em seu portfólio.

Destaca-se, contudo, que para a referida abordagem, o presente estudo considerará uma participação hipotética média da companhia no quadro societário de cada nova oportunidade de investimento correspondente a 20%<sup>63</sup>.

Dito isso, a Tabela 34 adiante ilustra o desempenho do sistema gerenciador quando da inserção de até dez novas O.I.s na carteira de ativos da companhia.

<sup>63</sup> Referido critério baseia-se na média de participação observada quando dos 16 empreendimentos já constituintes do portfólio estudo de caso.



**Tabela 34 – Análise de desempenho do SGI quando da consideração de *n* novos empreendimentos investidos e acrescidos ao seu portfólio.**

| Indicadores do Portfólio (cenário estressado) |                               |
|---|-------------------------------|
| “n” O.I.                                      | TIR (a.a., acima da inflação) |
| Cenário após n = 1                            | 18,23 – 18,89                 |
| Cenário após n = 2                            | 18,01 – 18,86                 |
| Cenário após n = 3                            | 17,79 – 18,78                 |
| Cenário após n = 4                            | 17,57 – 18,87                 |
| Cenário após n = 5                            | 17,30 – 18,81                 |
| Cenário após n = 6                            | 17,20 – 18,69                 |
| Cenário após n = 7                            | 17,03 – 18,87                 |
| Cenário após n = 8                            | 16,87 – 18,94                 |
| Cenário após n = 9                            | 16,66 – 18,88                 |
| Cenário após n = 10                           | 16,44 – 18,78                 |

**Fonte: Autor.**

Diante dos dados apresentados, há de se considerar que a cada novo empreendimento a ser investido e acrescentado ao portfólio, maior será a condição de risco que a Empresa X estará sujeita, sendo tal conjuntura refletida no maior potencial descolamento para pior de sua taxa interna de retorno (quando avaliada frente a cenários estressados).

Isso posto, caberá ao sistema gerenciador reconhecer o nível de risco o qual esteja apto a assumir, bem como desenvolver estratégias gerenciais da estruturação de seu portfólio. Por exemplo, a fim de ancorar um limite inferior mínimo de desempenho econômico almejado, poderá ser essencial a adoção de diferentes estratégias de concepção das oportunidades de investimento em análise.

Dito isso, por hipótese, cita-se que diante de um cenário mínimo de desempenho econômico a ser alcançado pelo SGI em questão da ordem de 17% a.a., equivalente acima do IPCA, tendo em vista, ainda, uma política de investimento correspondente a participações societária da ordem de 20%, o referido sistema gerenciador seria capaz de assumir investimentos<sup>64</sup> em até sete novos empreendimentos. A partir daí, diferentes concepções de estruturação capazes de mitigar os riscos envolvidos se fariam necessárias.

<sup>64</sup> Conforme o protótipo do estudo de caso.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo discutir o tema acerca do planejamento estratégico nos agentes do mercado do real estate residencial, tendo em vista a perspectiva referente a gestão do investimento e de portfólio de empreendimentos residenciais para venda.

Para tanto, foi abordado práticas de planejamento financeiro, assim como técnicas gerenciais de análise.

Quanto aquela primeira abordagem citada, o autor destaca a relevância que o devido planejamento financeiro é capaz de proporcionar à competitividade das empresas do segmento de interesse, frente ao acarretado suporte do sistema decisório dos empreendedores.

Tendo em conta as etapas apresentadas na rotina do planejamento, pode-se notar que a proposta está pautada em uma base referencial preliminar, relacionada ao ambiente da empresa e que busca conceber uma certa equação/meta para o uso dos recursos financeiros que lhe é acessível, assim como a definição de premissas enquanto atuação de mercado, sendo, para tanto, especificadas no circuito (1) e reorganizadas no circuito (3). A partir daí, o empreendedor passa a deter um cenário melhor embasado e estruturado, possível de orientá-lo para com o investimento de seus empreendimentos.

Dito isso, é importante destacar que o sequenciamento dos circuitos não deve ser compreendido como uma rotina invariável. Ou seja, nada garante que o percurso  $1 > 2 > 3$  deva ser realizado de forma contínua. De fato, eventuais situações podem fazer resultar, quando do início do circuito (3), que o sistema gerenciador necessite reavaliar as etapas do circuito (1), tendo em vista, por exemplo, alterações de seus objetivos e do grau de alavancagem pretendida.

Ademais, a rotina abordada do planejamento financeiro não é e não deve ser o único aspecto de gestão estratégica a ser concebido pelos SGIs. Em resumo, o planejamento financeiro apenas referencia a capacidade de fazer do sistema gerenciador do investimento (empreendedor), não se correlacionando com a qualidade das ações que dele resultam.

Para tanto, faz-se necessário a consideração de outros aspectos essenciais capazes de contribuir com o embasamento de informações necessárias quando do bom processo de análise da qualidade do investimento em novas oportunidades que o SGI julgue como de interesse e da gestão estratégica de sua carteira de ativos.

Isso posto, foram abordados elementos de análise capazes de assistir o processo decisório do investimento e ação gerencial, tendo em vista a consideração de uma determinada condição situacional de um portfólio de empreendimentos existente, assim como boas práticas de análise qualitativa de uma dada nova O.I.

A abordagem buscou contribuir com a fundamentação de informações essenciais ao bom desenvolvimento de uma sólida análise da qualidade de investimentos. Para tal finalidade, foi estudado fatores de interesse, segundo uma matriz SWOT, a qual destacou importantes apontamentos de fundamental consideração quando da avaliação do investimento na O.I. discutida.

A bem da verdade que toda e qualquer oportunidade de investimento é e sempre será única, de modo que os fatores então abordados não devem ser considerados como invariavelmente aplicados em diferentes casos. Dito isso, o que o autor busca frisar é a importância do processo de geração da informação, o qual, esse sim, pode ser considerado nos diversos processos de análise dos empreendedores.

Em síntese, inegável é que a ferramenta gerencial, quando aplicada na análise de investimento em empreendimentos imobiliários, gera inputs essenciais ao procedimento da tomada de decisão do agente empreendedor.

Ainda, para o bom processo decisório do investimento e gestão estratégica de portfólio de empreendimentos imobiliários residenciais para venda, foi abordado no presente estudo a relevância do reconhecimento situacional da determinada carteira de ativos já existente.

Sendo assim, essencial seria a avaliação de seus aspectos de diversificação e sua correlação de desempenho, frente aos respectivos indicadores econômicos e financeiros. Tal análise busca proporcionar aos agentes de interesse a compreensão dos impactos que eventuais estratégias de atuação empresarial possam causar para com a performance das empresas do setor, assim como o reconhecimento dos níveis de riscos que lhes estariam associados.

Por fim, sob tal ótica, foi abordado, também, a respeito de técnicas de gestão de acompanhamento econômico-financeiro da carteira de investimento em empreendimentos imobiliários, de modo a contribuir com uma abordagem capaz de proporcionar aos empreendedores a real percepção de contribuição dos ativos investidos com o efetivo desempenho econômico e financeiro global do portfólio.

Sobre esse ponto, o que se percebe academicamente e no mercado competitivo, no tocante a referida perspectiva, é uma maior maturidade da abordagem quando da avaliação dos empreendimentos de base imobiliária, em especial os edifícios de escritórios para locação. Sendo assim, pode-se observar uma carência de tratamento quando se fala dos empreendimentos imobiliários residenciais para venda.

Entretanto, ao se considerar o tamanho do referido mercado, em especial aquele da capital do estado de São Paulo, injustificado seria uma gestão estratégica de portfólio baseada preponderantemente apenas nas experiências e intuições profissionais daqueles responsáveis pela gestão da carteira de ativos.

Nesse sentido, critérios técnicos para o gerenciamento dos referidos portfólios de empreendimentos podem e devem ser utilizados pelos empreendedores e gestores os quais vislumbram alcançar melhores resultados e desempenho econômico e financeiro para as suas companhias.

Fato é que tais performances são reflexos das ações decisórias que aqueles profissionais assumem diariamente enquanto gestores de investimentos e alocadores de recursos financeiros em empreendimentos imobiliários. Para tanto, sabe-se, também, que a qualidade da decisão está intimamente relacionada com a qualidade das informações as quais lhes são de acesso.

Sendo assim, identifica-se a necessidade do amadurecimento de ações e análises estratégicas para o melhor gerenciamento da referida carteira de ativos, uma vez que assim sendo, melhores desempenhos seriam alcançados, gerando maiores riquezas e desenvolvimento do setor.

Face ao exposto, o trabalho apresentou uma metodologia capaz de proporcionar àqueles profissionais um nível maior e melhor de informações para aplicação frente a seus respectivos portfólios. Destaca-se, entretanto, tendo em vista a complexidade sobre o tema e sua falta de maturidade, que a abordagem carece de discussões mais aprofundadas e de críticas de autores que igualmente dissertem sobre o assunto. Ou seja, o presente estudo de caso intencionou contribuir com o avanço das discussões e do conhecimento sobre o ferramental necessário para subsidiar decisões estratégicas de investimento em empreendimentos imobiliários residenciais para venda, agregando conforto e melhores eficiências aos processos decisórios.

Já com relação aos aspectos de diversificação estrutural de portfólio, foi analisado uma carteira de 16 ativos imobiliários, sob a ótica da diversificação geográfica, da diversificação por tipo de produto e da diversificação de sócios parceiros.

Dito isso, pretendeu-se contribuir com discussões relativas às práticas e critérios de análise potenciais de serem assumidas por agentes de interesse.

Ainda, o autor buscou avaliar o impacto no desempenho econômico e financeiro do portfólio, tendo em vista eventuais distintas estratégias de sua estruturação. Para tanto, referida carteira de ativos foi avaliada segundo a estratificação em diferentes segmentos de produto, conforme os seus relativos preços de comercialização, frente as respectivas performances econômico-financeiras.

Almejava-se, desse modo, identificar a influência que eventuais vantagens competitivas das empresas do real estate residencial para venda, tendo em consideração atuações em nichos de mercado, pudesse acarretar no alcance de seus resultados.

Entretanto, apesar dos dados apresentados, inferências a tal respeito não puderam ser constatadas, de modo que, tendo em vista o presente estudo, avaliações correspondentes a identificação de qual estratégia empresarial faria resultar no melhor desempenho da organização, não seriam possíveis.

Ademais, relativamente aos riscos envolvidos quando da gestão de portfólios de empreendimentos imobiliários residenciais para venda, o presente estudo pôde constatar as consequências que um novo investimento pode fazer resultar no desempenho econômico-financeiro de uma determinada carteira de ativos. De fato, novos investimentos realizados estão associados a incrementos de riscos a serem assumidos pelos sistemas gerenciadores. Dito isso, na hipótese de haver premissas mínimas de rentabilidade a ser alcançada, diferentes estratégias de estruturação e concepção do portfólio deverão ser consideradas.

Por fim, entende-se que novos estudos e pesquisas acadêmicas sejam necessários para o melhor amadurecimento do referido tema da gestão estratégica de portfólio e investimento em empreendimentos imobiliários residenciais para venda.

## 5. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS

ABIBI FILHO, A. E. Modelo para identificação de comportamento de clusters nos mercados residenciais de real estate. LARES, Latim American Real Estate Society, São Paulo, 2008.

ABIBI FILHO, A. E. Proposta de metodologia para reconhecimento de anseios de segmento do mercado residencial: Construção de um protocolo para estruturação de um banco de dados na cidade de São Paulo. 2009. Tese (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ALENCAR, C.T. A tomada de decisões estratégicas no segmento de Empreendimentos Residenciais: uma sistemática de Análise. Dissertação de Mestrado – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 1993

ALMEIDA, N. S. M. Riscos relacionados ao real estate residencial e o processo de investimento adotado pelos parceiros investidores como resposta. 2016. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

ALVES, L. C., Planejamento estratégico: Um modelo alternativo para as imobiliárias do Brasil. Dissertação de Mestrado – Universidade Federal de Santa Maria, 2016.

ASSAF NETO, A., A dinâmica das decisões financeiras – Caderno de Estudos, São Paulo, 1997.

ATALA, R. C. H. Hierarquização dos atributos de localização e de características de moradia considerados nos processos de escolhas residenciais de moradores da cidade de São Paulo. Dissertação de Mestrado – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2018

BALARINE, O. F. O. Planejamento estratégico na indústria imobiliária: evidências de mercado. Porto Alegre, Faculdade de Ciências Políticas e Econômicas, 2001.

BATALHA-VASCONCELOS, D. L. O Ambiente Competitivo e as Alianças Estratégicas nas Incorporações Imobiliárias. Anais do VII Seminário Internacional da Lares. 2007.

BATISTA, C.; MONETTI, E.; MORAES, M. B. Seleção de empreendimentos imobiliários residenciais: Semelhanças e diferenças na análise de investidores e empreendedores no mercado goiano. LARES, Latim American Real Estate Society, São Paulo, 2019.

CAMARGO, C.B. Diretrizes para o estabelecimento de parcerias entre empresas do real estate residencial. Dissertação de Mestrado – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2015.

CARVALHAES, M. M., Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários. 2006. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

DOZ, Y.L.; HAMEL, G. A Vantagem das Alianças: a Arte de Criar Valor Através das Parcerias. Rio de Janeiro: Qualimarkt. 2000.

FONSECA, J. J. S. Metodologia da pesquisa científica. Fortaleza: UEC, 2002.

FREITAS, E. M. Planejamento estratégico em empresas de construção civil de médio porte no Brasil. Coluna do NRE-POLI. São Paulo, 2014.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO TG ATIVO REAL. Regulamento. Disponível em <[www.statusinvest.com.br](http://www.statusinvest.com.br)>, acesso em 2023.

GATTO, N. M. Venda de participação societária em projetos residenciais em desenvolvimento: a utilização de recursos de parceiros como fonte complementar de capital. 2016. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

GENNARI, R. M., Investimento em empreendimentos no segmento econômico, por meio de parcerias com fundos de investimento em participações. 2016. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

LUDKE, M; ANDRÉ, M. E. D. A. Pesquisa em educação: abordagens qualitativas. São Paulo, EPU, 1986.

MENDONÇA, M. A., Proposição de um sistema de avaliação do nível de maturidade em gestão estratégica de incorporadoras imobiliárias residenciais. Dissertação de Mestrado – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2021.

MUELLER, G. R., Understanding Real Estate's Physical and Financial Market Cycles, Real Estate Finance, 1995

PMBOK. Um Guia do Conhecimento em Gerenciamento de Projetos (Guia PMBOK 5ª edição). São Paulo: Saraiva. 2013

PORTO, P.T. Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. 2010. 280 p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL III. Regulamento. Disponível em <[www.rbasset.com](http://www.rbasset.com)>, acesso em 2023.

ROCHA LIMA JR., J. R., Fundamentos de Planejamento Financeiro para o Setor da Construção Civil. São Paulo, Escola Politécnica da USP, 1995.

ROCHA LIMA JR., J. R., Indicadores Adequados para Análise da Qualidade do Investimento em Empreendimentos Imobiliários: A Questão da Margem de Resultado. LARES, Latim American Real Estate Society, São Paulo, 2017.

ROCHA LIMA JR., J. R., Investimentos em Empreendimentos Imobiliários para venda: Riscos dos investimentos em real estate. LARES, Latim American Real Estate Society, São Paulo, 2015.

ROCHA LIMA JR., J. R.; MONETTI, E.; ALENCAR, C. T. Real Estate: Fundamentos para análise de investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

ROCHA LIMA JR., J. R., Política empresarial e diretrizes de ação. São Paulo, Escola Politécnica da USP, 1994.

SOUZA, F. F. A., Análise a Influência das Estratégias de Diversificação e dos Modelos de Negócios no Desempenho das Empresas de Real Estate no Período de 2005 a 2010. Dissertação de Mestrado – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2011.

TERRA, F. A. S. Planejamento estratégico no processo de identificação de regiões geográficas para implantação de edifícios comerciais. 2004. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

TONETO, A. R. Aplicação de rotina para orientar o processo de decisão de investimentos em um portfólio de empreendimentos de base imobiliária utilizando a ferramenta da análise SWOT. 2018. Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com Ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

VRE DESENVOLVIMENTO III FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII. Regulamento. Disponível em <[www.mundofii.com](http://www.mundofii.com)>, acesso em 2023.

WASSMER, U., DUSSAGE, P. Value Creation in Alliance Portfolios: The Benefits and Costs of Network Resource Interdependencies. *European Management Review*, v. 8, p. 47 – 64, 2011.