ISSN: 1984-8781 - Anais XVIII ENANPUR 2019. Código verificador: **IRCyKOpUMi5Z** verificar autenticidade em: http://anpur.org.br/xviiienanpur/anais

DINÂMICA ECONÔMICA RECENTE E O SETOR IMOBILIÁRIO:INTERPRETAÇÕES A PARTIR DAS MAIORES EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

Autores:
Carlos Alberto Penha Filho - Unicamp - carlos.penha@yahoo.com.br
Beatriz Tamaso Mioto - UFABC - bea.mioto@gmail.com

Resumo:

Durante a segunda metade dos anos 2000 o Brasil assistiu a retomada em larga escala da produção imobiliária pelo território. Uma série de fatores institucionais, macroeconômicos e sociais possibilitaram esta alavancagem. No bojo dessas mudanças as grandes empresas do setor também alteraram suas estratégias após se agigantarem via emissão de ações, fazendo com que as determinações do capital fictício estivessem mais presentes na construção do espaço brasileiro. A formação de bancos de terra, diversificação de produtos imobiliários, a expansão geográfica do mercado e a oferta para famílias de baixa renda foram alguns dos componentes dessas estratégias. Entretanto, a partir de 2012, tanto o ciclo expansivo da produção imobiliária como da entrada/abertura de capitais apresentaram forte arrefecimento. Diante dessas mudanças, o objetivo do artigo e? discutir, à luz da economia brasileira, as transformações na dinâmica imobiliária, observando especificamente: as mudança das estratégias empresariais em relação aos seus ativos (produtivos e financeiros); grau de endividamento; e seus resultados operacionais. A análise desses pontos é desenvolvida por dados macroeconômicos e setoriais das empresas de maior porte do setor no ano de 2010 (Cyrela, Gafisa, PDG e MRV). Especificamente no segundo caso, utiliza-se os dados dos balanços patrimoniais divulgados pelas empresas entre os anos de 2010 e 2018, compilados através do sistema Economática. Com esse estudo, busca-se contribuir para o entendimento das relações entre as estratégias financeiras e produtivas das empresas (no nível microeconômico) e os determinantes gerais (macroeconômicos) que condicionam o setor imobiliário brasileiro.

DINÂMICA ECONÔMICA RECENTE E O SETOR IMOBILIÁRIO:

INTERPRETAÇÕES A PARTIR DAS MAIORES EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

INTRODUÇÃO: CRISE ECONÔMICA E O SETOR DE EDIFICAÇÕES NO BRASIL

Durante os anos 2000 a construção civil foi um dos setores responsáveis por acelerar as taxas de crescimento da economia brasileira. Em função de uma conjuntura internacional favorável e de fortes estímulos internos, o setor imobiliário também se destacou, principalmente a partir da abertura de capitais de grandes empresas nacionais. Isso fez com que a lógica de gestão dos negócios se transformasse, colocando novos determinantes e atores no gerenciamento dos ativos empresariais ainda que algumas empresas tenham permanecido sob o controle familiar. Relativamente, embora tenham ocorrido transformações técnicas significativas, ainda é um setor considerado intensivo em força de trabalho, sendo o subsetor de edificações um importante vetor de dinamismo do mercado de trabalho urbano. Do mesmo modo, a construção mobiliza uma miríade de segmentos ligados aos insumos de produção, máquinas e equipamentos, acabamento, etc. Somado a isso, a interligação entre as dimensões "real" e "financeira" também responde à valorização patrimonial e rentista, característica histórica do mercado imobiliário urbano brasileiro e que se exacerba com a lógica de financeirização geral do capitalismo.

Especificamente para os segmentos de Edificações e Incorporação, a entrada de capitais estrangeiros foi fator importante dos anos 2000. Esse movimento foi intenso na economia brasileira na década de 1990, mas ocorre tardiamente em um setor que, historicamente, havia sido reduto de capitais nacionais. Como coloca Bertasso (2012, p.124), a entrada desses capitais (principalmente entre 2005 e 2009) teve muito mais um caráter patrimonial e de ganho de mercado (Market-seeking) do que aqueles com o objetivo de modernizar e expandir

a base produtiva (greenfield). No caso dos investimentos produtivos, as formas mais relevantes são das Sociedades de Propósito Específico – SPEs, onde as empresas estrangeiras buscam parcerias nacionais para executar as obras. No caso patrimonial estão a participação acionária (Oferta inicial de ações - IPO), private equity para empresas maiores e venture capital para as médias e menores. Segundo Hall (apud BERTASSO, 2012), essa integração ocorre para que se ultrapassem as barreiras técnicas e culturais específicas, o que permite internacionalizar as matrizes sem grandes riscos. No entanto, segundo a mesma autora, entre 2001 e 2009 os capitais que aportaram no Brasil tiveram caráter mais volátil que o IED em geral (em especial da indústria) com forte participação das incorporações imobiliárias, ou seja, um setor tipicamente rentista. De qualquer modo, a partir de 2005, o setor sofrerá transformações em sua relação com o mercado financeiro e isso, ao ampliar a disponibilidade de capitais, terá rebatimentos na formação de banco de terras, expansão geográfica da produção das empresas, etc.

Além das novidades trazidas pela abertura de capitais, o bom desempenho das empresas do setor de edificações respondeu também a estímulos reais, onde o alargamento do mercado consumidor e a capitalização das empresas pela disponibilidade de fundos públicos voltados ao crédito resultaram em altas taxas de crescimento. Esse movimento se deveu a uma conjuntura externa e interna favoráveis ao crescimento econômico, tornando ampliando as frentes (públicas e privadas) de investimentos no setor (Autor XXXXXX)

Como afirmam Hiratuka et al. (2010, p.284), o crescimento da formação bruta de capital fixo foi maior que o crescimento do PIB entre 2005 e 2008, com grande participação da construção. Nesse contexto, os investimentos concentraram-se primeiramente na infraestrutura e nos setores industriais exportadores que depois extrapolaram para outras indústrias, como o setor imobiliário. Em 2008, com a crise econômica mundial, o PIB apresentou taxa de crescimento negativa (-0,33%), colocando freio à expansão nas bases descritas anteriormente. A resposta do governo à crise foi a realização de medidas fiscais e monetárias anticíclicas. Em 2010, o PIB brasileiro cresceu 7,53% e o Valor Adicionado Bruto da construção. No que se refere às políticas do governo, o Programa Minha Casa, Minha Vida (2009) foi fundamental, principalmente pelos efeitos sobre a conjuntura da crise econômica.

Segundo a PAIC (2012), houve tanto um aumento da participação do Valor Adicionado Bruto (VAB) dos setores ligados ao mercado imobiliário no total da construção quanto das construções residenciais no total da construção de edifícios após o PMCMV (2009). O impacto entre 2007 e 2012 foi relevante, com ganhos de participação do setor imobiliário no total da construção de 7,15% e, na produção de edifícios residenciais, de 5,24% (MIOTO, 2015). Destarte, o PMCMV foi capaz de alargar a dinâmica expansiva setorial, respaldando os interesses das organizações patronais no desenho do programa. No que se refere ao mercado de trabalho, segundo Baltar et all (2009), o crescimento entre 2003-2008 gerou uma espécie de ciclo expansivo do emprego-renda-emprego. O setor da construção teve maior acréscimo

absoluto e maiores taxas de crescimento das ocupações foi a construção civil com 3.386 milhão de ocupados a mais em 2013 do que em 2003 e taxa de crescimento anual de 4,5% para o período (MIOTO, 2015).

No entanto, a taxa de crescimento do PIB brasileiro já desacelera em 2012, caindo substancialmente em 2014. Isso ocorre, de um lado, pela persistência dos efeitos da crise mundial (com a parca recuperação da economia Europeia, a continuidade da queda dos preços das commodities – em especial do petróleo, etc.), bem como dos mecanismos que a desencadearam (em que pese o salvamento do sistema bancário, não houve avanços suficientes para a regulação dos mercados). De outro, os desdobramentos do período pós-crise mostram a incompatibilidade de uma postura permanentemente mais vinculada à intervenção estatal com o modelo de estabilização e suas prerrogativas monetária e fiscal. Diante da desaceleração, as mesmas medidas utilizadas (estímulos econômicos, aumento do gasto social e do investimento estatal, desonerações, financiamento habitacional subsidiado, etc.) se mostraram incapazes de manter o nível de crescimento sem afetar a estabilização exigida pela forma de inserção externa da economia brasileira, gerando um cenário de forte instabilidade.

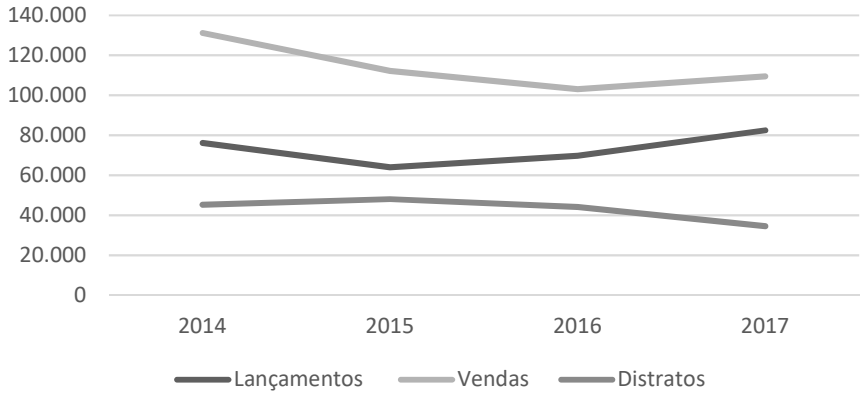
Se 2014 foi um ano de desaceleração do crescimento (com taxa de 0,5% a.a), os anos de 2015 e 2016 inauguram um período de severa recessão (com queda de 3,5% do PIB nos dois anos), corroborada pelas políticas de austeridade do início do segundo governo Dilma e agravada pelos desdobramentos políticos do impeachment e da Lava Jato (que enfraqueceu o nível de investimento de empresas como a Petrobrás) (PINTO et al, 2017). O valor Adicionado Bruto da Construção Civil (PAIC/IBGE) terá taxas negativas de crescimento a partir de 2014, chegando a, respectivamente, -9,0%, -5,6% e -5,0% em 2015, 2016 e 2017. O saldo de emprego no setor, segundo o CAGED, é sistematicamente negativo a partir de outubro de 2014 e entre janeiro deste ano e março de 2016 o saldo líquido é de - 610.371, ou seja, um cenário de destruição de postos de trabalho.

Destarte, o setor imobiliário sofrerá tanto em sua dimensão real (com queda nos níveis de investimento, produção, emprego, vendas, etc.), quanto em seu desempenho financeiro (aumento do endividamento de curto prazo, queda na rentabilidade das ações, etc.). Entre os setores de empresas não-financeiras afetados pela crise, Almeida, Novais e Rocha (2016) destacam o contundente aumento da fragilidade financeira das grandes empresas do setor da Construção Civil e material de construção, aumentando o grau de endividamento e reduzindo a qualidade do mesmo. Eles sustentam que, considerando a conjuntura pós 2014, houve sistemática transferência de renda para o setor financeiro em função da piora da situação das empresas. Isso acarretou uma queda significativa no volume de investimento, na ordem de 75% entre 2013 e 2015. Ademais, como noticiado na mídia especializada, em 2010 o valor de mercado das empresas de construção atingiu sua máxima histórica, quando as 16 maiores somavam R$ 57,1 bilhões. Já em dezembro de 2016, o valor dessa soma era de apenas R$ 16,3

bilhões[1]. Em movimento pró-cíclico, ou seja, que amplia a tendência de recessão econômica, o setor de edificações ainda foi afetado pela redução do financiamento, dos subsídios governamentais, aumento das taxas de juros, aumento dos distratos, problemas de realização da produção, etc.

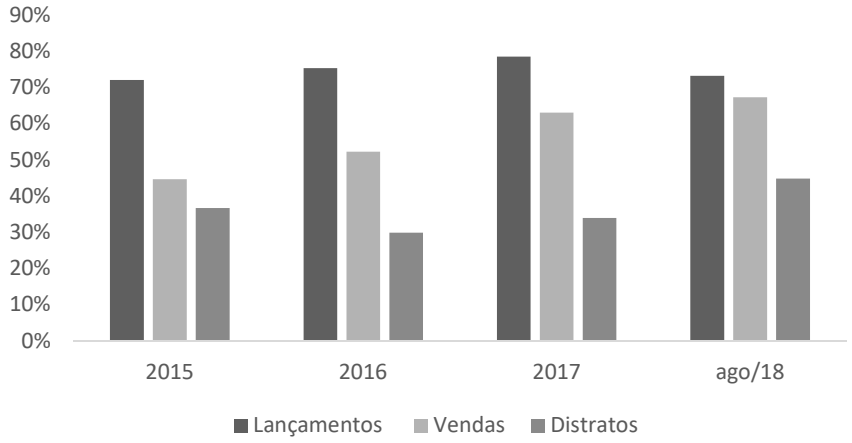
Concretamente pode-se observar essas tendências nos gráficos a seguir que mostram produção imobiliária brasileira a partir dos dados divulgados pela Abrainc em parceria com a Fipe.

Gráfico 1. Nº de Unidades Lançadas, Vendidas e Distratos (2014/2017)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Abrainc

Gráfico 2. Participação do MCMV no nº de Unidades Lançadas, Vendidas e Distratos (2015/2017)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Abrainc

[1]Dados da reportagem disponível em: http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/5930569/bolha-sem-fim-imobiliarias-perdem-valor-mercado-desde-auge-setor

A partir dos dados do gráfico 1 podemos inferir que entre os anos de 2014 e 2016 há uma queda das vendas de unidades novas no Brasil com uma leve retomada em 2017. Já no que se refere à produção, apesar da queda entre 2014 e 2015 há uma retomada dos lançamentos de novas unidades a partir de 2016. Já nas unidades distratadas, há um movimento de alta entre 2014 e 2016 que vai se invertendo lentamente a partir de 2017. Os distratos são considerados pelos incorporadores imobiliários um dos efeitos mais perversos da crise econômica. Para reverter esse fato está em discussão no Senado Federal o projeto de Lei 68/2018 que altera a legislação atual da devolução dos imóveis vendidos na planta dando maiores garantias aos incorporadores. Não são apenas as construtoras que estão recebendo as devoluções de consumidores, de acordo com matéria pública no jornal Estado de São Paulo[2] em agosto de 2018 , os cinco maiores bancos do país possuem em seus balanços a cifra de 13,7 bilhões de reais em imóveis (um total de 70 mil unidades) tomados de inadimplentes, um aumento de 745% em quatro anos e meio. Somente a Caixa Econômica Federal possui 70% do valor total estimado.

Ainda em relação aos dados da associação dos incorporadores chama atenção a participação das unidades vinculadas ao Minha Casa, Minha Vida na dinâmica do imobiliário nacional detalhadas no gráfico 3. Isso porque entre 2015 e agosto de 2018 as unidades do MCMV responderam a uma média de 75% do total lançado, a 57% das vendas efetuadas e apenas a 36% das unidades distratadas. Indicando que os subsídios governamentais do programa são fundamentais para a dinâmica geral do imobiliário no Brasil e que nessa faixa de renda há uma menor tendência a devolução dos imóveis. O melhor desempenho na faixa do Minha Casa, Minha Vida também está levando grandes empresas de capital aberto a atuarem diretamente nesse segmento, como é o caso da Cyrela e da Eztec, ou voltar a atuar após um período sem lançamentos caso da RN (atual nome da empresa Rodobens Negócios Imobiliários).[3] O papel do MCMV ficará também expresso em relação aos resultados e da dinâmica interna da empresa MRV que se destaca comparativamente às demais empresas analisadas e creditamos esse desempenho à especialização da empresa em empreendimentos do programa habitacional.

Diante do cenário de crise, este artigo busca avançar na análise o desempenho das grandes empresas de capital aberto do setor imobiliário, trabalho que vem sendo realizado pelos autores em outros artigos. Os resultados estão focados nas mudanças das estratégias empresariais em relação: aos seus ativos (produtivos e financeiros); grau de endividamento;

[2] Nakagawa, Fernando. Bancos retomaram 70 mil imóveis por falta de pagamento desde 2014. Disponível em: https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bancos-retomaram-70-mil-imoveis-por-falta-de-pagamento-desde-2014,70002474630. Acesso em 20/11/2018.

[3] Folha de São Paulo. Gigantes do mercado imobiliário recorrem ao Minha Casa Minha Vida. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/10/gigantes-do-mercado-imobiliario-recorrem-ao-minha-casa-minha-vida.shtml. Acesso em 20/11/2018

e seus resultados operacionais. A análise desses pontos é desenvolvida por dados macroeconômicos e setoriais das empresas de maior porte do setor no ano de 2010. Especificamente no segundo caso, utiliza-se os dados dos balanços patrimoniais divulgados pelas empresas entre os anos de 2010 e 2018, compilados através do sistema Economática. Com esse estudo, busca-se contribuir para o entendimento das relações entre as estratégias financeiras e produtivas das empresas (no nível microeconômico) e os determinantes gerais (macroeconômicos) que condicionam o setor imobiliário brasileiro.

A escolha das empresas analisadas foi baseada no valor do patrimônio líquido em 2010, sendo as quatro maiores do segmento de edificação, classificadas no Novo Mercado Bovespa4.

Dessa forma, explora-se a dinâmica interna de acumulação dessas quatro empresas: PDG Realty, Cyrela , Gafisa e MRV. Além de terem o maior volume de recursos próprios, as três primeiras apresentaram, no mesmo ano, o maior volume de receita operacional líquida entre as 20 empresas listadas no Novo Mercado Bovespa. A MRV, especificamente, ocupava a quinta posição em termos de receita líquida (ficando atrás da Brookfield), mas sua dinâmica posterior específica e relativamente bem-sucedida colocou essa empresa entre as analisadas.

Em termos de estratégias produtivas, consideram-se Cyrela, Gafisa e PDG, empresas diversificadas em termos de produtos. Ou seja, ofertam desde imóveis de alto padrão aos elegíveis pelo MCMV, como também empreendimentos comerciais. Já a MRV5, atua majoritariamente, de acordo com os relatórios da empresa, em imóveis elegíveis para financiamento nas regras do FGTS e do MCMV (99% de seu landbank atual está nesse segmento), ou seja, fortemente apoiada nos fundos públicos. O artigo está dividido em mais duas seções além dessa introdução: a segunda que trata das estratégias de negócios das empresas, enfocando a metodologia utilizada e o desempenho das empresas; e a terceira seção de conclusões.

[4] De acordo com Fonseca (2015) há quatro mercados de listagem na Bovespa: Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A diferença entre esses segmentos de listagem reside nas práticas de governança corporativa , transparência dos dados e proteção aos acionistas minoritários, sendo o primeiro o de menor exigências e o Novo Mercado com maior número de exigências. No Novo Mercado além das garantias expressas é necessário que a companhia emita apenas ações ordinárias e obrigatoriedade de adesão a Câmara de Arbitragem. De acordo com a autora a Câmara de Arbitragem resolve conflitos societários e no mercado de capitais.

[5] No grupo MRV, há mais duas marcas : a Urbamais , empreendedora de loteamentos e a Log Commercial Properties.

ESTRATÉGIAS DE NEGÓCIOS E O AMBIENTE ECONÔMICO

METODOLOGIA ADOTADA E INDICADORES ESCOLHIDOS

A proposta metodológica para avaliação do desempenho das empresas do segmento de edificação e suas respectivas estratégias financeiras e produtivas é mediante os demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas e compilados por meio do sistema Economática. Utilizam-se dois desses demonstrativos: o balanço patrimonial, que explicita a situação patrimonial e financeira da empresa; e o Demonstrativo de Resultados de Exercício (DRE). O primeiro é consolidado ao final de cada exercício social iniciado no primeiro dia do ano até o último dia do ano. Apenas para o ano de 2018 os dados encerram-se em junho. A partir do balanço patrimonial pode-se identificar os ativos, passivos e o patrimônio líquido das empresas ao final de cada período. Já o segundo demonstrativo, o DRE, evidencia as receitas e despesas das companhias e, por seguinte, seus resultados (lucro ou prejuízo) em um determinado exercício social (ASSAF NETO, 2017).

Não há, para pesquisa embasada nesses dados, uma metodologia consensual na literatura. De acordo com Assaf Neto (2017), a escolha dos dados e a construção e análise dos índices deve ser construída conforme o olhar do pesquisador e as necessidades da pesquisa:

> (...) a análise de balanços é uma arte, pois, apesar das técnicas desenvolvidas, não há nenhum critério ou metodologia formal de análise válidos nas diferentes situações e aceitos unanimemente pelos analistas. Dessa maneira, é impossível sugerir uma sequência metodológica ou instrumental científico capazes de fornecer diagnósticos sempre precisos das empresas. (ASSAF NETO, 2017: 47)

Para elaboração dos dados e dos índices que expomos a seguir, a estrutura da pesquisa baseou-se nos trabalhos de Tavares (2008), Borghi (2011), Rocha (2013) e Loural (2016) e também índices próprios. Desses trabalhos citados, cuja perspectiva é compreender a dinâmica interna de acumulação das empresas de capital aberto por meio de seus relatórios contábeis, apenas o trabalho de Tavares (2008) tem como objeto de estudo as empresas do segmento de edificações. Os demais trabalhos abordam outros tipos de segmentos de companhias não financeiras.

É importante pontuar que para análises baseadas em demonstrativos financeiros há algumas diferenças do setor de edificações em relação aos demais segmentos industriais. Essa distinção reside na questão dos ativos: enquanto que para a maioria dos segmentos industriais a expansão de suas atividades e seus investimentos (compra de máquinas e equipamentos, novas plantas, etc.) são visualizados pela rubrica *Imobilizado,* no caso do setor em estudo

enxergamos esses fatos nas rubricas *estoques de curto e longo prazo*[6]. São nelas que são contabilizados os imóveis a serem comercializados tanto em construção, em lançamento ou prontos, quanto os estoques de terreno *(landbank*). Os primeiros tipos são contabilizados nos estoques de curto prazo (e contabilizados pelo custo de produção e pela razão custo incorrido pelo custo total) e os do segundo tipo nos de longo prazo (contabilizados pelo custo de aquisição mais encargos).[7] Cabe advertir que as empresas devem, se forem fazer um projeto no período de um ano, alocar o custo do terreno na rubrica estoques de curto prazo, portanto, há também nessa conta uma parte do *landbank*.

Em razão dessa especificidade, as empresas do setor possuem baixa tangibilidade de seus ativos, isto é, na composição dos ativos totais é reduzido o percentual dos ativos permanentes, tais como máquinas, equipamentos, local sede da empresa, etc. (TAVARES, 2008). Outras características apontadas por Tavares (2008) e exclusivas desse segmento são o longo prazo de maturação de seus produtos finais – os quais necessitam de elevados volumes de capital de giro para manutenção das atividades – e o elevado custo de sua mercadoria final.

Dito isso, os indicadores aqui abordados e os dados brutos que exploraremos são:

1) Composição dos ativos:

1.1) **Segmentação dos ativos em termos do ativo total**: pode-se inferir se os ativos dessas empresas possuem um período curto de maturação ou longo. Além disso, possibilita entender a participação em outras empresas ou em SPE´s e aumentos de investimentos em maquinários e em tecnologia. No ativo não circulante foi subtraído as rubricas investimentos, imobilizado e intangível. Varia de 0 a 1.

1.2) **Segmentação dos estoques:** o primeiro dado mostra o percentual dos terrenos no ativo total das empresas. O segundo dado é relativo a evolução dessa cifra ao longo do período analisado. O último mostra dentro dos estoques totais o percentual nas relativo as fases da produção (em obras, pronto e terrenos).

1.3) **Distribuição geográfica dos lançamentos**: evidencia ao longo do tempo em que porções do território brasileiro essas empresas efetivaram lançamentos. Trata-se da distribuição do VGV lançado por território. Por ser um dado divulgado pelas empresas em materiais de *press-release* não há um padrão geral na divulgação do dado e nem sempre é constante.

1.4) **Evolução da receita operacional líquida**: esse dado, extraído do Demonstrativo dos Resultados de Exercício, mostra o desempenho das empresas em relação a seus resultados operacionais, mostrando uma tendência geral de realização da produção.

[6] Nas Notas Explicativas , divulgadas pelas empresas esse dado também aparece com o nome de imóveis a comercializar.

[7] É de praxe nos relatórios financeiros divulgados pelas empresas de capital aberto desse segmento a exposição de seu *landbank* pelo seu VGV potencial, isto é, quanto em vendas aquele terreno pode gerar para a companhia. Esse dado é encontrado nos materiais de Release. Já no balanço patrimonial essas empresas seguem as normas internacionais e nacionais de contabilidade e expressam esse valor em termos do custo de aquisição mais os encargos embutidos na compra, não sendo auferido pelo VGV potencial daquela área.

2) Endividamento e estrutura de capital:

2.1) **Alavancagem**: relação entre o capital de terceiros (passivo total) e capital próprio (patrimônio líquido). Esse dado mostra quanto de recursos de terceiros são utilizados comparados com os capitais próprios, ou seja, mostra o endividamento dessas empresas e sua exposição. Quanto maior o valor mais alavancada e maior a participação de capital de terceiros.

2.2**)** **Pagamento de dividendos**: esse dado mostra a canalização dos recursos extraídos por essas empresas para outras formas de capital e suas tendências.

Estruturado dessa forma, pretende-se abordar, em primeiro lugar, as questões relativas aos ativos dessas empresas, compreendendo quais são suas estratégias produtivas e financeiras além de captar o impacto da mudança recente de conjuntura. Para tanto, também utilizaremos os relatórios de Release onde são divulgadas as visões da empresa e suas estratégias produtivas e de negócios. Outro material que complementa nossa base de dados são as Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros[8] as quais esmiúçam os dados presentes nos balanços patrimoniais e dão maior precisão aos argumentos. Em segundo lugar, realiza-se a análise dos passivos, onde o objetivo é compreender quais as formas de endividamento dessas empresas e a remuneração dos acionistas tentando também estabelecer relações entre a dinâmica econômica, endividamento e distribuição de lucros e quais tipos de capitais elas remuneram com a atividade imobiliária.

AMBIENTE ECONÔMICO E ESTRATÉGIAS EMPRESARIAIS

Abordamos em Autor (XXXXXXXX) as estratégias produtivas dessas empresas frente aos contextos de aceleração da atividade imobiliária bem como o de retração da atividade sobretudo após 2012, ano marcado pela inversão da trajetória do imobiliário no Brasil. Nesse sentido, pontuou-se que em um primeiro momento as empresas expandem seus horizontes de negócios tanto pela entrada em diferentes nichos de mercado, como pela atuação em regiões até então inexploradas por esses capitais. A tônica desse processo foi o alargamento da produção imobiliária para o segmento econômico que foi ampliado com o lançamento do programa Minha Casa, Minha Vida.

Parte das empresas pesquisadas, por não terem experiência nesse tipo de provisão habitacional, fez parcerias ou comprou empresas atuantes nesse segmento. Exemplo disso é o caso da Gafisa, que incorporou a Tenda em suas estruturas posteriormente desmembrada mas mantendo o controle acionário da companhia; e da PDG, que incorporou a Goldfarb. Já a Cyrela criou a marca Living em 2006 que posteriormente atuou nas faixas 2 e 3 do PMCMV

[8] Ambos documentos estão para download na seção Central de Sistemas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no link Informações sobre Companhias: http://sistemas.cvm.gov.br/.

mas foi reposicionada em 2012 para o segmento de médio padrão. A empresa atua no programa habitacional com *joint-venture* com as empresas Cury e Plano e Plano, detendo 50% do capital em ambas. Para atuar diretamente sem intermediários, a empresa divulgou que irá lançar a linha Vivaz, voltada a produção de imóveis com valores até R$240 mil reais e financiados pelo MCMV. O primeiro lançamento será no início de 2019 na cidade de São Paulo na região de Itaquera[9]. A MRV, por sua vez, origina-se nos anos 1970 dentro desse mercado, mas, ainda assim, faz aquisições de outras empresas para penetração em novos mercados.

Destarte, a estratégia de atuar em outros segmentos com *joint-ventures*, SPEs e aquisições de empresas também serviu de suporte para penetração em outras regiões do país, bem como para a entrada em outros nichos além dos exemplos citados em relação ao PMCMV. Para ilustrar, houve a compra da Alphaville Urbanismo pela empresa Gafisa para atuar no segmento de loteamentos.

Particularmente a PDG destaca-se na aquisição de outras empresas não para ampliar sua capacidade de produção, mas para ter participação acionária e rendimentos em outras esferas de valorização. Esse tipo de estratégia assemelha-se às práticas financeiras de empresas não-financeiras descritas por Lazonick e O´Sullivan (2000), ou seja, a compra das ações como um fim em si, constituindo-se uma gestão mais próxima à lógica de valorização de capitais fictícios. É importante ressaltar que a PDG mesmo lançando mão desse tipo de prática manteve sempre as aquisições de ações dentro do próprio segmento imobiliário, adquirindo participações de empresas do mesmo setor e não de outras atividades econômicas.

Já em relação as estratégias adotadas com a desaceleração da atividade imobiliária pós-2012, pontuamos que essas empresas reduzem o ritmo de lançamentos, se desfazendo tanto de ativos fixos, a exemplo da participação em SPEs e terrenos, como vendendo participações acionárias em empresas que foram adquiridas no período anterior. Também está em curso um processo de desalavancagem, reduzindo o grau de endividamento e de exposição financeira. Em termos de atuação geográfica destaca-se um retorno para as áreas de mercado mais consolidado do país, especialmente os estados de São Paulo e Rio de Janeiro. Cyrela, PDG e Gafisa pontuam em seus relatórios a necessidade de privilegiar essas praças em detrimento das demais. A dinâmica geográfica das empresas ficará mais clara com a exposição dos dados de lançamento mais adiante.

As mudanças mais latentes da reversão da dinâmica imobiliária recente são as reestruturações das empresas Gafisa e PDG. A primeira vendeu 70% do Aphaville Urbanismo para o grupo financeiro Blackstone e em 2016 alienou 30% das ações da Tenda para o Jaguar Growth[10]. Já a PDG, maior empresa em 2010, atualmente está em um processo de

[9] Ver nota 3.

[10] Ver Letícia Toledo. O novo velho sócio da Tenda. http://jaguargrowth.com/portuguese/wp-content/uploads/sites/2/2016/12/O-novo-velho-so%CC%81cio-da-Tenda-%E2%80%93-Revista-Exame.pdf

recuperação judicial obrigada a se desfazer de uma série de ativos (participações acionárias, SPEs e terrenos) e sob vigilância de seus principais credores (Banco do Brasil, Bradesco, CEF , Itaú, Santander e Votorantim)[11]. Diferem dessas empresas a Cyrela e a MRV que mesmo enfrentando problemas com a desaceleração da atividade não passam por um processo de redução drástica de seus ativos e reestruturações internas. A MRV, ao contrário, segue em ritmo de crescimento, principalmente em termos de *landbank*, como mostraremos. Para essa empresa, que tem 99% de seus lançamentos elegíveis para financiamento via FGTS, ela atua em um mercado resiliente "de demanda forte e baixa oferta".

Pontuamos em Autor (XXXXXXXX) que essa característica da MRV se deve, sobretudo, à existência do PMCMV que alimentou, em ritmo decrescente, a dinâmica nesse segmento. Outra hipótese que se aventa para compreender a dinâmica distinta dessas empresas com as demais é que estas ainda são controladas pela família fundadora. De acordo com Ball (1983), para o caso britânico, a gestão das empresas de grande porte é influenciada por quem detém o controle e os tipos de capital que dominam a empresa alterando portando os padrões acumulativos. A maior centralização das ações e os interesses familiares podem implicar em uma visão de mais longo prazo e na acumulação voltada a produção e não distribuição de lucros.

Tabela 1 – Composição dos Ativos (% do Total)

EMPRESA	DADOS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	JUN.2018
	Ativo Circulante	68%	68%	70%	60%	64%	66%	67%	64%	63%
	Ativo Não Circulante	30%	30%	28%	33%	28%	26%	24%	26%	27%
CYRELA	**Investimentos**	0%	0%	0%	5%	5%	6%	8%	8%	9%
	Imobilizado	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0,6%	0,6%
	Intangível	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0,4%	0,3%
	Ativo Circulante	64%	77%	80%	69%	65%	64%	65%	60%	59%
	Ativo Não Circulante	33%	20%	17%	15%	20%	20%	18%	22%	24%
GAFISA	**Investimentos**	0%	0%	0%	14%	13%	14%	15%	17%	16%
	Imobilizado	1%	1%	1%	0%	1%	1%	0%	0,8%	0,8%
	Intangível	2%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	0,6%	0,6%
	Ativo Circulante	68%	65%	62%	58%	58%	60%	58%	57%	54%

[11] Esses bancos detém em conjunto R$4,5 bilhões em dívidas com essas empresas de um total de pouco mais de 5 bilhões de reais. Além desses credores há dívidas trabalhistas, com fornecedores e com consumidores que realizaram distratos e não receberam.

	Ativo Não Circulante	29%	31%	33%	35%	33%	32%	34%	34%	36%
MRV	**Investimentos**	2%	2%	4%	6%	8%	6%	6%	7%	7%
	Imobilizado	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1,3%	1,6%
	Intangível	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0,6%	0,6%
	Ativo Circulante	75%	73%	65%	58%	50%	44%	58%	73%	75%
	Ativo Não Circulante	18%	20%	29%	33%	40%	48%	38%	23%	23%
PDG	**Investimentos**	0%	1%	0%	5%	6%	6%	1%	1,6%	1,7%
	Imobilizado	1%	2%	2%	0%	0%	0%	1%	0,5%	0,0%
	Intangível	5%	4%	4%	4%	4%	1%	2%	1,2%	0,3%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática

A partir da segmentação do ativo dessas empresas, nota-se que a maior parte das fontes de receitas encontra-se no curto prazo, ou seja, ao final de cada ano. Isso deixa claro que é no ativo circulante que todas as empresas garantem suas fontes de receitas, podendo ser tanto decorrente da atividade imobiliária como também de aplicações financeiras. Já no ativo não circulante, que garante fontes de recursos no longo prazo, há uma diminuição da participação nas empresas Cyrela, Gafisa, e PDG. Especialmente a partir de 2013, reduzem-se os patamares da participação do ativo não circulante no ativo total, indicando a abreviação da visão de longo prazo, tendência aparentemente revertida com a alta entre 2017 e 2018. A redução dos percentuais no ativo não circulante decorre tanto da redução da formação de estoques de terrenos como das aplicações de ordem financeira, além do impacto dos recebimentos futuros pela venda de seus produtos. Em relação a esse último ponto, é necessário frisar que, por ser uma atividade cujos prazos de pagamentos se estendem, a redução do volume esperado de caixa no futuro deve também ser levada em consideração. Nesse quesito, a evolução da PDG é a mais emblemática, pois chega a quase 40% dos ativos da empresa em 2014, caindo para 23% em 2017.

Ainda em relação a segmentação dos ativos, nota-se que a rubrica investimentos, que mostra a participação das empresas em outras empresas ou em SPEs, se reduz apenas na PDG. Isso porque, em seu processo de reestruturação, a PDG vem repassando suas sociedades para outras empresas: somente em 2016 foram 18 SPEs encerradas. Chama atenção o aumento dos investimentos da Gafisa, que sai de um patamar nulo para quase 1/5 dos ativos da empresa em 2017. Acredita-se que esse aumento se deva à venda de empresas pertencentes à Gafisa, como a Alphaville, e a separação da gestão da Tenda, com a venda de 30% das ações. Nas demais, o aumento dos investimentos indica que essas as empresas têm ampliado suas

estratégias de atuação em SPEs, possivelmente como uma forma de reduzir os riscos envolvidos no lançamento de um determinado produto imobiliário.

Para entender os movimentos produtivos dessas empresas pela de formação dos estoques e as implicações dos efeitos da crise sobre a dinâmica imobiliária, seguimos a apresentação com a participação do estoque de longo prazo no ativo total e a evolução dessa rubrica no período analisado.

Tabela 2 – Estoques de Longo Prazo (% do ativo total)

EMPRESA	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	JUN. 2018
CYRELA	6%	7%	8%	16%	16%	15%	12%	15%	14%
GAFISA	5%	8%	4%	8%	11%	11%	11%	12%	13%
MRV	8%	9%	12%	15%	18%	20%	25%	25%	28%
PDG	6%	5%	16%	14%	15%	16%	15%	13%	10%

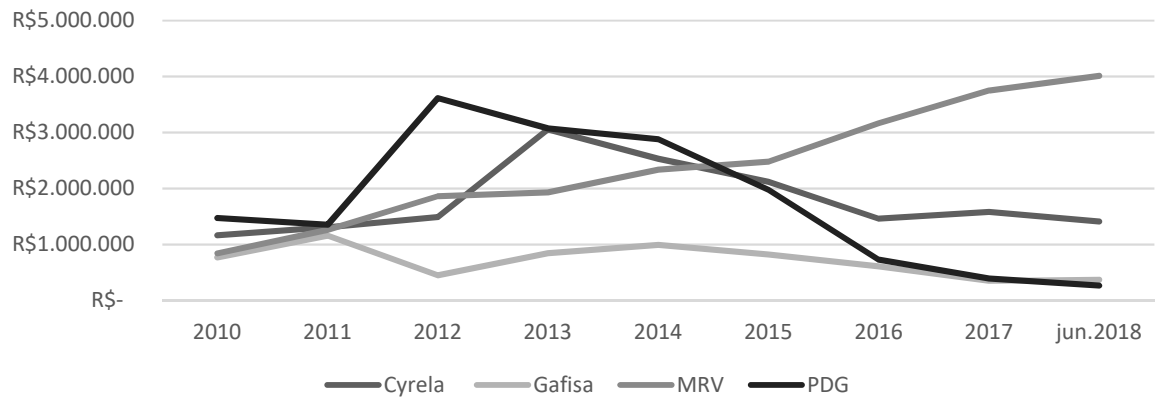
Fonte: elaboração própria a partir de Economática.

A tabela 2 mostra que, apesar de diminuição do ativo não circulante, os estoques de longo prazo aumentam a participação nesse período. Esse crescimento pode ser atribuído tanto à redução dos recursos a receber no futuro (da venda de imóveis), como à redução das aplicações financeiras dessas empresas. No geral há uma tendência semelhante entre a Gafisa e a Cyrela mantendo patamares próximos entre os anos de 2014 e junho de 2018. A PDG apresenta queda desse percentual derivado principalmente do seu processo de reestruturação e venda e ativos. O maior crescimento da participação dos estoques de longo prazo no ativo total é da empresa MRV. Esse salta de 8% em 2010 para 28% em junho de 2018. Segundo a empresa, atualmente seu landbank é para lançamentos de 50 mil unidades anuais e uma projeção de 50 bilhões de reais em lançamentos até 2028. Eles ressaltam que a queda de 31% dos custos de aquisição em 2017, oportunidade que decorre dos efeitos da crise econômica sobre os preços. Isso permitiu um grande volume de aquisições, além do fortalecimento das posições da companhia em capitais e regiões metropolitanas.

Ademais, a estratégia da empresa é manter novas compras em 2018 e a partir de 2019 fazer apenas a reposição. Essas informações indicam uma visão clara de longo prazo na MRV e, portanto, um posicionamento mais robusto do que aqueles vinculados aos ciclos de alta lucratividade como parece ter o caso da PDG com um volume grande volume de aquisições no período de boom imobiliário. Pontua-se essas implicações para o crescimento dos estoques de longo prazo, pois, a partir do gráfico 4, podemos notar que há redução do

landbank dessas empresas, confirmando as perspectivas de baixo dinamismo em prazos mais longos para o setor exceto a MRV.

Gráfico 4 – Evolução dos Estoques de Longo Prazo (Em milhares de R$ - Corrigido IPCA)



Fonte: elaboração própria a partir de dados da Economática.

Pelo gráfico 4 fica claro que há uma redução dos estoques de terrenos, especialmente pós-2013. As empresas iniciam a série com um valor muito próximo de estoques de terreno. A PDG amplia substancialmente esse valor até 2012 reduzindo seus estoques a partir daí. A exceção entre essas empresas é a MRV que, desde 2010, aumenta a aquisição de áreas para futuras incorporações. A MRV tem, atualmente, o maior valor dentre todas, sendo mais de 4 bilhões de reais.

A partir da tabela 3, podemos ver a distribuição dos estoques por estágio durante esse período. Há, novamente, um crescimento do percentual dos imóveis prontos, indicando principalmente o efeito dos distratos e da redução do ritmo de vendas, exceto no caso da MRV.

Tabela 3. Estoques de imóveis por estágio (% do total de estoques) (2010/2017)

EMPRESA	SITUAÇÃO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Imóvel Pronto	7%	8%	11%	9%	13%	16%	20%	27%
CYRELA	**Construção**	33%	34%	41%	32%	36%	40%	42%	33%
	Terrenos	61%	58%	48%	58%	51%	44%	39%	40%
	Imóvel Pronto	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%
MRV	**Construção**	26%	38%	39%	38%	33%	38%	39%	33%
	Terrenos	71%	60%	60%	61%	65%	61%	60%	66%

	Imóvel Pronto	13%	8%	17%	15%	11%	13%	29%	25%
GAFISA	**Construção**	45%	12%	38%	32%	37%	33%	27%	36%
	Terrenos	42%	80%	45%	54%	53%	55%	44%	39%
	Imóvel Pronto	5%	5%	11%	10%	17%	34%	39%	45%
PDG	**Construção**	60%	46%	42%	31%	21%	11%	22%	30%
	Terrenos	35%	50%	47%	59%	62%	55%	39%	25%

Fonte: elaboração própria a partir de dados das Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros.

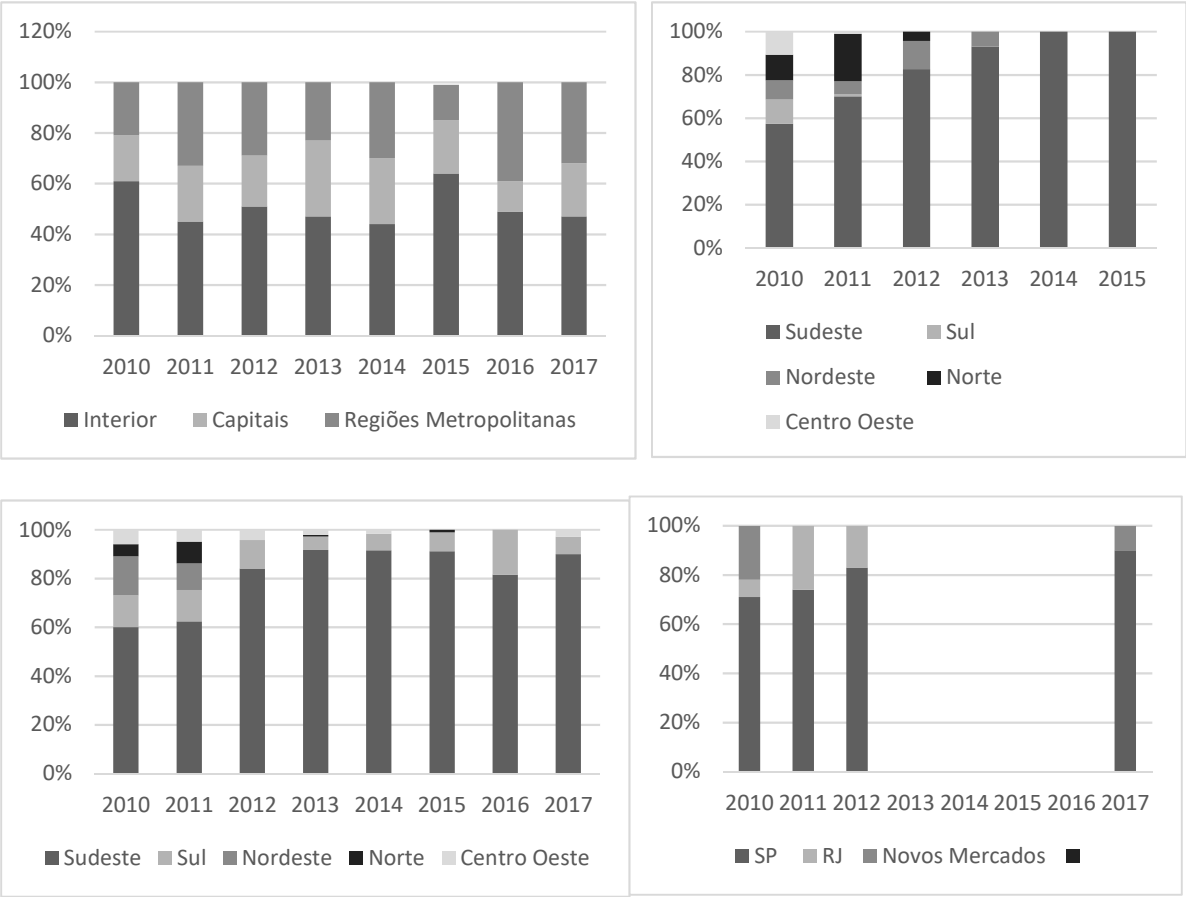
Já em termos de imóveis em construção o ritmo varia de companhia para companhia, mas também se verifica a evolução da dinâmica do imobiliário com redução de velocidade de vendas e dos distratos de imóveis em construção. No entanto, o sinalizador mais importante da dinâmica futura dessas empresas é em relação ao percentual dos terrenos no estoque total. Nesse período nota-se o expressivo valor que atinge nos anos 2011 e 2012. Só na Gafisa eles correspondiam a 80% dos estoques em 2011 e na MRV eram 60%. A partir de 2013 há uma diminuição desse percentual, chegando a 2016 em patamares mais baixos. Essa diminuição não ocorre na MRV, pois a empresa enfatiza sua estratégia de ganhar mercado nos segmentos respaldados pelos fundos públicos e semi-públicos, ainda que em menor ritmo. A PDG, por sua vez, mostra essas transformações de maneira mais intensa, chegando em 2016 com o mesmo percentual de imóveis prontos e de terrenos.

Esses dados indicam para a hipótese de que a dinâmica de aquisição de terrenos nas empresas Gafisa e PDG estão associadas aos períodos de alta lucratividade e aceleração da atividade imobiliária, ao passo que MRV e Cyrela, como mencionado, apresentam tendência de compra de terrenos fora do ciclo da atividade.

Já em relação à dispersão geográfica dos lançamentos, apesar de não haver um padrão de divulgação das empresas, observa-se que aquelas que divulgam a partir das macrorregiões do Brasil (Cyrela e PDG) há em curso um processo de concentrar a atividade na região sudeste e em menor expressão no sul. Na Cyrela esse fato fica evidente quando, desde 2013, a empresa oferta quase 90% do seu VGV na região sudeste. A Gafisa concentra seus lançamentos na região sudeste especialmente o estado de São Paulo.[12]

[12] Cabe destacar que os dados da dispersão geográfica da empesa dizem respeito apenas aos lançamentos do segmento Gafisa. No segmento Tenda, voltado ao MCMV há lançamentos nas regiões centro oeste e nordeste. Por limitações do trabalho deixamos apenas os dados do segmento Gafisa.

Gráfico 5 – Distribuição do VGV por área geográfica (MRV, PDG, Cyrela e Gafisa)

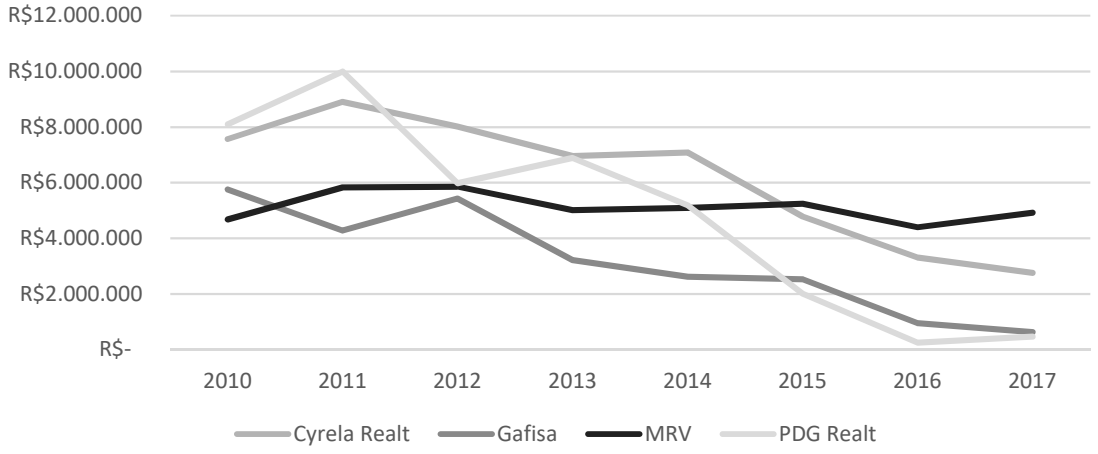


Fonte: Elaboração própria a partir de dados divulgados pelas empresas.

A MRV tem um padrão distinto de publicizar seus dados de lançamentos, divulgando apenas por porte de cidades que atua. Há, a partir de 2016 um aumento da participação do VGV lançado em regiões metropolitanas e uma redução em cidades do interior. Como dito anteriormente a empresa lança-se atualmente em uma estratégia de aumentar sua participação em capitais e regiões metropolitanas.

Ainda como forma de entender a dinâmica de acumulação dessas empresas e os impactos da reversão da atividade imobiliária, exploramos a seguir os dados relativos à receita operacional (aquela oriunda da atividade imobiliária). Do gráfico 6 nota-se que a receita operacional declina a partir de 2011, estando no menor patamar da série em 2017 nas empresas Cyrela, Gafisa e PDG. A MRV é a única empresa que mantém ao longo da série um patamar de receita operacional e apresenta um leve aumento entre 2016 e 2017. O seu desempenho deve ser creditado ao programa Minha Casa, Minha Vida que mantém o padrão de acumulação e garante a realização da produção com subsídios ao financiamento e à produção. Isso mostra como a crise apresenta impactos mais restritos na MRV do que em relação às outras empresas estudadas.

Gráfico 6 – Evolução da Receita Operacional (2010/2017) Em Milhares de R$ Corrigido IPCA



Fonte: elaboração própria a partir de dados da Economática.

Em Autor (XXXXXXXX) também mostramos a evolução das receitas financeiras dessas corporações. O dado para o período mostra que a receita financeira apresenta movimentos distintos entre essas empresas. A Cyrela, em 2010, tinha maior receita de aplicações financeiras, seguida da PDG, MRV e Gafisa. Há entre 2010 e 2013 uma diminuição das receitas financeiras de todas as empresas, podendo ser entendido pela redução do patamar de taxas de juros aplicado no país durante o primeiro governo Dilma Rousseff. O movimento das receitas financeiras ascende a partir de 2013, principalmente nas empresas Cyrela e MRV, decorreu do aumento das taxas de juros entre 2015 e 2016 e do declínio da atividade imobiliária. Isso favoreceu, portanto, a canalização de recursos em direção a aplicações financeiras. Ainda assim, considera-se que as receitas estão concentradas no *core business* original, ou seja, no setor imobiliário e que, embora a valorização financeira seja crescente e dependente das taxas de juros e de oportunidades de rendimento específicas, essa estratégia não constitui uma alteração significativa na lógica de gestão financeira das empresas. Em última instância pode-se afirmar que as aplicações financeiras têm mais um caráter de fluxo de caixa do que de estratégia de negócios.

Passando para a análise do passivo o dado evidencia o grau de alavancagem dessas empresas, considerando aqui a participação do capital de terceiros (passivo total) sobre o capital próprio (patrimônio líquido). O dado de alavancagem permite identificar a utilização de capital de terceiros na dinâmica de acumulação dessas empresas e o grau de exposição frente aos compromissos assumidos.

Tabela 4. Alavancagem (2010/2018)

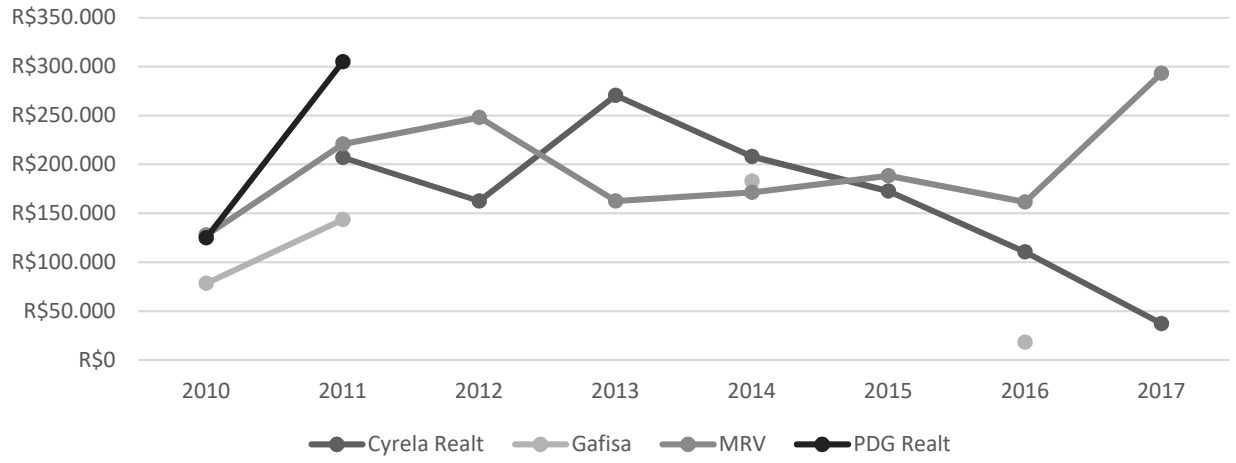
EMPRESA	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	JUN.2018
CYRELA	170%	187%	167%	150%	125%	103%	85%	67%	77%
GAFISA	155%	255%	251%	156%	136%	118%	170%	277%	217%
MRV	130%	160%	185%	142%	140%	133%	133%	155%	148%
PDG	160%	168%	219%	244%	260%	443%	(239%)	(191%)	(170%)

Fonte: elaboração própria a partir de dados da Economática.

De um modo geral, após um processo geral de alavancagem entre 2010 e 2012, verifica-se um processo de desalavancagem das empresas, exceto a PDG que, por uma situação de extrema fragilidade e necessidade de reestruturação, ampliou substancialmente seu grau de alavancagem. Atualmente o valor é negativo, pois a empresa encontra-se em estágio de passivo a descoberto, ou seja, seus ativos e seus recursos próprios são inferiores a suas obrigações. A Cyrela evidencia esse processo de desalavancagem, sendo atualmente suas dívidas menores do que seus recursos próprios. Isso aponta que as empresas estão investindo menos e também estão utilizando recursos próprios para continuidade da atividade em cenário de redução da demanda e incerteza.

Em relação aos dispêndios com dividendos, nossa preocupação é evidenciar a canalização dos recursos oriundos para atividade produtiva para o mercado financeiro, em especial os acionistas das empresas. Em Autor (XXXXXX) comparamos esse dado com os dispêndios com juros e notamos que há grande desproporção predominando o pagamento com juros. No geral, o gráfico mostra que o pagamento dos dividendos está associado ao desempenho geral das companhias e à dinâmica geral da atividade imobiliária. Dadas as dificuldades financeiras das empresas PDG e Gafisa, não houve para todos os anos o pagamento de dividendos. Já a Cyrela, ainda que em declínios valores pagos, remunera seus acionistas. Mas, chama atenção a distribuição de dividendos da empresa MRV que cresce substancialmente em 2017 chegando a quase 300 milhões. Esse dado da MRV também mostra que seu posicionamento de mercado permite a companhia remunerar seus acionistas em um momento de arrefecimento e crise no setor de edificações.

Gráfico 7. Evolução do pagamento de Dividendos (2010/2017). Em milhares de R$. Corrigido pelo IPCA.



Fonte: elaboração própria a partir de dados da Economática.

Considerações Finais

A dinâmica econômica das empresas trabalhadas apontam para uma diferenciação dos efeitos da crise, principalmente se considerarmos suas estratégias produtivas e financeiras. Na segunda metade da década de 2000, a dinâmica da economia real, as políticas anticíclicas, a abertura de capitais e a internacionalização do setor fizeram com que as taxas de crescimento fossem das mais relevantes entre os setores econômicos do país. Esse movimento também colocou novos agentes na dinâmica imobiliária, como os gestores dos fundos e as corretoras de investimento, que avaliam o desempenho das empresas.

Como em todos os setores, essa avaliação se dá em função dos resultados de rentabilidade próprios das finanças, a saber, a valorização dos ativos sobre expectativas de maior valorização (financeira e operacional presentes e futuras). Esse cenário ampliou as formas de apropriação externa das rendas, não só da construção em si como também da renda da terra. Como mostra Fix (2011, p.138), a estratégia das empresas perante a abertura de capitais foi ampliar a compra de terrenos na busca de manter, frente aos investidores, as possibilidades de efetivar o VGV (Valor Geral de Vendas) prometido no lançamento das ações. Isso teve como efeito principal o aumento generalizado do preço dos terrenos e a incorporação de novas áreas (periféricas, rurais, de fronteira, etc.) à dinâmica especulativa do setor imobiliário.

Embora a participação dessas novas métricas seja cada vez mais relevante, o setor imobiliário no país ainda depende fortemente dos fundos públicos e semi-públicos para o financiamento, realização de suas mercadorias e remuneração acionária. Muitas vezes, a impossibilidade de realizar os investimentos reais acaba por atrapalhar os processos de

valorização e, como está ocorrendo neste momento, as empresas encontram-se em piores condições e em nova rodada de "reorganização" patrimonial – com fusões, saída da bolsa, fortes desvalorizações dos seus ativos, etc.

Entre as empresas analisadas, fica bastante elucidada a dimensão cíclica/depressiva da atividade a partir de 2012 (com redução da alavancagem, freio na constituição de bancos de terras, etc.). No entanto, o enfretamento diferenciado das companhias mostra que a adoção de estratégias de longo prazo assentadas nos segmentos de mercado cuja realização é garantida pelas políticas de governo foi mais eficaz para manutenção dos rendimentos.

O exemplo disso foi a MRV, que atua no segmento econômico respaldado pelo financiamento público. Diferentemente das demais, a empresa projeta-se no longo prazo, mostrando que suas estratégias de negócios não estão restritas aos ciclos do imobiliário, ampliando seu banco de terrenos e elevando o ganho de seus acionistas no presente. Já a PDG, cuja estratégia esteve mais vinculada a posturas agressivas de ganhos nos mercados financeiros (não necessariamente atrelados à atividade fim), teve os piores resultados, inclusive pedindo recuperação judicial em 2017 indicando que a postura da empresa estava mais associada ao período de boom imobiliário. A Gafisa e a Cyrela, por sua vez, tiveram posturas mais conservadoras, com diminuição da alavancagem e pior desempenho econômico ainda que o desempenho da Gafisa e de suas estratégias estejam mais próximos da PDG do que da Cyrela.

Outro ponto a considerar da diferença de desempenho das empresas é em relação a estrutura de propriedade. Partindo da discussão elaborada por Ball (1983) sobre as grandes empresas britânicas, há uma relação entre menor pulverização da propriedade, controle ou participação familiar e visões de negócios. Para o autor, empresas com participação da família fundadora apresentam menor interesse na venda de ações e distribuição dos lucros e, dessa forma, tendem a ter uma visão relativamente mais estruturada no longo prazo. Segundo o autor, o mesmo acontece como a maior centralização das ações.

Nesse sentido, considera-se a MRV e a Cyrela como empresas ainda sob domínio familiar: Rubens Menin, no primeiro caso, detém em 2018 32,6% das ações da companhia e ocupa o posto de presidente do conselho de administração, sendo o maior acionista da empresa. Seu filho e seu sobrinho dividem a presidência da empresa. Já na Cyrela o fundador Elie Horn tem 22,7% das ações, também o maior acionista e divide a presidência do conselho e seus dois filhos são diretores co-presidentes da empresa.

Na Gafisa o maior acionista, com 32,1% das ações é o fundo GWI pertencente ao GWI Asset Management. O controle da companhia é recente uma vez que eles se tornaram maiores acionistas apenas em 2018. Com isso, o presidente do conselho é o presidente da GWI e as diretoras também oriundas dessa empresa de ativos imobiliários. Já a PDG tem com maior acionista o fundo Vinci Partners com 13% das ações e seus principais executivos

oriundos das mais diversas atividades. Nesse ponto, de alguma forma, os dados convergem para as considerações de Ball (1983), no entanto, para avançar nesse debate é necessário comparar as estruturas de propriedade de outras empresas de capital aberto, aprofundando o entendimento entre a estrutura de propriedade, gestão e desemprenho.

Por fim, considera-se que, no plano da economia real, o horizonte do setor é pleno de incertezas e problemas. Ao depender do alargamento do mercado interno e dos fundos de financiamento capazes de atender a população de menor renda, o cenário de ajuste fiscal do governo pressiona para a continuidade dos determinantes macroeconômicos da recessão/estagnação.

Referências

ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F; ROCHA, M. A. A fragilização Financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise. **Campinas: IE-Unicamp, 2016.** (Texto para Discussão).

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11 ed. São Paulo, Atlas, 2017.

BALL, M.. **Housing Policy and Economic Power : The Political Economy of Owner Occupation**, Taylor & Francis Group, 1983.

BARBOSA, N.; PEREIRA DE SOUZA, I. A. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. **Brasil, entre o passado e o futuro.** São Paulo: Boitempo, 2010.

BELLUZZO, L. G.; TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI, J. L. **O poder americano**. Petrópolis: Editora Vozes, p. 113-117, 2004.
BERTASSO, B. **Edificações: impasses da modernização no ciclo de crescimento dos anos 2000**. Tese (doutorado). Campinas: IE/Unicamp, 2012.

BORGHI, R.A.Z. **Economia Financeira e Economia Produtiva. O Padrão de Financiamento da Indústria Automobilistica.** Dissertação (Mestrado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp, Campinas, 2011.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas**. Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 11, 1998

FIX, M. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil. 2011. 263 p.** Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: . Acesso em: 11 jan. 2015.

FONSECA, C.V.C. **A influência da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto (2000-2013)**. Dissertação. (Mestrado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp. Campinas, 2015.

HIRATUKA, C. et al (coord). **Perspectiva do Investimento na Indústria**. Projeto PIB, Unicamp/UFRJ. 2010.

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN,**. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance**, Economy and Society, vol.29 n.1, 2000.

LOPREATO, F. Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil. **CAMPINAS: IE-UNICAMP, 2018.** (Texto para Discussão).

LOURAL, M. S. **Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial do período 1999-2013**. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp. Campinas 2016.

MIOTO, B. T;. **As políticas habitacionais no subdesenvolvimento: os casos do Brasil, Colômbia, México e Venezuela (1980/2013).** Campinas, SP : [s.n.], tese de doutorado, 2015.

MIOTO, B. T. e PENHA FILHO, C. A. **Crise econômica e o setor imobiliário no Brasil: um olhar a partir da dinâmica das maiores empresas de capital aberto (Cyrela, PDG, Gafisa e MRV). In:** Seminário Internacional Financeirização e Estudos Urbanos: Olhares Cruzados Europa e América Latina, 2018, São Carlos. Anais. 2018.

PAULANI, L. M. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. In: **XVII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA** - Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP). anais... 2012b.

PENHA FILHO, C.A. e MIOTO, B.T. Limites da concentração e centralização do capital no imobiliário: um olhar a partir de quatro empresas incorporadoras. In: **Encontro Nacional da Associação de Pós Graduação e Pesquisa em Planejamento Urbano e Regional**, 17, 2017, São Paulo. Anais Enanpur 2017.

ROCHA, M. A. M. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma história recente do Grande Capital Brasileiro**. Tese (Doutorado em Economia) Instituto de Economia – Unicamp. Campinas, 2013.

ROYER, Luciana de Oliveira. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas. 2009.** Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

TAVARES, R. **A esturura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil e incorporadoras de empreendimentos imobiliários: um estudo comparativo.** Tese. (Doutorado em Contabilidade). Faculdade de Economia e Administração – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.