



UNIFACS

UNIVERSIDADE SALVADOR

LAUREATE INTERNATIONAL UNIVERSITIES®

**UNIFACS UNIVERSIDADE SALVADOR
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

LUCAS LIMA DE OLIVEIRA LEAL

**A INFLUÊNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL NA COMPETITIVIDADE DO
MERCADO IMOBILIÁRIO BAIANO**

Salvador
2014

LUCAS LIMA DE OLIVEIRA LEAL

**A INFLUÊNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL NA COMPETITIVIDADE DO
MERCADO IMOBILIÁRIO BAIANO**

Dissertação apresentada ao Mestrado em Administração da UNIFACS Universidade Salvador, como um dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Augusto de Oliveira Monteiro.

Salvador
2014

Ficha Catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas da Universidade Salvador –
UNIFACS

Leal, Lucas Lima de Oliveira

A influência da abertura de capital na competitividade do mercado imobiliário baiano. / Lucas Lima de Oliveira Leal.- Salvador, 2014.

166 f. : il.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Salvador, 2014.

Orientador: Prof. Dr. Augusto de Oliveira Monteiro.

1. Administração Estratégica - Construção Civil. 2. Incorporação Imobiliária. 3. Abertura de Capital. I. Monteiro, Augusto de Oliveira, orient. II. Título.

CDD: 658.4012

LUCAS LIMA DE OLIVEIRA LEAL

A INFLUÊNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL NA COMPETITIVIDADE DO
MERCADO IMOBILIÁRIO BAIANO

Dissertação apresentada ao Mestrado em Administração da Universidade Salvador, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Augusto de Oliveira Monteiro - Orientador _____
Doutor em Administração pela Universidade Federal da Bahia - UFBA/Boston University
UNIFACS Universidade Salvador

Sergio Hage Fialho _____
Doutor em Administração pela Universidade Federal da Bahia - UFBA
UNIFACS Universidade Salvador

Antônio Lôpo Martinez _____
Doutor em Finanças pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo, EAESP-FGV
Fundação Instituto Capixaba de Pesq. em Contabilidade, Economia e Finanças, FUCAPE.

Salvador, 11 de julho de 2014.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar os motivos que conduziram as grandes construtoras e incorporadoras do sudeste brasileiro ao processo de abertura de capital, avaliar os impactos da chegada dessas companhias sobre as condições de competitividade do mercado imobiliário baiano e estudar a resposta estratégica das empresas locais, diante de um cenário mais adverso. O foco deste trabalho foi à construção civil imobiliária, alcançando a incorporação de empreendimentos e a construção de edifícios. A pesquisa aponta que o momento oportuno do mercado, caracterizado pela elevada disponibilidade de recursos, foi o principal motivo que levou as empresas para abertura de capital, essa constatação reforça os pressupostos do *marketing time*. Além disso, os resultados também mostram que a captação de recursos em bolsa, permitiu que as incorporadoras e construtoras vindas do sudeste brasileiro ampliassem sua disponibilidade financeira, lhes possibilitando aumentar seu estoque de terrenos e adquirir concorrentes, garantindo-lhes uma maior capacidade produtiva e tornando o ambiente mais adverso para os concorrentes menos capitalizados. Em resposta ao aumento da competitividade, as empresas baianas, que não recorreram a esta fonte de financiamento, permanecendo com o capital fechado, priorizaram a celebração de alianças estratégicas, tanto para desenvolver novos produtos, quanto para obter vantagens competitivas decorrentes da ampliação da capacidade financeira proveniente das alianças.

Palavras-chave: Construção Civil. Incorporação Imobiliária. Estratégia. Abertura de Capital.

ABSTRACT

This study aims to analyze the reasons that led the major builders and developers in southeastern Brazil to the IPO process, assess the impacts of the arrival of these companies on the competitiveness of the Bahian housing market and study the strategic response of local businesses, before a more adverse scenario. The focus of this work was to real estate construction, achieve the incorporation of enterprises and the construction of buildings. The research shows that the appropriate time in the market, characterized by high resource availability was the main reason that led companies to IPO, this finding reinforces the assumptions of the “marketing time”. Moreover, the results also show that fundraising in stock exchange, allowed the developers and builders coming from southeastern Brazil to extend their financial status, allowing them to increase their land bank and acquire competitors, guaranteeing them a higher production capacity and making the most adverse environment for the less capitalized competitors. In response to increased competitiveness, Bahian companies that did not resort to this source of funding, remaining privately held, prioritized execution of strategic alliances, both to develop new products, as for competitive advantage resulting from the expansion of financial capability from alliances.

Key Words: Construction. Real Estate Development. Strategy. Initial Public Offering.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Variação anual do Ibovespa – Pontuação do último dia do ano	84
------------------------------------------------------------------------------	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Quantidade de lançamentos imobiliários Salvador e RMS.....	78
Gráfico 2 - Fontes de financiamento consideradas de menor custo na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas	90
Gráfico 3 - Critérios de escolha das fontes de financiamento na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas	91
Gráfico 4 - Principais fontes de recursos utilizadas na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas	92
Gráfico 5 - Modelo de estrutura de capital utilizado pelas empresas de construção civil na perspectiva dos dirigentes das empresas	93
Gráfico 6 - Motivações para permanecer com o capital fechado, empresas baianas	94
Gráfico 7 - Fontes de financiamento consideradas de menor custo na perspectiva dos dirigentes	96
Gráfico 8 - Critérios de escolha das fontes de financiamento na perspectiva dos dirigentes das companhias de capital aberto.....	97
Gráfico 9 - Fontes de financiamento mais utilizadas pelas companhias de capital aberto.....	97
Gráfico 10 - Motivações para abertura de capital na perspectiva dos dirigentes das empresas	100
Gráfico 11 - Como foram utilizados os recursos obtidos com a abertura de capital na perspectiva dos dirigentes das empresas	101
Gráfico 12 - Variáveis com maior impacto na competitividade segundo a percepção das empresas	103
Gráfico 13 - Variáveis com maior impacto na competitividade segundo a percepção das entidades de classe.....	104
Gráfico 14 - Principais fornecedores da construção civil na perspectiva dos dirigentes das empresas e entidades de classe	105
Gráfico 15 - Principais elementos de diferenciação na perspectiva dos dirigentes das empresas e das entidades de classe.....	111
Gráfico 16 - Grau de Interferência das Políticas Públicas na comercialização de imóveis novos na perspectiva dos dirigentes das empresas e das entidades de classe	113
Gráfico 17 - Principais mudanças geradas no setor após a chegada das empresas de capital aberto na percepção dos gestores das empresas baianas e das entidades de classe.....	117
Gráfico 18 - Participação dos componentes no custo unitário da construção civil	118
Gráfico 19 - Ações adotadas pelas empresas baianas em resposta a chegada das companhias de capital aberto.....	120

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo do referencial teórico.....	63
-----------------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Recursos obtidos na Bm&fBovespa de 2004 a 2013. Valores em milhões	85
Tabela 2 - Abertura de capital por segmento (2004-2007).....	86
Tabela 3 - Empresas de construção civil que captaram recursos em bolsa através de oferta primária de ações (2004-2007). Valores em milhões	87
Tabela 4 - Valores arrecadados através de oferta primária de ação. Setor de construção civil em relação aos demais setores. Valores em milhões	89
Tabela 5 - Evolução Endividamento - Companhias de capital aberto.....	98
Tabela 6 - Percentual de <i>debêntures</i> em relação ao passivo total - Companhias de capital aberto	98
Tabela 7 - Evolução da receita líquida das companhias de capital aberto. Valores em milhões	121
Tabela 8 - Evolução do indicador Margem/Ebtida - Companhias de capital aberto.....	122
Tabela 9 - Evolução do ROE.....	123

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADEMI-BA	Associação dos Dirigentes das Empresas do Mercado Imobiliário - Bahia
AGE	Assembleia Geral Extraordinária
AGO	Assembleia Geral Ordinária
BM&FBOVESPA	Companhia formada a partir da integração das operações da Bolsa de Mercadorias & Futuros e da Bolsa de Valores de São Paulo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CA	Conselho de Administração
CNI	Câmara Nacional da Indústria
CRECI	Conselho Regional de Corretores de Imóveis
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstração Financeiras Anuais com respectivo Parecer da Auditoria Independente
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
<i>FOLLOW-ON</i>	Ofertas subsequentes de ações
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	principal indicador do mercado acionário brasileiro
IPO	Abertura de Capital
ITR	Demonstrações Financeiras Trimestrais
LAJIDA	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LTDA	Limitada
NM	Novo Mercado
PA	Patrimônio de Afetação
PDDU	Plano Diretor de Desenvolvimento Urbano
PIB	Produto Interno Bruto
RI	Diretoria de Relações com os Investidores
RMS	Região Metropolitana de Salvador
ROE	Retorno sobre o investimento
S/A	Sociedade Anônima
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SELIC	Taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SECOVI	Sindicato das Empresas de Compra, Venda e Administração de Imóveis
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SINDUSCON	Sindicato da Indústria da Construção Civil
SPE	Sociedade de Propósito Específico
VG	Valor Geral de Vendas
WACC	Custo Médio de Capital ou em inglês (<i>Weight Average Cost of Capital</i>)

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 GESTÃO ESTRATÉGICA E COMPETITIVIDADE	20
2.1.1 Estratégia e Planejamento Empresarial	20
2.1.2 Estratégia Competitiva.....	23
2.1.2.1 Ameaça de Novos Entrantes.....	24
2.1.2.2 Poder de Barganha em relação aos Fornecedores	26
2.1.2.3 Ameaça dos substitutos	27
2.1.2.4 Poder de Barganha dos Compradores.....	27
2.1.2.5 Grau de rivalidade entre os concorrentes	28
2.1.2.6 Influência do Governo	29
2.1.3 As reservas financeiras como vantagem competitiva	30
2.1.4 Alianças estratégicas.....	34
2.2 FINANÇAS CORPORATIVAS	36
2.2.1 Fontes de Financiamento Empresarial	37
2.2.1.1 Fontes de Financiamento de Longo prazo no Brasil	40
2.2.2 Abertura de Capital	41
2.2.3 Estrutura de Capital.....	42
2.2.3.1 Estudos iniciais sobre Estrutura de Capital	44
2.2.3.2 Abordagem de Modigliani e Miller	45
2.2.3.3 A nova abordagem de Modigliani e Miller com impostos	47
2.2.3.4 Abordagem de Miller.....	49
2.2.3.5 Abordagem de Myers	49
2.2.3.6 A abordagem do <i>Market Timing</i>	53
2.2.3.7 Estrutura de Capital no Brasil.....	53
2.3 GESTÃO DAS EMPRESAS IMOBILIÁRIAS	55
2.3.1 Gestão de empresas de construção civil.....	55
2.3.2 Mecanismos de financiamento das empresas de construção imobiliária	60
2.4 QUADRO SÍNTESE COM AS PRINCIPAIS ABORDAGENS CONTIDAS NA FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	63
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	71
4.1 CARACTERIZAÇÃO E HISTÓRICO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL	71
4.1.1 Histórico do setor de construção civil.....	73
4.2 PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL E O HISTÓRICO DO PERÍODO	78

4.2.1 Histórico do período	83
4.3 PRIORIDADES E MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS NAS EMPRESAS BAIANAS	89
4.3.1 Principais motivações para manter o capital fechado.....	94
4.4 PRIORIDADES E MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO	95
4.4.1 Principais motivações para abertura de capital	99
4.5 CONDIÇÕES DE COMPETITIVIDADE	102
4.5.1 Percepção das empresas.....	102
4.5.2 Percepção das entidades de classe.....	103
4.5.3 Poder de barganha dos fornecedores.....	105
4.5.4 Barreiras de Entrada	107
4.5.5 Grau de rivalidade da indústria.....	108
4.5.6 Poder de barganha dos clientes	110
4.5.7 Produtos substitutos	112
4.5.8 Dimensão institucional, representada pelos governos e suas políticas	113
4.6 IMPACTO DA CHEGADA DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NA COMPETITIVIDADE EM SALVADOR E REGIÃO METROPOLITANA	115
4.7 RESPOSTAS DAS EMPRESAS BAIANAS A CHEGADA DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO	116
4.7.1 Percepção dos dirigentes sobre as mudanças.....	117
4.7.2 Reações das empresas baianas	119
4.8 ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL QUE ABRIRAM CAPITAL ENTRE 2005 E 2009 E ESTENDERAM SUAS OPERAÇÕES PARA A CAPITAL BAIANA.....	121
5 CONCLUSÕES.....	124
REFERÊNCIAS	128
APÊNDICE A - Questionário de entrevista realizado com os dirigentes das entidades de classe do setor imobiliário.....	135
APÊNDICE B - Questionário realizado com os representantes (presidentes diretores, gerentes e responsáveis pela área de Relação com Investidores) das empresas de construção civil que abriram o capital entre 2005 e 2007 e estenderam suas atividades para a capital baiana	142
APÊNDICE C - Questionário de entrevista realizado com os representantes (presidentes, diretores, gerente) das empresas de construção civil com atuação em Salvador e Região Metropolitana.....	155

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o Brasil vem passando por profundas mudanças no sistema econômico. A estabilização da moeda, o controle da inflação, a redução da taxa de juros e o aumento da renda (a partir do ganho real do salário mínimo e dos programas de distribuição de riqueza) são fatores que contribuíram para o crescimento da demanda interna e geraram mudanças no ambiente empresarial.

Diversos setores se beneficiaram com esse momento e ampliaram sua participação na economia nacional. O setor de construção civil pode ser utilizado para representar essa fase. O setor ganhou ainda mais relevância na economia e de acordo com os dados divulgados por Goldberg (2010) na revista Valor Setorial, a cadeia produtiva da construção somou um valor agregado de R\$ 224 bilhões, ou 8,3% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro em 2009. Além disso, o volume de empregados chegou a mais de 10 milhões de trabalhadores, representando mais de 10% da mão de obra no Brasil. Para completar, somente o setor da construção civil é responsável por R\$ 137,4 bilhões do PIB e por 6.942 milhões de pessoas ocupadas.

Nesse período, observou-se nas cidades brasileiras, uma ampliação significativa na oferta de imóveis, o que ajudou a reduzir o déficit habitacional existente no país e levou as principais cidades a um processo de concentração populacional ainda maior. A Região Metropolitana de Salvador (RMS) também seguiu esse caminho e, segundo dados da Associação dos dirigentes de empresas do mercado imobiliário da Bahia (ADEMI-BA, 2013), de 2005 até 2007, o número de lançamentos imobiliários na capital baiana cresceu mais de cinco vezes, saltando de 2.557 para 17.326 unidades.

Alguns fatores podem ser utilizados para compreender a expansão da demanda por imóveis em Salvador e no Brasil: o aumento do crédito imobiliário, a queda¹ da taxa Selic para o menor patamar histórico da taxa de juros referencial da economia brasileira, na época, a realização de obras públicas – aí consideradas o programa *Minha Casa, Minha Vida*, e até a redução de impostos para produtos destinados a construção civil.

¹ Segundo dados do Banco Central (2012), a taxa SELIC caiu de 24,9% de dez/02 para 8,65% em dez/09.

Contudo, para entender esse avanço significativo na oferta de imóveis, é necessário compreender as mudanças do ambiente competitivo que o setor passou. O mercado imobiliário, que historicamente se caracterizou pela fragmentação, viveu um movimento de concentração contando com a participação cada vez maior de grupos empresariais de grande porte. Segundo dados divulgados por Goldberg (2010) na revista Valor Setorial, em 2005, na cidade de São Paulo, que concentra 40% do mercado brasileiro, as dez maiores empresas do setor tinham apenas 22% de participação. Somente um ano depois, esse número passou para 30%. Esse movimento ultrapassou as fronteiras da capital paulista e se estendeu para todo Brasil, onde esses grupos ampliaram suas operações.

Para realizar o processo de consolidação do setor e expandir tão rapidamente suas atividades, dando vazão ao crescimento da oferta de lançamentos imobiliários, algumas empresas de construção civil, a partir de 2005, ampliaram suas fontes de financiamento e resolveram captar recursos realizando o processo de abertura de capital² (IPO³) ou através do *Follow-on*⁴. Com isso, o empréstimo bancário deixou de ser a única alternativa, para suprir a necessidade de ampliação dos investimentos.

Nesse período, o mercado de capitais brasileiro já se destacava e a participação da Bolsa de Valores como fonte de financiamento empresarial ganhava relevância, tornando o ambiente favorável para captação de recursos. Em 2007, o valor total arrecadado com a venda de ações, chegou a representar 56%⁵ do volume emprestado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principal fonte de financiamento empresarial de longo prazo no Brasil. Para efeito comparativo, destaca-se que, em 2004, essa proporção foi de somente 11%.

Segundo relatório “O Novo Mercado”, divulgado pela Bm&fBovespa (2009), o passo importante para o expansão do mercado de capitais brasileiro foi a criação do Novo Mercado⁶ dessa bolsa de valores em 2000. Essa iniciativa ampliou o processo de transparência e reduziu

² Segundo Cavalcanti (2005), realizar a abertura de capital (IPO) significa emitir ações em bolsa de valores, ou mercado balcão, para o público. Em síntese, ter novos sócios que participem do financiamento do projeto através da oferta pública de ações.

³ IPO é uma sigla originária da língua inglesa, mais especificamente, significa *Initial Public Offering*.

⁴ *Follow-on* é quando a empresa que já está listada em bolsa faz um novo processo de captação de recursos.

⁵ Os dados foram retirados do site da Bm&fBovespa (2013), na seção ofertas Públicas e no site do BNDES (2012), na seção evolução dos desembolsos.

⁶ O Novo Mercado é um segmento especial de listagem da Bm&fBovespa, criado em dezembro de 2000, destinado a empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa.

a percepção de risco, proporcionando um ambiente de negociação de maior estímulo aos investidores e companhias, o que permitiu o aumento do número de empresas que se candidataram a abrir o capital e o conseqüente crescimento do volume de recursos obtidos por meio dessa modalidade de financiamento empresarial.

As empresas de construção civil tiveram participação relevante entre aquelas que abriram capital no período de 2005 a 2007, dando início a um novo ciclo de desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro. Essas venderam parte de suas ações a novos investidores para ampliar os recursos em caixa e financiar o projeto de expansão. Os dados referentes às ofertas públicas de ações disponíveis no site da Bm&fBovespa mostram que, entre 2005 e 2007, vinte e uma empresas desse setor captaram R\$ 12.807 bilhões de reais.

O acesso a essa fonte de recursos contribuiu para que grupos empresariais como Gafisa, Cyrela e PDG crescessem rapidamente e expandissem suas atividades, garantindo uma participação de mercado significativa nas principais capitais brasileiras, inclusive Salvador e Região Metropolitana. Esse movimento trouxe alterações na competitividade do setor em todo o país (principalmente nas regiões metropolitanas), gerando impacto sobre as empresas familiares com atuação local, que dominaram o mercado imobiliário por um longo período, mas tiveram que aprimorar os processos e adequar os produtos para manterem-se competitivas.

As empresas baianas, que nesse período, já contavam com uma nova gama de áreas economicamente incorporáveis, com destaque para a orla marítima e região da Avenida Paralela, e com isso, teriam a oportunidade de ampliar substancialmente sua capacidade produtiva, não aderiram ao processo de abertura de capital. Nenhuma delas vendeu suas ações em bolsa, aproveitando o momento propício do mercado. Mas, com a chegada de novos entrantes (principalmente esses grupos de capital aberto), os participantes tradicionais do setor na Bahia como: MRM Engenharia, Sertenge, OAS e Andrade Mendonça, precisaram revisar seus modelos de negócio.

Assim, a motivação para este trabalho decorre da necessidade de compreender o processo de abertura de capital das empresas de construção civil e os seus impactos sobre as condições de competitividade do setor. Ressalta-se, que esse setor é muito fragmentado e ainda conta com diversas empresas de capital fechado. Como as fontes de recursos empresariais de longo prazo

ainda são limitadas no Brasil, permanecendo como principal referência o BNDES, amplia-se a importância de entender os motivos e avaliar os resultados das companhias que resolveram aderir a essa alternativa de financiamento.

Desta forma, o objetivo geral desse trabalho é analisar o recente processo de abertura de capital das empresas de construção civil que expandiram suas atividades para Salvador, inclusive sua região metropolitana e o impacto desse processo no ambiente competitivo. Os objetivos específicos são os seguintes:

- caracterizar o setor de construção civil;
- descrever o processo através do qual foi implantada a abertura de capital; explicitando suas principais características (histórico, formais, mecanismo e magnitude);
- entender os motivos que levaram as empresas baianas a permanecerem de capital fechado;
- entender os motivos que levaram empresas de construção civil do sudeste do país à abertura do capital;
- examinar as condições de competitividade do setor de construção civil;
- identificar os impactos do processo de abertura de capital sobre as condições de competitividade do setor em Salvador e Região Metropolitana;
- investigar as respostas das empresas locais a estas transformações;
- analisar o desempenho das empresas de construção civil que abriram o capital, entre 2005 e 2007, após o processo de capitalização em bolsa;

Este trabalho foi realizado através de análise documental e pesquisa descritiva setorial, abrangendo as empresas do setor de construção civil com atuação na RMS. Além de seis grupos empresariais com atuação nacional, que abriram o capital entre 2005 e 2007 e expandiram sua atuação para Salvador, passando a ocupar uma participação de mercado relevante na capital baiana. Em cada uma dessas empresas, foi aplicado questionário, virtual ou presencial, direcionado aos seus executivos, com cargo de diretor de filial.

Estes questionários objetivaram a realização da análise das características do setor e das forças competitivas que influenciam suas atividades, além de buscar informações relacionadas às empresas pesquisadas, a respeito da forma de atuação, das fontes de financiamento comumente utilizadas e dos possíveis motivos que levaram esses grupos a abrir o capital, ou não aderir a esse processo (no caso das empresas baianas).

Além disso, os questionários também foram aplicados com representantes de entidades de classe atuantes no mercado imobiliário: Associação dos dirigentes de empresas do mercado imobiliário (ADEMI-BA), Conselho Regional dos Corretores de Imóveis (CRECI-BA), Sindicato da Indústria da Construção do Estado da Bahia (SINDUSCON-BA), o Sindicato das Empresas de Compra, Venda e Administração de Imóveis (SECOVI-BA) e com a maior empresa de mídia imobiliária da cidade, o Stand de Vendas. Através dos questionários buscou-se obter a percepção dos dirigentes, sobre o mercado de construção civil e também sobre o processo de abertura de capital das empresas do setor.

Esta dissertação está estruturada em cinco capítulos. O primeiro corresponde a esta introdução onde são apresentados os fatores que motivaram essa pesquisa, assim como o objetivo central e os específicos. No segundo, tem-se o referencial teórico do trabalho que está dividido em três seções: a) na primeira, veremos os conceitos de gestão estratégica, trazendo uma leitura dos pensamentos de Porter (1986), D'Aveni (1995) e Yoshino e Ragan (1996), sobre competitividade, vantagens provenientes da capacidade financeira e alianças estratégicas. b) na segunda seção, serão apresentados os conceitos de finanças corporativas, sendo confrontados argumentos levantados por Durant (1952), Modigliani e Miller (1958), Myers (1984) e Choe, Masulis e Nanda (1993) relativos à composição da estrutura de capital das empresas. E a utilização da abertura de capital como fonte de financiamento. c) na terceira, será abordada a gestão imobiliária, as características operacionais e de financiamento das empresas nele atuantes, fazendo uma leitura dos argumentos de Almeida e Almeida (2003) e Tavares (2008). No terceiro capítulo, apresenta-se a metodologia utilizada para realização do trabalho, o tipo de estudo proposto e como será desenvolvida a pesquisa de campo.

No quarto capítulo, com os resultados da pesquisa, caracteriza-se o setor de construção civil. Além disso, é descrito o processo de abertura de capital, as motivações para manter-se de capital fechado ou captar recursos em bolsa, sendo avaliado se o processo de financiamento teve aderência com os argumentos dos teóricos apresentadas acima. Além disso, expõe-se também a percepção dos entrevistados sobre a competitividade do setor, sendo analisadas as principais mudanças no ambiente competitivo e a reação das empresas baianas ao processo. Para finalizar este capítulo, será realizada uma avaliação dos resultados financeiros (levando em consideração a receita líquida, o indicador *margem/ebtida*⁷ e o indicador retorno sobre o

⁷ *Ebitda* é um termo em inglês, conhecido no Brasil como Lajida, que significa: lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

investimento - ROE) das empresas de construção civil que captaram recursos em bolsa e vieram operar na RMS, com o intuito de verificar se o processo de abertura de capital trouxe vantagens às empresas que recorreram a essa fonte de financiamento. No quinto capítulo, são apresentadas as conclusões do trabalho a partir da análise dos dados tabulados e do resultado das pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

As bases conceituais deste trabalho estão organizadas a partir dos seguintes temas: Gestão Estratégica, Finanças Corporativas e Gestão de Empresas Imobiliárias, a seguir apresentadas.

2.1 GESTÃO ESTRATÉGICA E COMPETITIVIDADE

2.1.1 Estratégia e Planejamento Empresarial

A gestão estratégica ganhou mais relevância ao incorporar ao modo de pensar os conceitos militares utilizados na segunda guerra mundial e teve um importante avanço através do estudo das influências das variáveis internas e externas na análise da competitividade e no impacto do ambiente sobre o resultado das organizações.

Para Andrews (1971), estratégia empresarial pode ser definida como o modelo de decisão da empresa, onde estão determinados os objetivos e metas, as normas e planos para alcance dos objetivos buscados, sendo necessário dar importância tanto à fase de formulação quanto à de implementação da estratégia. Esse modelo precisa ser explícito e específico para ser funcional, devendo também ser expresso de forma a definir o negócio em que a empresa está, no qual pretende chegar e o que efetivamente pretende ser. Ressalta-se ainda que a decisão estratégica deve levar em consideração oportunidades de mercado, competências e recursos da empresa, aspirações e valores pessoais (em especial do principal gestor).

Ansoff (1977, p. 101) completa este pensamento, afirmando que as decisões estratégicas dizem respeito à ligação da empresa com o seu ambiente e a estratégia está relacionada à definição de regras de decisão, em condições de desconhecimento parcial do cenário, para que a empresa possa ter um campo de atuação bem definido levando a um crescimento ordenado e com lucros. Para esse teórico,

[...] o problema geral das atividades da empresa consiste em configurar e dirigir o processo de conversão de recursos de maneira a otimizar a consecução dos objetivos. O produto final das decisões estratégicas está centrado na escolha do conjunto produto/mercado que se deseja operar. Esta combinação é obtida pela adoção de novos produtos e mercados, abandono de produtos e mercados antigos e expansão da posição corrente. O problema é que a rotina operacional e as pressões imediatas sobre o tempo e o esforço da administração, criados pelas questões do dia

a dia, pode obscurecer o fato de que os males fundamentais estão no ambiente externo e não na empresa. (ANSOFF, 1977, p. 11).

Assim, mesmo quando há uma tendência declinante de rentabilidade ou indícios de saturação de mercado apontando para uma reestruturação do conjunto de produtos e mercados, existe uma tendência natural de voltar-se para o ambiente interno e recorrer a soluções operacionais (redução de custos, reorganização da empresa). Ou seja, em momentos em que o ambiente externo direciona para novos caminhos e oportunidades, muitas vezes as empresas permanecem tentando achar soluções dentro do seu modelo atual de negócio. Segundo Ansoff (1977, p. 9),

[...] os problemas estratégicos exigem atenção especial porque é mais difícil de identifica-los. A menos que as condições sejam especificamente criadas para haver preocupação com a estratégia, a empresa aplicará incorretamente seus recursos em busca de maior eficiência operacional quando maior atenção a oportunidades (ou ameaças) poderiam levar a uma melhoria significativa e imediata do nível de desempenho da empresa.

Inclusive Ansoff (1977) reforça que, para evitar o foco demasiado nos processos internos, torna-se necessário criar um ambiente administrativo, em que possa ser mantido um equilíbrio apropriado em termos de atenção a nível executivo e oferecer a administração um método de análise, orientado para a identificação de oportunidades estratégicas e necessidades de decisão.

Para chegar a esse método, Ansoff (1977, p. 9) faz uma separação entre as decisões operacionais, administrativas e estratégicas, como se as mesmas pudessem ser dissociadas na rotina da gestão. Enquanto que a primeira visa maximizar a eficiência do processo de conversão dos recursos, a segunda preocupa-se com a estruturação dos recursos da empresa. Já as decisões estratégicas, devem estar voltadas aos problemas externos à empresa e principalmente à escolha do composto de produtos a ser fabricado e dos mercados onde serão vendidos. As questões específicas a serem respondidas pelo método proposto pelo autor são: quais os objetivos e metas da empresa; deve a empresa diversificar-se até que ponto e como tirar proveito da posição atual em termos de produtos e mercados. Por fim, ele sugere que essas decisões possuem características próprias e devem ser estudadas separadamente.

Ainda de acordo com Ansoff (1977, p. 8), as decisões relacionadas a produto e mercado criam necessidades operacionais e estas, por sua vez, determinam a estrutura das relações de autoridade e responsabilidade, fluxo de trabalho e informações dentro da empresa. Ou seja, a estrutura deve seguir a estratégia. Já a decisão estratégica consiste em uma escolha para aplicação de recursos entre possíveis alternativas. Todavia, para o autor, um problema que se repete constantemente é que as empresas dão muita ênfase às dificuldades operacionais e por isso tem dificuldade de reconhecer os problemas estratégicos. Dessa forma, a formulação de um modelo que contribua para que empresa tenha sua orientação voltada para a estratégia torna-se ainda mais relevante.

Ackoff (1983) contribui com esse pensamento, afirmando que o planejamento é um elemento que deve ser utilizado para que a empresa possa ter uma visão de futuro e, através dessa visão, sejam estabelecidos objetivos e metas para que a mesma possa aproveitar da situação vislumbrada ou se defender das dificuldades que o futuro pode apresentar. Seguir o planejamento possibilitaria uma maior probabilidade de sucesso.

Quanto à necessidade de elaboração de uma estratégia formal, Ansoff (1977, p. 95) afirma que na ausência da mesma, não haverá regras para orientar a busca de oportunidades. Dessa forma, a empresa não terá dispositivos para enfrentar situações de desconhecimento parcial. Além disso, a empresa não terá garantia se a alocação de recursos é eficiente e se certas linhas de produtos serão obsoletas. Para o autor, a necessidade de realizar uma estratégia mais completa possível é ainda mais relevante para uma organização integrada que produz bens ou fornece serviços. Isso ocorre, pois suas decisões de produto e mercado possuem longos períodos de gestação e muito dos seus investimentos são irreversíveis. Por isso, torna-se necessário antecipar as mudanças para minimizar a probabilidade de tomar decisões erradas.

Mintzberg (2008, p. 34) vai de encontro a esse pensamento ao argumentar que apesar das organizações realizarem seu planejamento estratégico formal, boa parte das suas ações acontece em função da consistência de seu padrão de comportamento ao longo do tempo, sendo resposta a situações que se apresentam. O mundo real envolve pensar a frente e também certa adaptação durante o percurso.

Para o mesmo teórico, as intenções plenamente realizadas são chamadas de estratégia deliberada. As ações que emergem de um padrão que não foi planejado nem pretendido

chama-se de estratégia emergente. Poucas estratégias podem ser puramente deliberadas ou emergentes. Uma sugere aprendizado zero e a outra, controle zero. Todas as estratégias precisam misturar as duas de alguma forma, tentar controlar sem interromper o processo de aprendizado. Assim as estratégias eficazes misturam a capacidade de prever e de reagir

Ghoshal e Tanure (2004, p. 23) ampliam os conceitos de Ansoff (1977) e Ackoff (1983) ao afirmarem que o desempenho corporativo superior sustentado, se baseia na capacidade de administrar a tensão entre duas forças aparentemente contraditórias: a necessidade de melhoria permanente do desempenho operacional e da produtividade (racionalização) e a necessidade de crescimento e expansão pela contínua revitalização da estratégia, da organização e das pessoas (revitalização).

Seguindo ainda o raciocínio desses mesmos estudiosos, a racionalização é um processo desagradável, pois exige o fechamento de fábricas, a venda de negócios e a demissão de pessoas. Por outro lado, a revitalização é algo prazeroso. Todo dirigente adora o crescimento, sonha com uma visão e procura fazer com que a revitalização realize esse sonho. Todavia, o sucesso da estratégia vem da execução dos dois esforços conjuntamente, ou seja, a empresa precisa manter a atenção para as variáveis externas que vão direcionar o caminho futuro, assim como direcionar o foco na estrutura interna da organização em busca da eficácia operacional.

2.1.2 Estratégia Competitiva

A essência da estratégia competitiva é relacionar uma companhia ao seu meio ambiente. Ou seja, a elaboração da estratégia demanda um conhecimento das variáveis externas e da influência das mesmas sobre o negócio. Ressalta-se, que para elaboração da estratégia, além do impacto dessas variáveis no momento presente, será preciso fazer projeções sobre o comportamento dessas variáveis no futuro. A capacidade de avaliar e prever cenários será fundamental para identificação de importantes oportunidades e ameaças para o negócio.

Segundo Porter (1986, p. 22), a concorrência em uma indústria⁸ tem raízes em sua estrutura econômica e essa estrutura tem influência determinante nas regras de competitividade. Para o autor, a concorrência não está limitada somente aos participantes estabelecidos, indo além do comportamento dos mesmos. Clientes, fornecedores, substitutos e novos entrantes são todos “concorrentes” para a empresa na indústria, podendo ter maior ou menor importância, dependendo de circunstâncias particulares. A concorrência, nesse sentido, poderia ser definida como rivalidade ampliada. Para Porter (1986, p. 22),

O grau de competitividade depende do comportamento de cinco forças competitivas: a ameaça de novos entrantes, o poder de barganha dos fornecedores, o poder de barganha dos clientes, a presença de produtos substitutos e rivalidade entre os concorrentes. O conjunto dessas forças é que vai definir o potencial de lucro final, ou o grau de competitividade e atratividade do setor. Quanto menores as influências dessas variáveis, mais rentável é o setor estudado. Quanto maior a influência dessas forças, mais competitivo é o setor e menor a rentabilidade dos participantes.

O propósito da estratégia competitiva é encontrar uma posição ofensiva ou defensiva dentro da indústria, de modo a criar uma posição defensável contra essas forças competitivas ou influenciá-las a seu favor. O conhecimento das fontes de pressão competitiva põe em destaque os pontos fortes e fracos críticos da companhia, anima seu posicionamento na indústria, esclarece as áreas em que a mudança estratégica pode resultar nos melhores retornos e destaca as áreas em que as tendências têm maior importância, quer como oportunidades ou ameaças (PORTER 1986, p. 23).

Assim, a formulação de uma estratégia competitiva deve ser realizada através da elaboração de uma análise estrutural da indústria, examinando o comportamento das cinco forças competitivas descritas por Porter (1986).

2.1.2.1 Ameaça de Novos Entrantes

Segundo Porter (1986, p. 25), quanto maior for a facilidade de novos participantes entrarem em um determinado mercado, maior a vulnerabilidade dos participantes atuais. Isso ocorre, pois novos entrantes trazem nova capacidade, o desejo de ganhar parcela de mercado e frequentemente, recursos substanciais, exercendo com isso, pressão sobre os preços e custos das empresas existentes. Ainda segundo esse mesmo teórico, a aquisição de uma empresa já

⁸ De acordo com Porter (1986, p. 24), o conceito de indústria está relacionado a um grupo de empresas fabricantes de produtos e serviços que são bastante aproximados entre si. Ainda assim, o autor reconhece que há um alto grau de controvérsias com relação a definição apropriada girando em torno do grau de proximidade que a substitutibilidade deve ter em termos de produto ou limites geográficos.

existente em uma indústria com intenção de construir uma posição no mercado deve ser vista como uma entrada, muito embora nenhuma entidade inteiramente nova tenha sido criada.

O grau da ameaça de entrada também pode ser avaliado de acordo com a reação que o entrante potencial espera das empresas já estabelecidas ou pela presença de algumas características apresentadas pela indústria em análise (barreiras de entrada existentes), assim como:

- a) economia de escala: refere-se aos declínios no custo unitário de um produto a medida que o volume absoluto aumenta. Detém a entrada, pois força o ingressante a entrar no mercado em larga escala, arriscando-se a uma forte reação dos participantes, ou ingressar sem escala e sujeitar-se a uma desvantagem de custo. Um tipo de economia de escala ocorre quando existem vantagens econômicas na integração vertical, ou seja, a operação em estágios sucessivos de produção ou distribuição;
- b) diferenciação de produto: significa que as empresas estabelecidas tem sua marca/reputação identificada pela qualidade e desenvolvem um sentimento de lealdade com o consumidor, originado de um esforço passado de construção da imagem e credibilidade, ou simplesmente por terem entrado antes na indústria. Essa diferenciação força os novos entrantes a efetuar despesas pesadas para superar o vínculo já estabelecido com os clientes, na tentativa de se equiparar em imagem. O que, normalmente, acarreta em prejuízos iniciais, além de ser um investimento de alto risco, pois não tem valor residual se a tentativa de entrada falhar;
- c) necessidade de capital: a necessidade de investir vastos recursos financeiros para competir cria uma importante barreira de entrada. Isso pode ser verificado mesmo se o investimento inicial for direcionado para a aquisição de estoque ou crédito ao consumidor⁹. Mesmo se os recursos estiverem disponíveis no mercado de capitais, a entrada representa um uso arriscado desse capital, o que se refletirá em margens de riscos aos possíveis entrantes e vantagens para as empresas estabelecidas;
- d) custos de mudança: podem ser definidos como barreira de entrada quando o comprador se defronta com custo quando muda de um fornecedor para o outro. Esse custo pode incluir a confiança depositada no vendedor para realização de um projeto ou produto. Se esses forem altos, os recém chegados precisarão de esforço e gastos adicionais;

⁹ Segundo Porter (1986, p. 28), caso os fornecedores estejam dispostos a financiar os consumidores finais de modo a ampliar suas próprias vendas. Isso obviamente reduz as barreiras efetivas de capital de entrada. Cita-se como exemplo os bancos que realizam o financiamento direto ao consumidor de imóveis diminuindo com isso a necessidade de capital.

e) retaliação prevista: se for esperado dos participantes uma resposta rigorosa para dificultar a entrada, esta pode ser dissuadida. As condições que assinalam possibilidade de reação acontecem quando as empresas estabelecidas têm recursos adicionais para a disputa (incluindo excedente de caixa e a capacidade de contrair empréstimos não exercitada) e têm excesso de capacidade de produção para fazer frente as necessidades futuras prováveis. Além disso, o crescimento lento da indústria, que limita a capacidade de absorver uma nova empresa sem deprimir as vendas e o desempenho financeiro das estabelecidas aumenta a probabilidade de retaliação dos atuais participantes.

Porter (1986, p. 33) completa o pensamento sobre a ameaça dos novos entrantes, afirmando que as barreiras de entrada podem ser anuladas por inovações no produto ou no processo, conduzindo a uma tecnologia substancialmente nova e criando, assim, uma curva de experiência inteiramente nova. Os entrantes podem ultrapassar os líderes e se instalarem nessa nova curva de experiência, a qual os líderes podem estar mal posicionados para avançar.

2.1.2.2 Poder de Barganha em relação aos Fornecedores

Para Porter (1986, p. 42), os fornecedores podem exercer pressão sobre os participantes de uma indústria, ameaçando elevar preços ou reduzir a qualidade dos bens e serviços oferecidos. Quando são poderosos, os fornecedores diminuem a rentabilidade do setor, incapaz de repassar os aumentos de custos em seus próprios preços. Esse estudioso ainda elenca os principais fatores que elevam o poder de barganha dos fornecedores:

- a) os fornecedores são dominados por poucas companhias, sendo mais concentrados que a indústria para a qual vende. Dessa forma, eles têm forte influência sobre os preços prejudicando a margem do setor. Além disso, os fornecedores são mais fortes quando não têm a necessidade de lutar contra produtos substitutos;
- b) a indústria não é um cliente importante para o grupo fornecedor, visto que os mesmos vendem para várias indústrias e uma isoladamente não representa uma fração tão elevada de vendas. Assim, eles ficam mais propensos a exercer seu poder de barganha;
- c) o produto dos fornecedores é um insumo importante para o negócio do comprador. Essencial para o processo de produção ou para a qualidade do produto. Além disso, são produtos diferenciados que implicam custo de mudança para os compradores.

A presença dessas condições torna-se uma ameaça à indústria, que fica com sua rentabilidade comprometida. Vale ressaltar que Porter (1986, p. 44) considera que a mão de obra também deve ser reconhecida como fornecedor e exerce grande poder em muitas indústrias. Para esse teórico, empregados altamente qualificados e escassos, além de mão de obra firmemente sindicalizada, podem absorver uma porção significativa dos lucros de um setor.

2.1.2.3 Ameaça dos substitutos

Produtos substitutos são aqueles que podem desempenhar a mesma função dos produtos do setor em análise, reduzindo os retornos potenciais dos seus participantes e colocando um teto nos preços que as empresas podem fixar. Os que exigem maior atenção são aqueles que: trazem melhoramentos no *trade-off* de preço-desempenho, são produzidos por indústrias de lucros altos e trazem importantes inovações tecnológicas. Quanto mais atrativa a alternativa de preço-desempenho oferecida pelos substitutos, mais firme a pressão sobre a margem do setor (PORTER, 1986, p. 40).

2.1.2.4 Poder de Barganha dos Compradores

Os compradores competem com a indústria forçando os preços para baixo, barganhando melhor qualidade e jogando os concorrentes uns contra os outros. O poder de influência dos compradores depende de certas características quanto a sua situação no mercado e da importância relativa de suas compras. De acordo com Porter (1986, p. 41), um grupo de compradores pode ser considerado perigoso se as seguintes circunstâncias forem verdadeiras:

- a) são concentrados e adquirem em grandes volumes em relação às vendas do vendedor. Quando os custos fixos da indústria são altos, essa condição deixa os compradores ainda mais poderosos;
- b) os produtos que eles adquirem representam uma fração significativa de seus próprios custos, os compradores tendem a ser mais seletivos e mais sensíveis ao preço;
- c) os produtos da indústria são padronizados ou não diferenciados. Dessa forma, eles ficam certos que podem encontrar vendedores alternativos, podendo com isso, jogar uma companhia contra a outra;
- d) não enfrentam custo de mudança. Caso o comprador possa modificar o fornecedor sem nenhum custo adicional ele garante mais barganha na negociação;

- e) o produto da indústria não é importante para o comprador. Quando isso ocorre os compradores são menos sensíveis ao preço;
- f) o comprador tem total informação sobre demanda, preços reais de mercado e mesmo sobre os custos dos fornecedores. Quando isso ocorre, ele está em melhor posição para assegurar preços mais favoráveis. Com isso, seu poder de negociação aumenta.

Para Porter (1986, p. 42), as fontes de poder dos compradores são validas tanto para o consumidor quanto para compradores comerciais e industriais. Ainda segundo esse teórico, os consumidores tendem a ser mais sensíveis a preço se estiverem comprando produtos que representam uma despesa alta em relação as suas rendas.

2.1.2.5 Grau de rivalidade entre os concorrentes

A rivalidade entre os concorrentes está ligada à disposição dos participantes de um setor para empreender batalhas competitivas sendo identificadas através das guerras de preço, batalhas de publicidade, introdução de produtos e aumento dos serviços ou das garantias aos clientes. Na maioria das indústrias, os movimentos competitivos de uma firma têm efeitos notáveis em seus concorrentes e podem incitar a retaliação. Essa disputa pode levar todas as empresas da indústria a sofrerem as consequências e ficarem em uma posição pior que a inicial. Em especial, a concorrência por preços é altamente prejudicial, sendo bastante provável que deixe todo o setor em pior situação, uma vez que os cortes de preço são fácil e rapidamente igualados pelos rivais, reduzindo a receita de todos, a não ser que a elasticidade-preço da indústria seja bastante alta (PORTER, 1986, p. 34).

Ainda de acordo com Porter (1986, p. 35), a rivalidade é consequência da interação de fatores estruturais:

- a) concorrentes numerosos e bem equilibrados: quando isso ocorre, a probabilidade de dissidência é grande. Todavia, quando a indústria é altamente concentrada, ou dominada por uma ou poucas empresas, o líder ou os líderes podem impor disciplina, assim como desempenhar um papel coordenador na indústria, através de meios como a liderança de preços;
- b) crescimento lento da indústria: em situações que o crescimento é lento ou fica estagnado, a concorrência pode ser equiparada a um jogo por parcela de mercado para as empresas que procuram expansão. Já o crescimento rápido da indústria assegura que as empresas podem

melhorar seus resultados apenas mantendo sua performance, diminuindo, com isso, a rivalidade entre os participantes;

c) custos fixos ou de armazenamento altos: criam forte pressão por volume de vendas, o que muitas vezes conduz a uma escalada na redução de preços. Uma situação relacionada aos custos fixos altos é aquela em que o produto, uma vez produzido, seja muito difícil ou dispendioso para ser mantido em estoque. Nesta situação, as empresas estarão propensas a abaixar o preço de modo a assegurar suas vendas, mantendo os lucros baixos;

d) ausência de diferenciação ou custo de mudança, neste caso, a diferenciação cria isolamento contra a luta competitiva, porque os compradores tem preferências e senso de lealdade com relação aos vendedores que estabelecem um laço de confiança;

e) barreiras de saída elevadas são fatores que mantem as companhias competindo em atividades mesmo obtendo retornos baixos, ou até negativos, sobre seus investimentos. Essas barreiras estão relacionadas à existência de ativos especializados para uma determinada atividade ou localização, custos fixos de saída como a necessidade de realizar grandes acordos trabalhistas para interromper a operação e as barreiras emocionais referentes à relutância da administração em justificar a sua permanência pelo receio quanto à própria carreira dos gestores, por orgulho ou outras questões.

Quando as barreiras de saída são altas, as companhias mais fracas persistem na competição, mantendo o excesso de capacidade da indústria e afetando a rentabilidade de todos os participantes. Todavia, Porter (1986, p. 38) lembra que, embora uma companhia tenha que conviver com os fatores que determinam a intensidade da concorrência, a análise das cinco forças é fundamental, pois pode haver algum espaço para melhorar a situação competitiva através de mudanças estratégicas. Dessa forma, a empresa pode tentar aumentar a diferenciação dos produtos saindo de uma disputa direta com os concorrentes, ou ainda, concentrar os esforços de vendas nos segmentos da indústria com crescimento mais rápido.

2.1.2.6 Influência do Governo

Além da importância da análise das cinco forças para identificação da competitividade do setor, Porter (1986, p. 44) destaca que o Governo em todos os níveis, precisa ser reconhecido como uma influência potencial, tanto direta, quanto indireta. Em muitas indústrias, é um importante comprador ou fornecedor, podendo ainda influenciar a concorrência através das

políticas adotadas. Ressalta-se que essa atuação é influenciada mais por fatores políticos do que comerciais ou econômicos.

Ainda segundo Porter (1986), a atuação do Governo pode ser sentida através da adoção de subsídios para substitutos, clientes ou fornecedores. Essas ações podem gerar mudanças diretas na indústria. Além disso, atos regulatórios colocam limites no comportamento das empresas. Assim, nenhuma análise estrutural estará completa sem um diagnóstico sobre a política governamental e seus impactos sobre o setor em análise.

O Governo é um importante agente no ambiente competitivo, pois ele define as condições para proteger as pequenas empresas das grandes. Com isso, limita fusões/ aquisições e proíbe o uso de políticas de preços predatórias. O Governo também pode criar proteção, garantir recursos a indústrias consideradas vitais e, em alguns setores industriais, pode prover subsídios ou até ajuda direta (D`AVENI, 1995, p. 130)

2.1.3 As reservas financeiras como vantagem competitiva

D`Aveni, (1995, p. 89) afirma que, na medida em que a competitividade aumenta, as barreiras de entrada se tornam cada vez mais frágeis. Dessa forma, a capacidade empresarial de agir continuamente em busca de novas e contínuas vantagens, torna-se mais importante do que concentrar os esforços na procura de uma única vantagem competitiva e explorá-la ao máximo.

Nesse contexto, esse teórico ressalta a importância da capacidade financeira das grandes empresas como um elemento ainda mais relevante na disputa com a concorrência. É através dela que a empresa terá a possibilidade de reagir continuamente às situações de mercado, se defendendo de ameaças e criando as condições necessárias para a realização de vantagens contínuas. Sendo assim, a construção de uma base patrimonial sólida é uma vantagem que deve ser perseguida. Essa lógica vem da comparação das empresas com a forma de agir do modelo militar, onde a vantagem competitiva deriva de uma base maior de recursos e do uso dessa força contra um adversário de menor porte.

Ainda seguindo o raciocínio de D`Aveni (1995, p. 126), as vantagens que a empresa com maior capacidade financeira apresenta em relação aos demais competidores são:

- pode sustentar uma guerra de preço por período maior que seus concorrentes;
- tem potencial para realizar investimentos em recursos que os demais concorrentes não teriam condição de fazer dentre eles: fabricação e pesquisa/ desenvolvimento, prospecção de clientes, ampliação da estrutura física e rede de distribuição e maior publicidade sem elevação do preço;
- pode cometer mais erros, afinal as reservas dotam as empresas de tempo para se recuperar de decisões equivocadas. Uma grande empresa pode suportar perdas por longos períodos e ainda ter reservas para alcançar seus concorrentes;
- tem alcance nacional, dessa forma, consegue movimentar recursos de local a local, obter os melhores talentos, encontrar as melhores tecnologias, combinar os melhores distribuidores, buscar os melhores fornecedores, transferir conhecimento, monitorar concorrentes e testar produtos sem correrem grandes riscos a imagem;
- possuem poder político; a capacidade de influenciar o Governo a seu favor através do forte impacto econômico que suas decisões podem provocar.

D`Aveni (1995) entende que as reservas financeiras dotam as empresas de opções poderosas em preços e expansão de mercado, que podem deixar os concorrentes muito longe. Por esses fatores, muitas vezes elas têm condições de superar seus competidores mesmo que estes tenham estratégias melhores. Ressalta-se que o poder das reservas está normalmente ligado à quantidade de recursos disponíveis (folga financeira) para uso imediato e não ao porte da empresa. Isso ocorre, pois grandes organizações, muitas vezes, têm seus recursos tão comprometidos e são tão rígidas, que não conseguem usá-los contra seus concorrentes. Entretanto, de modo geral, a maior parte das grandes empresas tem bastante folga financeira (D`AVENI, 1995, p. 126).

Dando continuidade ao seu trabalho, D`Aveni (2002, p. 6) analisou as estratégias de mais de cem líderes de mercado confrontados com uma ameaça concreta à dinâmica competitiva, ao modelo de negócios ou à tecnologia de seus respectivos setores. Diante do resultado, o autor afirmou que, quando uma empresa líder de mercado, com ampla reserva financeira, sofre a ameaça de uma nova tecnologia, ou novo modelo de negócio, ela tem a capacidade de reagir produzindo alterações no cenário para se proteger. Quando isso não ocorre, ela perde espaço, sucumbindo às mudanças (“revoluções”), ou porque, negligenciou a novidade (ignorou),

permitindo que ganhasse impulso, ou a adotou rápido demais (“abraçou”), desperdiçando recursos e minando seu ponto forte atual sem ter dominado o outro.

O resultado do trabalho mostrou que, entre as empresas vitoriosas, poucas adotaram a postura extrema de ignorar ou abraçar totalmente a “revolução”. Antes disso, apostaram num misto de estratégias voltadas a conter ou modificar as ameaças e até em certos casos contra-atacá-las de frente. Então, D`Aveni (2002), levando em consideração os estágios de dificuldades enfrentados pelas empresas que dominam o setor à medida que uma “revolução” se fortalece, agrupou as principais reações dos líderes em cinco categorias distintas de estratégia, chamadas de “contrarrevolucionárias”. Para esse mesmo estudioso, essas estratégias podem ser utilizadas pelas companhias de grande porte, tanto para sustentar sua posição de mercado, quanto para reagir às ações dos concorrentes:

- a) conter: essa estratégia deve ser utilizada quando o líder percebe a “revolução” logo de início, com isso ele tem a capacidade de tomar ações para bloquear o ataque dos concorrentes ou confiná-lo a um nicho. Para isso, a empresa dotada de maior capacidade financeira, pode investir em programas de incentivo para ampliar a lealdade ou criar custos de mudança para os clientes e até mesmo usar seu poderio na distribuição de seus produtos. A estratégia de contenção se retroalimenta à medida que menos consumidores adotam o produto ou a tecnologia. Assim para ganhar terreno os entrantes precisam investir mais tempo e dinheiro, algo quase impossível se a novidade não emplaca depressa;
- b) modificar: quando não se consegue conter uma revolução, a segunda alternativa é permitir o seu avanço e, à medida que a ameaça se dissemina, tentar alterar sutilmente a nova proposta, tecnologia ou modelo de negócio. Nessa estratégia, o objetivo é manter uma coexistência pacífica. Esse tipo de reação tem maior probabilidade de sucesso quando existe uma junção de forças dos líderes. Com isso, eles tornam-se ainda mais fortes e como o dinheiro é um poderoso escultor de “revoluções”, os líderes podem cooptar novidades de potencial revolucionário com essa folga de recursos. Outra alternativa para os líderes de mercado é assumir o papel de fornecedoras das insurgentes. Assim, é possível ter uma ideia do progresso do concorrente, influenciá-lo, conhecer sua participação de mercado e até mesmo adiar atos mais decisivos para ampliação do consumo do produto ou tecnologia;
- c) absorver: nessa estratégia o líder percebe a importância da inovação que está lançada no mercado e usa da sua ampla capacidade financeira para absolvê-la, de forma a transparecer que ele mesmo foi o responsável pela modificação no setor. Os recursos do líder de mercado

devem ser utilizados para enfraquecer os novos competidores para posteriormente promover a realização de alianças ou fusões;

d) neutralizar: essa estratégia precisa ser utilizada quando uma revolução ganha impulso muito rápido ou foi identificada tarde demais. Nesse caso, o líder de mercado precisa ser ainda mais agressivo para esmagar o movimento revolucionário. Diante disso, o autor destaca a utilização de ações judiciais e até mesmo a adoção de uma política de preços muito agressiva (podendo até oferecer os produtos de graça) como alternativas de neutralizar as investidas de possíveis competidores. Além disso, o investimento contínuo em pesquisa e desenvolvimento também pode ser considerado uma importante alternativa para garantir a supremacia na disputa;

e) anular: nessa estratégia o objetivo é tornar a revolução irrelevante. Deve ser utilizada somente em último caso, quando a ameaça for irrefreável. Pois é uma estratégia cara, de alto risco (perigo de canibalização), que leva tempo de deslanchar e vai utilizar boa parte dos recursos financeiros de uma empresa de grande porte. Ela pode se apresentar de duas formas: transpor uma revolução com outra ainda maior (condizente com o ponto forte do líder) ou se esquivar totalmente dela (direcionar a operação para novos mercados que tenham alguma sinergia com o atual). No primeiro caso, o líder mantém-se na vanguarda e afugenta a próxima geração de competidores. No segundo ele aproveita do seu porte para avançar em outros setores que tenham algum tipo de ligação.

Vale lembrar que as estratégias “contrarrevolucionárias” não precisam ser usadas isoladamente. Muitas vezes as empresas podem utilizar diversas estratégias simultaneamente para contrabalancear diferentes aspectos de um ataque e reduzir o mercado dos concorrentes (D’AVENI, 2002, p. 10).

D’Aveni (2002) ainda alerta que, no ambiente de “hipercompetitividade”, a melhor saída para as empresas de grande porte é sempre buscar a liderança da revolução. Pois, se isso não acontecer, alguém o fará. Ainda assim, as reservas financeiras são tão importantes que, mesmo que mesmo na presença iminente de uma forte ameaça, empresas com amplos recursos têm toda a chance de permanecer competitivas desde que estejam dispostas a reagir conforme as estratégias levantadas. Então, a saída para quem não lidera a “revolução” pode estar na utilização das estratégias “contrarrevolucionárias”.

Por fim, ainda seguindo a lógica de D’Aveni (1995, p. 138), esse lembra que, apesar de seu poder, a capacidade financeira deverá ser utilizada com eficácia. Então, depois de afastar um concorrente através de sua força, a empresa precisa manter-se forte o suficiente para preservar seus ganhos, Isso ocorre, pois nesse ambiente competitivo e dinâmico as pequenas empresas dotadas de menor poder financeiro também têm capacidade de ação e podem expandir seus recursos através da realização de alianças estratégicas, parcerias não tradicionais (acordos com bancos, empregados, fornecedores ou com outras empresas do setor industrial) ou até mesmo na concentração em mercados de nichos a fim de obter reservas financeiras para superar as organizações com muitos recursos.

2.1.4 Alianças estratégicas

Diante de um ambiente de alta competitividade, algumas empresas desenvolveram respostas criativas às pressões da concorrência. Essas respostas vieram através de alianças e parcerias, tanto para levar os produtos ao mercado, ou conquistar novos mercados, quanto para aproveitar sinergias e promover melhorias em produtos ou processos. Elas foram além da competição e buscaram na cooperação a vantagem competitiva (YOSHINO ; RANGAN, 1996).

Nalebuff e Brandenburger (1996) afirmam que, em ambientes competitivos, é mais vantajoso encontrar oportunidades de ganho mútuo do que simplesmente permanecer em guerra com o concorrente e correr o risco de jogar um jogo onde ambos saiam perdendo. Por isso, empresas concorrentes também podem cooperar entre si e se tornar complementadoras. Nesse contexto, as alianças estratégicas se apresentam como uma alternativa para enfrentar o ambiente competitivo.

Além dos concorrentes, as empresas também precisam de fornecedores, distribuidores e varejistas. A formação de uma rede de relações com outras organizações, muitas vezes, é um elemento essencial para o êxito. De acordo com Yoshino e Rangan (1996, p. 7), as alianças estratégicas são parcerias comerciais entre empresas com trocas de recursos físicos e humanos, tendo como objetivo o cumprimento de metas específicas, que aumentam a eficácia das estratégias competitivas das organizações participantes, propiciando o intercâmbio mútuo e o benéfico de tecnologias, qualificações ou produtos baseados nestas. Uma aliança pode assumir várias formas que vão do simples contrato ao joint venture, podendo acontecer entre a

empresa e seus fornecedores/ distribuidores, entre empresas rivais e até mesmo entre empresas de ramos de negócio que não tem relação aparente entre si.

Assim, Yoshino e Rangan (1996, p. 18) definem as características que diferenciam as alianças estratégicas de outros tipos de acordos comerciais:

- a) as empresas se unem para cumprir metas estabelecidas e permanecem independentes depois das alianças;
- b) as empresas compartilham os benefícios e controlam o desempenho das tarefas;
- c) as empresas contribuem continuamente em uma ou mais áreas estratégicas cruciais durante a existência da aliança.

Ressalta-se, que as alianças combinam elementos competitivos e cooperativos em um ambiente de controle compartilhado. É a otimização da gestão do conflito potencial entre as empresas parceiras e da extensão da interação organizacional entre os participantes que irá determinar o sucesso das alianças. Daí a necessidade de dominar novas qualificações gerenciais que acarretam importantes implicações para os administradores e para a gestão delas. A essência da tarefa de gerir alianças é trabalhar no sentido das relações harmoniosas e assim aumentar o valor da atividade cooperativa (YOSHINO; RANGAN, 1996, p. 16-21).

Lorange e Roos (1996, p. 24) reforçam que para o bom funcionamento da aliança é necessário criar um clima de confiança e entendimento mútuo. Para isso, é importante que os participantes tenham claras as vantagens e desvantagens potenciais do processo. Além disso, os autores afirmam que as quatro motivações dominantes para realização de uma aliança estratégica são: obter um meio de distribuição e proteção contra os concorrentes, ganhar acesso à nova tecnologia, diversificação em novos negócios, obter economia de escala e superar as barreiras alfandegárias/ legais.

Yoshino e Rangan (1996, p. 21) completam o pensamento, afirmando que a gestão das alianças deve começar com o reconhecimento dos desafios envolvidos. Dentre eles estão à gestão do fluxo da informação, o aprendizado organizacional e a transformação cultural. Além disso, ainda segundo os autores, o sucesso da aliança depende da satisfação de quatro objetivos: conservar a flexibilidade, proteger as competências vitais, aumentar o aprendizado e maximizar o valor. Sendo que a prioridade relativa ou ordem de importância desses objetivos tende a variar de acordo com o tipo de aliança que está sendo desenvolvida.

Seguindo o raciocínio de Yoshino e Rangan (1996, p. 27), as alianças trazem benefícios substanciais para as empresas e os ganhos obtidos no processo são maiores do que o risco de que a aliança seja utilizada com o intuito de aprender abertamente com os parceiros, para posteriormente utilizar esse aprendizado, supostamente as custas de antigos aliados. Além disso, os autores afirmam que à medida que as alianças proliferam, as empresas que conseguirem melhor gerenciar suas redes de associações terão mais vantagem na competição.

Em relação ao controle e à gestão das informações no processo de aliança, tanto Lorange e Roos (1996, p. 29) quanto Yoshino e Rangan (1996, p. 27) afirmam que ao juntar forças, realizando uma aliança estratégica, as empresas devem proteger suas competências nucleares e vantagens estratégicas contra a apropriação por parte do parceiro.

D`Aveni (1995, p. 144), apesar de reconhecer que as alianças estratégicas normalmente trazerem vantagens competitivas para os participantes, contando com troca de aprendizado e transferência de tecnologia, levanta uma crítica ao processo ao afirmar que tais “casamentos”, na maioria das vezes, não dão certo, pois, com o tempo, os acordos tornam-se onerosos. Para o autor, as empresas de menor porte correm o risco de entregar ao grande concorrente acesso aos seus mercados, o que reduziria seu controle sobre o nicho que atua. Além disso, a informação adquirida por uma empresa pequena pode ser ultrapassada no lugar de uma tecnologia atual.

Assim, a aliança não elimina a competição entre empresas dotadas de reservas financeiras. Ela meramente cria a união de forças para tentar neutralizar a vantagem advinda das reservas financeiras vultosas de outro concorrente (D`AVENI, 1995, p. 144).

2.2 FINANÇAS CORPORATIVAS

Os conceitos relacionados à finanças corporativas serão divididos em três seções, sendo essas: Fontes de Financiamento Empresarial, Processo de Abertura de Capital, e Estrutura de Capital das Empresas.

2.2.1 Fontes de Financiamento Empresarial

A administração financeira deve ser voltada para a criação de riqueza e tem o objetivo de manter a saúde financeira da empresa. Para isso, deve assegurar um melhor e mais eficiente processo empresarial de captação de recursos (financiamento) e alocação dos mesmos (investimento).

Segundo Assaf Neto (2011, p. 14), essas decisões estão associadas a dois tipos de risco: a) risco econômico (operacional), inerente às atividades da empresa e às características do mercado em que opera, sendo que o mesmo independe de como a empresa é financiada; b) risco associado às decisões de financiamento, ou seja, à capacidade da empresa em liquidar seus compromissos financeiros assumidos.

Cavalcanti e Yoshio (2002, p. 147) lembram que o dinheiro investido por uma empresa pode ser financiado de três formas: a) financiamento de curto prazo, com vencimento inferior a 360 dias b) financiamento de longo prazo, com vencimento superior a 360 dias c) capital próprio, sem prazo de vencimento. “Esses recursos, provenientes do financiamento, são utilizados para a composição e ampliação dos ativos circulante e permanente, sendo estes os responsáveis pelo resultado operacional das empresas.” (GITMAN, 2001, p. 85).

Quanto à natureza, o financiamento empresarial pode ser classificado como espontâneo ou não espontâneo. Quando o financiamento nasce espontaneamente, ele está relacionado à compra de matéria prima e serviços como água, luz e esgoto. Além disso, pode estar ligado ao pagamento dos salários, que é financiado pelos funcionários e pelos impostos e encargos trabalhistas, que é financiado pelo Governo. Já as fontes de financiamento de natureza não espontâneas são obtidas principalmente junto a bancos, através de empréstimos (CAVALCANTI; YOSHIO, 2002, p. 147).

Já em relação à origem dos recursos, as fontes de financiamento, podem ser classificadas como: “capital próprio” e “capital de terceiros”. Enquanto este representa todos os empréstimos a longo prazo, contraídos pela organização, aquele está relacionado aos recursos alocados pelos proprietários da empresa (donos, acionistas, cotistas, controladores) (GITMAN, 2001, p. 85).

Segundo o Gitman (2001), espera-se que o capital próprio permaneça na organização por período indefinido, diferente dos fundos tomados como empréstimos, que têm uma data definida para serem liquidados. Outra distinção importante entre as duas fontes de capital está relacionada ao tratamento tributário, o capital de terceiros é utilizado para redução de impostos, enquanto que o capital próprio não tem esse benefício.

Para Cavalcanti e Yoshio (2002, p. 148) e Pinheiro (2007, p. 124), o capital de terceiros é composto pelas dívidas do passivo circulante e exigível de longo prazo. Podendo ser obtido através de oferta de títulos ao mercado, como debêntures, comercial *papers*, empréstimos bancários, crédito subsidiado, capital estrangeiro, ou até mesmo fornecedores. Já o capital próprio está relacionado aos lucros retidos para investimentos no negócio, a rotatividade dos ativos maior do que a do passivo, ao aporte de capital dos atuais sócios e a abertura de capital, nesses dois últimos ocorre um incremento no capital social.

Ao comparar essas duas fontes de financiamento, Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 25) afirmam que o custo do capital de terceiros é consideravelmente menor que quaisquer outras fontes de financiamento, pois os credores (titulares de dívidas e obrigações que acreditam na capacidade de pagamento da empresa) possuem menor risco que os sócios. Afinal, são os credores que têm o direito prioritário sobre o lucro e os ativos existentes e ainda têm a preferência em caso de solvência.

Além disso, o retorno dos acionistas está vinculado ao resultado positivo do negócio. Caso a empresa apure prejuízo, não há necessidade de remunerar os sócios. Dessa forma, o acionista assume uma responsabilidade pelo empreendimento a um risco mais alto que os fornecedores de capital de terceiros. Em contrapartida, exige-se um prêmio maior por esse risco. O credor, além de poder diluir seu risco entre várias empresas, às quais são destinados os empréstimos, tem assegurado à prioridade no direito de recebimento da dívida. Para isso, recebe também garantias da devolução do capital emprestado (avalista, hipoteca etc.) e tem o pagamento de sua dívida livre de qualquer relação com o resultado da empresa. “Uma empresa terá sucesso no seu objetivo de criação de valor, se conseguir remunerar seus acionistas e credores a uma taxa acima da mínima exigida.” (CARDIA; MALQUET; AMBROZINI, 2007, p. 8).

De acordo com Teixeira, Prado e Ribeiro (2011, p. 69), outro motivo que justifica o custo da dívida ser menor que o do capital próprio é a utilização dos juros, como despesa integralmente

dedutível para fins de imposto de renda. É como se o Governo oferecesse um subsídio ao uso de capital de terceiros. A empresa utiliza esse benefício fiscal para reduzir o custo de capital de terceiros, tornando-se um fator para que o custo da dívida seja ainda menor.

Entretanto, aumentar o endividamento em busca desse benefício da dívida, nem sempre trará uma redução do custo médio de capital¹⁰, pois se uma empresa está em posição de alavancagem financeira alta, uma elevação de seu endividamento pode aumentar de forma significativa o risco de insolvência¹¹ a que ficam sujeitos os credores. Nesse caso, os juros incidentes sobre novos empréstimos podem crescer (FAMÁ; BARROS; SILVEIRA, 2001, p. 73).

Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 526) ressaltam que o custo de falência, contrapõe-se ao benefício fiscal da dívida e está associado ao efeito negativo do aumento do capital de terceiros. Enquanto Damodaran (2004, p. 446) complementa o raciocínio afirmando que o custo de falência pode impor à empresa a perda de receita bruta, devido à percepção de que a empresa está passando por dificuldades financeiras. Além disso, fornecedores, credores e bancos podem exigir condições de negociação mais rígidas para os novos contratos, implicando em aumento direto nos custos. Ainda segundo este teórico, empresas que precisam ter uma reputação elevada, pois vendem produtos/ serviços de alto valor agregado, cuja qualidade não pode ser avaliada nem percebida antecipadamente, têm um custo de falência ainda mais alto. Por isso, devem ter uma atenção ampliada com o grau alavancagem¹².

Nesse contexto, as decisões de finanças corporativas irão definir as alternativas mais adequadas de captação de recursos para financiamento dos projetos. Como as fontes de financiamento apresentam diferentes condições de custos, sistema de amortização, prazo de pagamento e garantia exigida, essas fontes devem ser combinadas, de forma a compatibilizar às características de rentabilidade e liquidez das aplicações desses recursos.

¹⁰ Segundo Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 268) o custo médio de capital ou em inglês *Weight Average Cost of Capital* (WACC) é obtido através da média ponderada de custo de cada fonte de financiamento utilizada pela empresa (capital de terceiros) ou (capital próprio). Sua fórmula é: $WACC = \text{Custo Capital Próprio (ponderado em função do \% no financiamento total)} + \text{Custo do Capital de Terceiros (ponderado em função do \% no financiamento total)} \times (1 - \text{alíquota de IR para pessoa jurídica})$

¹¹ O custo de falência encarece o capital das empresas na medida em que as taxas de juros cobradas aumentam quanto maior for a presença de empréstimos na estrutura de capital. (BONFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2006, p. 526).

¹² Neste trabalho, o termo “alavancagem” deve ser entendido como “alavancagem financeira”.

2.2.1.1 Fontes de Financiamento de Longo prazo no Brasil

Quanto às linhas de financiamento através de recursos de terceiros disponíveis no Brasil, Assaf Neto (2011, p. 563) salienta que as mesmas possuem características próprias, que as diferenciam de outras economias desenvolvidas, sendo que os principais elementos diferenciadores são: a) altos encargos financeiros; b) baixa oferta interna de crédito de longo prazo; c) restrições a emissões de ações determinadas pelo baixo desenvolvimento do nosso mercado acionário; d) os bancos privados tem dificuldade de oferecer crédito de longo prazo. Ainda segundo o autor, esses desajustes podem limitar a capacidade de financiamento dos investimentos produtivos. Como resultado a relação crédito bancário/ PIB no país é reduzida e bem abaixo dos padrões internacionais.

Também para Cavalcanti, Yoshio e Rudge (2005), o Brasil ainda tem um mercado de crédito restrito. As principais fontes de financiamento empresarial de longo prazo no país são: o BNDES, a abertura de capital e a emissão de debêntures. Assaf Neto (2011, p. 24) complementa o pensamento e reforça que a realidade brasileira é prejudicada pela insuficiência de recursos de longo prazo, os recursos oficiais são as grandes fontes de capitais permanentes, sendo o BNDES a única fonte de financiamento de longo prazo com custo financeiro competitivo em moeda local no Brasil. Mas as linhas de crédito ofertadas pelo banco não estão disponíveis para todos os setores e o volume é aquém das necessidades do mercado.

Assaf Neto (2011, p. 500) ressalta ainda que as elevadas taxas de juros no Brasil representam um desestímulo ao uso de capital de terceiros para lastrear as decisões de investimentos. Em 1947 a taxa de juros no Brasil era 1,82 maior que a média internacional. Em 2007 era 3,24. Diante disso, a relação Passivo/ Patrimônio Líquido das empresas em bolsa no Brasil é de somente 0,55. Em economias desenvolvidas chega a 1,5.

Essa peculiaridade do mercado brasileiro aumenta o risco para as empresas que necessitam de capital de terceiros e reduz o investimento produtivo favorecendo por outro lado os ofertadores de recursos que tem excesso de capital e podem aproveitar das altas taxas oferecidas por investimentos no mercado financeiro.

2.2.2 Abertura de Capital

Abrir o capital significa emitir ações, negociadas em bolsa ou mercado balcão para o público em geral. Em síntese, ter novos sócios. Para Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 525), a abertura de capital trata-se de uma alternativa ao financiamento bancário, que funciona como uma ferramenta para acesso justamente ao mercado capaz de fornecer os recursos permanentes, os quais visam financiar novos projetos de investimentos, promover o crescimento e a modernização das atividades ou possibilitar operações de reestruturação de capital.

Pinheiro (2007, p. 126) complementa o pensamento, destacando que o principal motivo para emissão de novas ações envolve os seguintes fatores: captação de recursos para realização de investimentos, reestruturação financeira, reestruturação societária, profissionalização da gestão e melhoria da imagem institucional. Em pesquisa realizada com diversas empresas que realizaram a abertura de capital em 2004 e 2005, Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 530) também validam esse pensamento, ao demonstrar que, entre os motivos que normalmente levaram as empresas pesquisadas a optar pela venda de ações em bolsa, destacam-se: o financiamento dos projetos de expansão e a busca pelo crescimento organizacional.

De acordo com Assaf Neto (2006), A principal vantagem de utilizar a bolsa como fonte de financiamento é o prazo indeterminado dos recursos levantados, não apresentando esses valores data predefinida para resgate. A abertura de capital pode também permitir arranjos societários para a solução de conflitos internos de controle acionário, decorrentes da saída de um acionista com participação expressiva, ou problemas sucessórios, bastante comuns em empresas familiares.

Todavia, vale lembrar que a realização do processo de IPO traz para a empresa novas exigências e responsabilidades, demandando uma administração mais transparente e profissional. Assaf Neto (2006) levanta algumas delas: distribuição obrigatória de dividendos, levantamento e publicação de informações ao mercado e elevação dos custos administrativos.

Por outro lado, para Souza (2003), os custos associados à abertura e a necessidade de melhorar as informações divulgadas são variáveis importantes que precisam ser analisadas.

Enquanto que, segundo Pinheiro (2007, p. 125), as desvantagens do processo de IPO estão relacionadas à necessidade de estender a novos acionistas o direito de voto ou controle da empresa. Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 529) completam o pensamento afirmando que a obrigação de revelar informações que podem ser imprescindíveis para sua estratégia competitiva também é mais um fator negativo para a realização do processo de abertura de capital.

Completando as ideias relacionadas à realização do lançamento de ações em bolsa, de acordo como Souza (2003), a razão da baixa utilização das bolsas de valores por parte das empresas brasileiras para financiar seu crescimento, está relacionada ao desconhecimento, à falta de confiança no mercado de capitais e a falta de cultura de mercado, entre outras. Dessa forma, pode-se notar que a estrutura empresarial brasileira, quando comparada à de outros países, tanto no aspecto monetário, como no aspecto cultural, ainda não possui uma ligação efetiva com o mercado de capitais.

Vale lembrar que para realizar o processo de abertura de capital no Brasil, é necessário que a empresa faça a listagem de suas ações em bolsa. No aspecto legal, o Artigo 22 da Lei no. 6385 de dezembro de 1976, considera aberta a companhia cuja os valores mobiliários estejam admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 1976).

As abordagens já levantadas sobre o tema consideram a abertura de capital como um componente na composição da estrutura de capital empresarial e tentam explicar se existe uma composição das fontes de recursos mais eficiente que seja capaz de influir positivamente no desempenho da empresa. A análise dessas abordagens ajudará a compreender os motivos que levaram as empresas de construção civil a realizar o processo de abertura de capital. Esses conceitos serão apresentados no próximo tópico desse referencial teórico.

2.2.3 Estrutura de Capital

A decisão de abrir o capital está relacionada à escolha das fontes de financiamento empresarial que serão utilizadas pelas empresas. Em finanças corporativas, é necessário definir o percentual de capital próprio e de terceiros que servirão como fonte de

financiamento. Esse processo de escolha está relacionado às decisões da estrutura de capital das empresas.

Os estudos relacionados ao tema ainda apresentam importantes divergências sobre as melhores alternativas de financiamento empresarial. Em finanças corporativas, as decisões se traduzem em ações, que visam a melhor utilização do capital em função da maximização da riqueza, e por isso é importante escolher, implantar e gerenciar os investimentos de forma eficaz, dirigindo as operações da empresa de forma lucrativa. (ARAÚJO; CAMARGOS, 2011, p. 9).

Segundo Gitman (2001, p. 85), “o termo capital está relacionado a todos os fundos de longo prazo da empresa” (os componentes do lado direito do balanço, com exceção do passivo circulante, são fontes de capital de longo prazo). O capital é um fator de produção necessário para a constituição, manutenção e crescimento de uma empresa e, como qualquer outro fator, ele tem um custo e uma origem. Dessa forma, denomina-se estrutura de capital das empresas o conjunto de títulos utilizados para financiar as atividades empresariais, como as dívidas de curto, médio, longo prazo e também o capital próprio. Cardia, Malquet e Ambrozini (2007, p. 2) completam o pensamento, ao afirmar que a estrutura de capital estuda as relações entre as composições dos recursos de financiamento das empresas com o seu respectivo valor de mercado, procurando indicar qual a estrutura de capital que maximiza esse valor.

De acordo com Eid Junior (1996, p. 52), a estrutura de capital ou estrutura de financiamento é o campo que mais gera controvérsia na administração financeira. O estudo sobre o tema tenta descrever a forma como a empresa financia seus investimentos, o comportamento das empresas sobre o nível de endividamento que será utilizado e a escolha do financiamento através de capital próprio ou capital de terceiros. Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p.526) completam esse pensamento ao lembrar que essas decisões incluem a quantidade e o tipo dos títulos de dívida e ações a serem emitidas, além da necessidade de levar em consideração o momento de lançar esses títulos ao mercado. Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 27), os esquemas de financiamento utilizados é que determinam como o valor da empresa será repartido.

2.2.3.1 Estudos iniciais sobre Estrutura de Capital

Até a década de 50 do século XX, os estudos relativos a finanças corporativas ainda não dispunham de um instrumental analítico para avaliação de risco e retorno tão eficiente que permitisse o avanço no estudo da estrutura de capital das empresas. A base teórica que tratava da relação entre risco e custo de capital carecia de instrumentos tecnológicos, que permitissem processar uma grande quantidade de dados.

Todavia, as práticas usuais do mercado financeiro já indicavam que empresas com uma saúde financeira mais frágil pagavam uma taxa de juros maior, ao buscar financiamento bancário. O mesmo valia para o mercado acionário, na medida em que investidores seriam mais relutantes em investir em negócios percebidos como mais arriscados, exigindo para isso maiores prêmios.

Ainda assim, foi nesse período que os estudos relacionados à estrutura de capital começaram a sugerir que a forma como as empresas definiam suas decisões de financiamento influenciaria nas decisões de investimento. Um dos primeiros trabalhos a ganhar destaque sobre o tema foi o de Durand (1952). Esse estudioso abordou a análise de investimento por meio de fluxo de caixa descontado, sugerindo que se houvesse uma uniformidade no fluxo de caixa futuro da empresa, seu valor poderia ser maximizado pela redução do custo médio de capital da empresa. Essa redução viria de uma combinação de capital próprio e de terceiros, o que poderia gerar uma estrutura de capital ótima, ou seja, ele sugeriu que a forma como a empresa era financiada determinaria seu valor.

A estrutura ótima estava relacionada com a capacidade da alavancagem financeira¹³ produzir, até certo limite, uma redução do custo médio do capital. Isso ocorre, pois, num primeiro momento, a substituição de capital acionário por capital de terceiros (dívida), produz uma redução no custo médio de capital da empresa. Todavia, quanto maior o endividamento, maior o risco do acionista e também dos credores, o que faz com que ambas passem a exigir maiores retornos pelos seus investimentos. Então, apesar de inicialmente a presença de capital de

¹³ Segundo Teixeira Prado e Ribeiro (2011, p. 2), a alavancagem financeira diz respeito à prática de usar títulos de dívida de terceiros para financiar investimentos, esses títulos dão direito ao pagamento de juros periódicos e à amortização do valor em determinado momento no futuro, quanto maior a proporção de capital de terceiros em relação a capital próprio, maior a alavancagem.

terceiros reduzir o custo médio de capital, a partir de certo ponto de endividamento, esse custo se eleva acentuadamente.

Uma consideração importante é que, para essa abordagem, o custo de capital de terceiros permanecerá constante para níveis de alavancagem que não comprometam a capacidade da empresa de honrar seus compromissos. A partir desse ponto, o custo da dívida começa a crescer e o aumento do endividamento passa a ser desvantajoso. Em relação ao custo do capital próprio, considera-se que permanecerá insensível a variações da alavancagem financeira até o ponto em que a capacidade de pagamento da empresa não seja colocada em risco. Acima desse patamar, ele também cresce, já que os acionistas tendem a exigir um maior retorno em função do risco. Nessa perspectiva, a abertura de capital pode ser considerada uma alternativa para reduzir o endividamento e chegar ao ponto ótimo.

2.2.3.2 Abordagem de Modigliani e Miller

O impulso do estudo das finanças corporativas e das decisões de financiamento, bem como sua operacionalização, ocorreu somente no final da década de 50 do século passado com o trabalho de Modigliani e Miller (1958), que estabeleceu uma nova dinâmica para análise dos investimentos fixos das empresas, enquanto portfólios, com base no comportamento racional dos investidores, na maximização da utilidade esperada e em suas expectativas de maximização da riqueza.

Modigliani e Miller (1958) trouxeram novos elementos para a discussão sobre estrutura de capital, contradizendo diversos argumentos e levantando ideias ainda não discutidas entre os teóricos da época. Em seu artigo, os teóricos partiram de um princípio básico: a empresa é constituída por um conjunto de ativos, que apresentam uma capacidade de geração de receita a um determinado risco. Esse risco não sofre influência das fontes de recursos que financiam os ativos, mas das condições macroeconômicas, da qualidade do produto e do preço praticado.

Assim, o valor da empresa independe da forma como ela é financiada, desde que se mantenha a sua distribuição do fluxo de caixa trazido a valor presente. Para os autores, de forma oposta aos argumentos anteriores, os esforços para aumentar o valor da empresa por meio de alterações em sua estrutura de capital são desnecessários, pois o valor presente dos resultados futuros são os mesmos em qualquer configuração.

Com isso, as empresas devem se concentrar preferencialmente na qualidade dos projetos que serão realizados e na viabilidade econômica dos mesmos. O crescimento empresarial e suas decisões de investimento devem ser ditados por variáveis reais, como produtividade e demanda, em detrimento de como será conduzido o financiamento empresarial. Nessa ótica, a escolha entre abrir o capital ou ampliar o endividamento para garantir uma estrutura de capital mais eficiente torna-se uma variável passiva.

No desenvolvimento de seus argumentos, Modigliani e Miller (1958) consideraram os seguintes pressupostos simplificadores do mundo real: inexistência de impostos sobre o lucro (todo fluxo de caixa da empresa vai somente para credores e acionistas, não existe Governo), ausência de custos de transação (corretagem, lançamento de títulos), inexistência de custo de falência, oferta ilimitada de financiamento sem acréscimo de custo em função do risco e o acesso às informações da empresa é o mesmo para agentes internos e externos, não havendo favorecimento de informação.

Desta forma, de acordo com os argumentos, quando a empresa troca capital acionário (mais caro) por dívida (mais barato), o custo médio do capital permanece inalterado. Isso ocorre, pois, apesar da redução do custo médio de capital com a incorporação de capital de terceiros, o acionista entende que a dívida eleva seu risco e passa a exigir um retorno mais alto para seu capital. Assim, o custo do capital próprio está diretamente associado ao endividamento, elevando-se sempre que a alavancagem financeira cresce, mantendo o custo médio de capital da empresa constante.

Para o acionista, a maior exposição à dívida produz um risco maior para seu capital em caso de cenários adversos. Esse risco é cobrado pelos acionistas, que passam a demandar um maior retorno, ampliando o custo do capital próprio. Sendo assim, duas empresas iguais em seus aspectos operacionais, possuem o mesmo valor de mercado, independente da sua alavancagem financeira ou estrutura de capital utilizada (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Nesse momento, duas correntes de pensamento distintas estavam postas em confronto. A busca de uma estrutura ótima de financiamento e a irrelevância da estrutura de capital na geração de valor. Mas um elemento importante foi desprezado por Modigliani e Miller (1958), tornando seus argumentos incompletos, trata-se dos benefícios e custos da dívida. Por

isso, esses consideraram que o capital de terceiros não se alterava independente da alavancagem, fato que normalmente não é visto fora de um mundo hipotético. Era como se o custo de falência não existisse. Além disso, não foi percebido que os juros relativos aos empréstimos são dedutíveis do imposto de renda, reduzindo com isso o custo do capital de terceiros.

Outro argumento, que mostra que o modelo levantado pelos autores ainda precisava evoluir, é que eles concluíram que todo projeto viável do ponto de vista econômico seria também viável do ponto de vista financeiro. Para que isso ocorresse, Modigliani e Miller (1958) assumiram o pressuposto de que a oferta de fundos seria infinitamente elástica e o mercado está sempre disposto a realizar novos empréstimos, desde que o retorno esperado seja atrativo. Independente do grau de endividamento da empresa. Fato que não ocorre na realidade do mercado.

Vale ressaltar, que os autores também reconheciam algumas limitações do modelo e no próprio artigo, eles alertaram que muito ainda podia ser feito antes de considerar que os conceitos relativos a estrutura de capital estivessem resolvidos.

2.2.3.3 A nova abordagem de Modigliani e Miller com impostos

Dizer que o valor de mercado de uma empresa não se alterava independente do fato de estar endividada, ou bem capitalizada era algo novo que provocou reações. A dificuldade de chegar a um consenso em virtude da existência de argumentos tão opostos manteve a discussão sobre o tema ativa. Com isso, dando continuação ao seu trabalho, Modigliani e Miller (1963) publicaram um novo artigo sobre o tema, incluindo a incidência de imposto de renda na análise.

Considerando o benefício do imposto para o financiamento via capital de terceiros, a alavancagem financeira passaria a trazer um benefício real às empresas, na medida em que os juros eram tratados como despesas e diminuía o imposto de renda a pagar. Com essa alteração, Modigliani e Miller modificaram suas posições iniciais em relação à irrelevância da estrutura de capital e na citação abaixo, os autores reconheceram os argumentos já levantada

pelos tradicionalistas, que a alavancagem financeira traz um ganho adicional para a empresa afirmando: *This means, among other things, that the tax advantages of debt financing are somewhat greater than we originally suggested [...]*¹⁴ (MODIGLIANI; MILLER, 1963, p. 434).

Modigliani e Miller (1963) argumentaram que: quanto maior a alavancagem da empresa, apesar dos acionistas exigirem um maior retorno sobre o capital investido, o imposto a ser recolhido para um mesmo lucro operacional se reduziria. Esse desconto fiscal cresceria proporcionalmente ao grau de dívidas contratadas, aumentando o resultado disponível aos credores e acionistas, diminuindo o custo de capital da empresa e aumentando seu valor de mercado. Ficou explicitado que o custo médio ponderado de capital da empresa diminuiria com a maior participação de capital de terceiros.

Após esse trabalho, voltava a prevalecer a visão tradicional de que a estrutura de capital poderia ser utilizada para aumentar o valor da empresa. Todavia, esse novo artigo, apesar de ter incluído os impostos, também não considerou o custo de falência. Em virtude disso, como os autores não ofereceram nenhum impedimento à utilização de dívidas pelas empresas, mas consideraram os benefícios dos impostos, apontaram na direção que a melhor estrutura de capital seria composta somente por capital de terceiros. Ou seja, ao considerar somente os aspectos positivos da dívida e não levar em conta os aspectos negativos, como o custo de falência, o índice de endividamento ótimo seria de 100% e o ideal deveria ser compor a empresa somente com capital de terceiros. Por essa ótica, a abertura de capital deveria ser evitada ao máximo.

Nesse momento, apesar do confronto inicial de ideias, a partir da revisão realizada pelos próprios autores (Modigliani e Miller), pelo menos um ponto passou a se tornar consenso entre os principais teóricos da época: a estrutura de capital de uma empresa é relevante para geração de valor. Então a escolha pelas fontes melhores de financiamento deve ser buscada e o processo de abertura de capital precisa ser considerado.

¹⁴ Tradução livre do pesquisador: isso significa que as vantagens fiscais de financiamento com capital de terceiros são maiores do que o sugerido anteriormente.

2.2.3.4 Abordagem de Miller

Apesar dessa revisão, quando parecia que um consenso tinha se formado, Miller (1977), dessa vez independente de Modigliani, reafirmou as ideias iniciais sobre a irrelevância da estrutura de capital, fazendo ressalvas ao modelo desenvolvido junto com Modigliani em 1963. O autor levantou o argumento de que, mesmo a empresa tendo o benefício da tributação para o financiamento de terceiros, os acionistas quando recebem os dividendos, também são taxados. Assim, o benefício da dedução do imposto de renda que os juros do financiamento produzem, são anulados pelas despesas de juros pagas pelos investidores. Diante disso, o autor concluiu que o valor da empresa era imune à alavancagem financeira e refez seu pensamento anterior ao afirmar:

I will argue that even in a world in which interest payments are fully deductible in computing corporate taxes, the value of the firm, in equilibrium, will still be independent of its capital structure. (MILLER, 1977, p. 262).¹⁵

O argumento levantado por Miller (1977) ao tentar validar novamente a irrelevância da estrutura de capital, foi insuficiente para voltar o debate sobre o tema. Apesar do autor ter sido o primeiro a levar em consideração o imposto de renda dos investidores, os argumentos não conseguiram estabelecer a irrelevância da dívida.

Na elaboração dos seus pressupostos, esse mesmo teórico considerou que a tributação sobre a pessoa física incide sobre a totalidade do lucro que seria distribuído como dividendo. Na realidade, uma empresa pode utilizar parte do seu lucro sem precisar distribuí-lo aos acionistas. Isso pode ocorrer quando há retenção de parte do lucro para novos investimentos, ou quando os gestores resolvem comprar ações em lugar de pagar dividendos, essas estratégias neutralizam a possibilidade dos juros cobrados à pessoa física serem suficientes para cobrir o benefício fiscal da dívida que a pessoa jurídica tem direito.

2.2.3.5 Abordagem de Myers

Em relação aos argumentos de que o imposto sobre a pessoa física neutralizaria as vantagens do endividamento, Myers (1984) afirma que as previsões do modelo de Miller (1977) são

¹⁵ Tradução livre do pesquisador: mesmo que os pagamentos de juros sejam totalmente dedutíveis do cálculo do imposto, o valor da empresa ainda vai ser independente da sua estrutura de capital.

plausíveis apenas se a alíquota tributária efetiva sobre a renda do patrimônio for substancialmente mais baixa do que aquela aplicada sobre a pessoa física. Para o autor, a Lei da reforma fiscal solapou o argumento de Miller, ao reduzir impostos extras da pessoa física pagos sobre a renda dos acionistas versus os impostos sobre a renda do patrimônio (dividendos e ganhos de capital).

Myers (1984) completa o argumento, afirmando que a única vantagem nesse caso seria quando a empresa tem prejuízo e perde o benefício da dívida. Diante disso, no cenário atual em que, a situação tributária não é essa, seria muito difícil ver o modelo de Miller funcionando como ele projetou. Então Myers (1984) conclui seu pensamento de forma contundente afirmando que, diante dessas evidências, não pode haver mais controvérsias sobre a relevância dos benefícios fiscais.

Em suas pesquisas, Myers (1984) conseguiu sintetizar com clareza duas formas de pensar sobre estrutura de capital. Esse estudioso levantou duas possibilidades de definir as fontes de financiamento: *static trade-off* e *pecking order*. A primeira remete aos conceitos iniciais de finanças corporativas, dando ênfase à estrutura ótima de capital. A segunda considera que as empresas montam a sua estrutura de capital, a partir de uma hierarquia de fontes:

- *static trade-off*: segundo essa abordagem, a empresa deve buscar um equilíbrio entre o lado positivo da dívida, que está relacionado à dedutibilidade do benefício fiscal dos juros, e o lado negativo, que está ligado ao custo de falência. Com isso, deve-se perseguir uma estrutura de capital ótima, que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento. O capital de terceiros deve ser ampliado até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes dos juros da dívida seja exatamente compensado pelos custos adicionais de possíveis dificuldades financeiras. Após esse patamar, ele deve ser conjugado com capital próprio. A empresa deve mover-se gradualmente nas duas direções¹⁶ (capital de terceiros, capital próprio).

A busca pela estrutura ótima de capital é geralmente vista através do equilíbrio entre os custos do endividamento e os benefícios fiscais dos juros, mantendo os ativos da empresa e planos de investimentos constantes. Assim, as empresas devem gerenciar sua estrutura de capital, substituindo capital de terceiros por capital próprio e vice versa, até o ponto que seu capital for maximizado, chegando então a uma estrutura ótima de capital. Nesse modelo, a abertura

¹⁶ Nessa substituição entre capital de terceiros e próprios, Myers (1984) não considera os custos de ajustes.

de capital é vista como uma alternativa para reduzir o endividamento e ajudar a empresa a chegar ao ponto que minimize o custo de capital e agregue valor ao negócio.

Quanto ao *static trade-off*, Myers (1984), argumenta que este é um modelo que funciona até certo ponto, mas é difícil de ser medido, pois o ponto ótimo é de difícil mensuração e varia amplamente entre empresas aparentemente semelhantes. Para o autor, ou as empresas adotam alvos muito amplos, ou as próprias metas dependem de fatores ainda não reconhecidos ou compreendidos. Além disso, é importante ressaltar que as empresas que adotam esse modelo precisam recorrer constantemente a fontes externas. Por isso, sofrem com as questões relativas à assimetria da informação¹⁷ e problemas de agência¹⁸.

- *pecking order*: de acordo com essa abordagem, a composição da estrutura de capital da empresa é ordenada com base em uma hierarquia. A primeira fonte deve ser de financiamento interno, através da retenção de lucros. Se o financiamento externo for exigido, as empresas emitem em primeiro lugar, a dívida com terceiros, então possivelmente títulos híbridos, como obrigações convertíveis. Por fim, talvez a abertura de capital como um último recurso. A prioridade na utilização de fontes internas (lucros retidos) se deve a ao custo provocado pela assimetria de informação presente no capital de terceiros e na emissão de novas ações. Nesta abordagem, não há mix definido para chegar à estrutura ótima de capital. Entre as fontes de recursos existe uma hierarquia clara a ser utilizada, contrastando com isso, com a *static trade-off*.

Ainda de acordo com o Myers (1984) para manter o financiamento interno como prioridade, deve ser considerada uma parcimônia na distribuição dos dividendos. Existe a necessidade de adaptação das metas de distribuição de dividendos para garantir financiamento para as oportunidades de investimento. Caso os investimentos superem o lucro retido internamente, primeiro chama-se o saldo de caixa ou os títulos negociáveis.

¹⁷ Kimura (2006, p. 20) explica o modelo de assimetria de informação da seguinte forma: os gestores que participam das decisões da empresa têm mais informações que o público geral podendo gerar com isso conflito de interesses (os administradores possuem informações relevantes que o mercado, os acionistas e os investidores não dispõem sobre novos projetos e possíveis ganhos). Dessa forma, existe a possibilidade que as ações da empresa estejam sendo subavaliadas pelo mercado, por isso deve-se evitar ao máximo a emissão de ações.

¹⁸ Para Kimura (2006, p. 18), o problema da agência leva em consideração que os agentes (gestores), aos quais foram delegados o poder de decisão ajam conforme seus próprios interesses. Dessa forma, existe o risco do gestor tomar decisões com o intuito de valorizar sua posição social em detrimento do aumento da riqueza da empresa. Ou ainda, quando o mesmo está temeroso pela perda de seu emprego, tomar atitudes pouco arriscadas, evitando a realização de projetos que agreguem valor. Esse conflito de interesses pode influenciar a estrutura de capital da empresa, Famá e Grava (2000, p.31) completam o pensamento afirmando que o interesse dos acionistas e dos gestores diverge em diversos pontos. Assim, surgirão decisões que não atendem aos melhores interesses dos acionistas e provocarão uma redução do valor da empresa. Essa redução pode ser considerada custo de agência.

A abordagem do *pecking order* consegue melhor explicar a estrutura de capital, pois as empresas têm razões para evitar o financiamento, mediante a emissão de ações ordinárias ou outros títulos de risco. As companhias não querem correr o risco de cair no dilema de emissão de ações a um preço que consideram muito baixo, em virtude da assimetria de informações. Dessa forma, as empresas estabelecem políticas de distribuição de dividendos de modo que as taxas normais de investimento de capital possam ser atendidas por recursos gerados internamente (MYERS, 1984).

Todavia, em função dos índices de endividamento que esse modelo pode levar, quando as fontes internas são insuficientes, a posição de Myers (1984) é que no *pecking order*, o tamanho da dívida reflete a exigência cumulativa de financiamento externo, por um período prolongado. Dessa forma, ao subir na hierarquia das fontes enfrenta-se o risco de incorrer em maiores custos de dificuldades financeiras. Para reduzir esses custos, a empresa pode optar pela abertura de capital, mesmo que essas novas ações não sejam necessárias para financiar o investimento real, mas esse processo pode ocorrer apenas para reduzir o endividamento, movendo a empresa *para baixo* da hierarquia, garantindo uma folga financeira (margem para conseguir novos empréstimos sem elevar o custo da dívida) o que é bastante valioso, e a empresa pode abrir o capital para adquirir essa folga.

Percebe-se, que o *pecking order* é um modelo que pode ser adotado por empresas mais lucrativas com maior capacidade de geração de caixa. São elas que conseguem produzir internamente mais recursos para novos investimentos e assim, têm menos necessidade de recorrer a fontes externas, descendo na hierarquia. Assim, essas empresas deveriam ser menos propensas à abertura de capital. Aquelas que têm uma maior dificuldade de geração de caixa ou estão em mercados com maior nível de exigência de novos investimentos, têm mais dificuldade para seguir esse modelo, estando mais propensas à possibilidade de receber recursos próprios através do lançamento de ações em bolsa.

Myers (1984) presume que a empresa tem os meios disponíveis para substituir endividamento por recursos próprios. Para isso, é necessária a existência de um mercado de capitais eficiente. Além disso, para o autor, o valor de mercado da firma poderá ser maximizado em função do nível hierárquico de financiamento em que a empresa se encontra.

2.2.3.6 A abordagem do *Market Timing*

De acordo com Choe, Masulis e Nanda (1993) a abordagem do *Market Timing* leva em consideração a hipótese de que as decisões de emissão de ações, como estão sujeitas à assimetria de informações, serão amplamente influenciadas pelas condições do mercado. Assim, os gestores devem escolher, entre dívida e abertura de capital, a alternativa mais favorável no momento. Quando se percebe que, em virtude da assimetria de informações, a empresa está subavaliada, a venda de ações deve ser postergada. Entretanto, quando as ações divergem para cima do seu valor “real”, os gestores devem aproveitar a oportunidade de valorização temporária e captar recursos através da bolsa de valores, para maximizar o objetivo dos acionistas.

Steffen e Zanini (2012, p. 104) completam o pensamento afirmando que de acordo com a abordagem do *Market Timing*, as empresas devem conduzir o processo de abertura de capital com base nas condições econômicas para aumentar seu valor de mercado, evitando realizar o processo quando poucas empresas boas estão lançando suas ações. Dessa forma, a venda de ações em bolsa deve ocorrer durante determinadas “janelas de oportunidades”, isto é: quando o mercado estiver “aquecido”, possibilitando melhores oportunidades de retorno. Todavia, se uma empresa souber que está sendo avaliada pelo mercado abaixo do valor “justo”, postergará a abertura de capital até o momento em que o mercado esteja mais “favorável”, para obter melhores preços. Eid Junior (1996, p.52) reforça o conceito do *marketing time*, ao afirmar que muitas empresas efetivamente tomam suas decisões de financiamento em função das condições externas apresentadas pelo mercado de capitais.

2.2.3.7 Estrutura de Capital no Brasil

A busca pelo financiamento normalmente ocorre para desenvolver novos projetos, ampliar a capacidade produtiva e possibilitar o crescimento empresarial. Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p. 42) avaliaram as razões do processo de abertura de capital de empresas brasileiras entre 2004 e 2005, tentando validar as abordagens teóricas no contexto brasileiro, e concluíram que o principal fator motivador para a abertura de capital entre as empresas pesquisadas, foi à obtenção de recursos para expansão, em uma estratégia de crescimento. Sendo que, a reestruturação do capital foi apontada como motivo relevante por somente 14% das empresas pesquisadas.

Cardia, Malquet e Ambrozini (2007, p. 12) também realizaram um estudo, para entender onde foram aplicados os recursos captados na Bolsa de Valores entre janeiro de 2004 e abril de 2007. Os autores perceberam que a maior parte das empresas, dentre as 61 que abriram o capital, não possuía alto índice de endividamento no momento da abertura. Com base nisso, concluíram que o processo não levou em conta a busca de uma estrutura de capital ótima, deixando de lado os conceitos da *static trade-off theory*. Para os autores, o motivo que direcionou as empresas em bolsa estava relacionado a vontade de aproveitar o momento oportuno, que contou com a forte entrada de investidores estrangeiros, dispostos a pagar prêmios elevados nas emissões dos papéis, sendo com isso, aderente aos pressupostos do *marketing time*.

Eid Junior (1996, p. 52) considera que o modelo que melhor explica o comportamento dos administradores em países desenvolvidos é o do *pecking order*. Já no Brasil, a ideia do oportunismo na captação de recursos, relacionada aos conceitos do *marketing time*, foi comprovada no seu estudo sobre custo e abertura de capital. Ou seja, as empresas buscam financiamento na medida em que surgem boas oportunidades, sem se preocupar com a hierarquia de fontes ou estrutura ótima de capital.

O estudo de Eid Junior (1996) mostrou que, no Brasil, as empresas apontam como primeira fonte de recursos os empréstimos bancários (mesmo com as altas taxas de juros praticadas), como segunda são as ações ordinárias, e o lucro retido seria somente a terceira possibilidade. Pelos argumentos do *pecking order*, os lucros retidos deveriam ser a primeira alternativa e a abertura de capital a última. Esse comportamento talvez possa ser explicado pela existência de fontes de recursos subsidiadas pelo Governo através do BNDES. Quanto à utilização dos lucros retidos, o autor leva em consideração que a lucratividade das empresas na época do estudo não foi alta, dada a crise dos anos 90, antes do plano Real, o que pode ter dificultado o uso dessa fonte (EID JUNIOR, 1996, p. 55).

Nesse contexto, utilizaremos essas diferentes abordagens para tentar explicar as razões que levaram as empresas de construção civil a priorizar a abertura de capital em detrimento das demais fontes de financiamento disponíveis, e verificar se esse amplo processo de financiamento via abertura de capital aconteceu para aproveitar uma oportunidade do mercado, sem ter uma ligação direta com a escolha da estrutura de capital, esteve voltado para

conseguir uma folga financeira que garantisse um melhor ajustamento na hierarquia de fontes, ou ainda para buscar uma estrutura de capital mais eficiente que reduza o custo médio de capital e agregue valor ao negócio.

2.3 GESTÃO DAS EMPRESAS IMOBILIÁRIAS

Nesta seção do trabalho, apresenta-se as características do setor de construção civil imobiliária, fazendo uma análise das características, do histórico e das fontes de financiamento utilizados pelas empresas do setor.

2.3.1 Gestão de empresas de construção civil

O setor de construção civil pode ser dividido em três categorias: a construção de edifícios (objeto de estudo do trabalho), as obras de infraestrutura e os serviços especializados para construção. A construção de imóveis residenciais, comerciais envolve a integração de diferentes sistemas e materiais de construção e uma vasta gama de participantes, os quais formam um acordo temporário, que é concluído após a finalização do empreendimento. Vale ressaltar que essas relações ocorrem de forma complexa, não só por causa da quantidade de atores (que muitas vezes têm objetivos conflitantes), mas também da existência de diversas empresas nos ramos envolvidos (MONTEIRO FILHA; COSTA; ROCHA, 2010, p. 359).

A categoria de construção de imóveis, de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2013), desmembra-se em dois segmentos: incorporação de empreendimentos e construção de imóveis. A incorporação é exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial de edificações, ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas.

As incorporadoras mobilizam e coordenam a constituição de fatores de produção necessários à edificação do imóvel e sua comercialização, atuando desde a aquisição do terreno até a venda do produto, elas ocupam a posição central do processo captando recursos e gerenciando os fatores necessários para comercialização do bem. Segundo Ribeiro (1997), suas principais atividades são: a) concepção e estruturação do empreendimento (aspectos técnicos, legais, físicos, econômicos, financeiros e operacionais); b) análise de mercado; c) escolha do terreno d) mobilização do capital necessário à obtenção do financiamento para a construção e do

consumidor final e) contratação do projeto de arquitetura e engenharia; f) contratação da urbanização; g) promoção e venda das unidades; h) fiscalização da execução dos serviços; i) entrega das unidades, efetivação do financiamento e garantia.

De acordo com a Lei 4591/64, a incorporação caracteriza-se pelo acréscimo de valor a uma propriedade fundiária a partir da construção sobre a mesma ou incorporação de nova área a anterior. O Artigo 29º dessa Lei define o incorporador como a pessoa física ou jurídica, que embora não efetuando a construção, compromisse ou efetive a venda de frações ideais de terreno objetivando a vinculação de tais frações a unidades autônomas, em edificações a serem construídas ou em construção sob o regime condominial, ou que meramente aceite propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a termo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega em certo prazo, preço e determinadas condições, das obras concluídas.

A construção de imóveis é uma atividade independente da incorporação, sendo realizada por um construtor, que é contratado para realização da obra, em conformidade com os projetos e memoriais registrados nos órgãos competentes, sob o regime de empreitada (preço previamente definido, podendo ser reajustado por índices predeterminados) ou de administração (os custos são de responsabilidade do incorporador ou proprietário e o construtor recebe um percentual sobre o valor total da obra).

Enfim, a construtora é quem efetivamente realiza a obra, seu resultado é apurado pela atividade da construção propriamente dita (lucro produtivo) que está diretamente relacionado às condições contratuais acordadas com o incorporador. Monteiro Filha, Costa e Rocha (2010, p. 359) lembram que o resultado da construtora pode ser ampliado pela adoção de técnicas produtivas mais avançadas e pelo aumento da produtividade. Já as incorporadoras tem seu resultado (lucro imobiliário) relacionado a condicionantes externos que atuam sobre o valor do imóvel, como localização e status da área, uma vez que o insumo básico para o processo construtivo é a “terra urbana”.

Destaca-se que é muito comum o incorporador exercer as duas atividades ao mesmo tempo, caso tenha os registros e licenças necessários para tal. Lisboa (2009 apud BUCK, 2013, p. 44) reporta que na prática diversas incorporadoras também realizam as atividades de construção, sendo que muitas das incorporadoras atuais começaram suas operações como construtoras de

edifício na década de 1970. O objeto de estudo desse trabalho, previamente identificado, é representado pelas empresas de incorporação imobiliária que também realizam a atividade de construção.

Desde os passos iniciais até a entrega do imóvel ao consumidor final, as empresas de construção civil precisam realizar diversas tarefas. Normalmente esse processo dura pelo menos três anos e compreende diversas funções. Destaca-se que, além do controle dos processos operacionais, é necessária uma gestão eficaz das diversas atividades administrativas para garantir a qualidade e a rentabilidade do empreendimento.

Diante de tantas atividades, Buck (2013, p. 46) ressalta que a incorporação imobiliária pode ser dividida em três fases distintas: antes do lançamento do produto, durante a construção do imóvel e a conclusão das obras. Cada uma delas tem características específicas que a diferenciam das demais, envolvendo em maior ou menor grau setores específicos. As características principais de cada fase são:

- a) na primeira fase, anterior ao lançamento, ocorre à escolha do terreno, idealização do produto, a contratação/ aprovação do projeto e a elaboração da viabilidade técnica e financeira do empreendimento;
- b) na segunda fase, é realizado o lançamento e a construção da obra;
- c) na terceira fase, após a conclusão das obras, acontece a entrega do produto aos compradores, a implantação do condomínio, a contratação do financiamento, e o atendimento a garantia das obras.

Ao avaliar cada etapa, percebe-se que na primeira e segunda fase, destaca-se o processo de desenvolvimento do produto (desde o projeto até a campanha de lançamento) e o gerenciamento da construção. A área de Marketing juntamente com a área técnica tem a responsabilidade sobre a concepção do imóvel de acordo com as necessidades do mercado e a área comercial é responsável pela divulgação da campanha publicitária, definição da estratégia de vendas, atendimento ao cliente e comercialização do empreendimento. A área Técnica, também é responsável por definir e controlar as atividades da construtora. No caso de contratação de construtora independente, a área Jurídica participa na elaboração dos contratos. A correta gestão desses processos vai contribuir com a comercialização do produto final e a entrega do mesmo no prazo previsto, de acordo com as condições inicialmente estabelecidas.

Perpassando as três fases, destaca-se o processo de gestão financeira. A área de Finanças corporativas é responsável pela elaboração do orçamento, definição das fontes de financiamento para construção do produto e gerenciamento dos recebimentos/ pagamentos de forma a reduzir o custo de capital do empreendimento. Vale destacar a importância de integração entre as diversas áreas e atividades da empresa. Afinal, quanto maior o sucesso do lançamento, mais recursos dos clientes estarão disponíveis para a execução do produto, demandando com isso menor necessidade tanto de capital de terceiros quanto de capital próprio.

Cardoso (2013) complementa o pensamento, afirmando que as principais atividades gerenciais de uma empresa de construção civil imobiliária são: Comercial, Estudo de concepção, Orçamentos, Estudos de Preparação, Logística Externa, Logística do Canteiro e Execução. Ainda segundo o autor, o processo logístico dessas empresas difere das demais empresas de produção, pois não tem a logística de distribuição, podendo com isso, se concentrar em apenas dois focos: a) logística de suprimentos (externa), encarregada do fluxo de bens desde a identificação e compra até a distribuição dos materiais à obra; b) logística de canteiros (interna) encarregada do fluxo dentro da obra, garantindo a disponibilidade de recursos. Essa distinção é fundamental para correta alocação de custos e tarefas ao longo da cadeia logística.

Diante disso, Cardoso (2013) conclui que os aspectos-chaves da eficiência das empresas de construção civil imobiliária encontram-se na melhoria do funcionamento interno de maneira isolada e nas articulações entre diferentes atividades internas e externas. Esse teórico afirma ainda que a empresa pode obter ganhos de eficiência tanto através da intervenção na cadeia logística, quanto nas suas articulações. Para isso, cada empresa deve optar por uma linha estratégica ou conjunto delas, identificando aquela que apresenta uma relação mais próxima com seu modelo de gestão.

Para Souza (2004, p. 24), o sistema de gestão de uma incorporadora precisa utilizar das variáveis do ambiente interno e externo para conseguir estabelecer o posicionamento atual da empresa e definir os segmentos de atuação. Além disso, é necessário estabelecer o fluxo dos processos, estruturar um plano de metas e estabelecer indicadores de resultado para que o

processo possa ser retroalimentado. Os passos necessários para funcionamento do sistema são descritos a seguir:

- a) identificar os pontos fortes e fracos, avaliar os principais concorrentes para estabelecer o posicionamento no mercado, a estratégia competitiva e os segmentos de atuação;
- b) definir o fluxo de processos, determinando os parâmetros de condução e controle dos mesmos;
- c) gerenciar o empreendimento e os processos, identificando desvios em relação ao planejado, corrigindo rumos, ações corretivas e preventivas;
- d) gerir o plano de metas da empresa, analisando os resultados obtidos pelo conjunto dos empreendimentos e promovendo as ações corretivas e preventivas para garantir a manutenção e melhoria da estratégia competitiva.

Quanto aos processos das construtoras, destacam-se: a capacidade de elaboração do orçamento da obra, a eficácia do processo operacional (envolvendo a gestão dos fornecedores, estoques e processos produtivos) e a gestão do contrato com fornecedores e incorporadoras. O primeiro processo acontece na área técnica juntamente com a área de planejamento tendo como responsabilidade estabelecer corretamente os custos da construção e a margem adequada para remuneração da atividade. O segundo está relacionado à área técnica e operacional e tem como responsabilidade que o projeto seja entregue de acordo com as especificações acordadas e dentro dos custos estabelecidos no orçamento. O terceiro acontece na área jurídica que tem como responsabilidade proteger a construtora das falhas vindas dos fornecedores, parceiros e das incorporadoras.

Ressalta-se, que quando uma construtora se compromete a fazer a obra sob um valor previamente estabelecido, as falhas no planejamento, no processo, na entrega dos fornecedores, ou no projeto entregue pelas incorporadoras podem acarretar grandes prejuízos para a mesma.

Para eficácia do processo operacional das construtoras, Zegarra, Vivancos e Cardoso (2013) apresentam três fatores críticos de sucesso¹⁹ na atividade de construção: o primeiro acontece na etapa do projeto/ orçamento, e está relacionado à correta definição tanto das características e especificações do empreendimento, quanto dos materiais. O segundo diz respeito à forma

¹⁹ Fatores críticos de sucesso são as variáveis que mais valor proporciona aos clientes e que melhor diferenciam os concorrentes num determinado setor de atividade.

que a empresa administra sua produção. O terceiro refere-se à escolha de fornecedores qualificados para garantir entrega conforme previsto facilitando com isso, a gestão da cadeia de suprimentos.

2.3.2 Mecanismos de financiamento das empresas de construção imobiliária

No processo produtivo, as incorporadoras podem financiar a obra com capital próprio (lucros retidos e abertura de capital), mediante financiamento obtido na rede bancária ou ainda com recursos dos compradores. Segundo Almeida e Almeida (2003, p. 10), uma estratégia utilizada para ampliar o rendimento de um empreendimento imobiliário é antecipar as vendas. Se o custo de capital estiver alto, a antecipação das vendas é uma estratégia que pode minimizar esse custo, visto que o financiamento da construção virá da venda do produto. Todavia, se o custo não for muito elevado o lançamento pode ser postergado para conseguir o maior valor de venda possível.

[...] normalmente o fluxo de caixa de uma obra requer recursos externos durante boa parte da construção. O pagamento dos consumidores não cobrem os custos, o que aumenta o risco do negócio. A utilização de recursos próprios, dos sócios atuais ou novos, pode reduzir esse risco ao acelerar o ciclo do fluxo de caixa dos empreendimentos. (TAVARES, 2008, p. 51).

Além dessas alternativas, as empresas de construção civil podem se financiar através da emissão de: debêntures, notas promissórias, carteiras hipotecárias das instituições financeiras e linhas específicas dentro do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e Sistema Brasileiro de Poupança. Outra forma de captar recursos é através das operações de securitização, onde a empresa antecipa os créditos a receber convertendo-os em título lastreado e negociável, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

Costa (2005, p. 118) explica que a cessão de direitos creditórios acontece quando a incorporadora negocia com os agentes financeiros os créditos a receber de seus clientes, oriundos da venda de unidades já concluídas. Trata-se de uma venda de direitos realizáveis, em que o vendedor (incorporador) concede um desconto sobre o montante de recebíveis para antecipar o recebimento dos recursos. Segundo o autor, essa forma de financiamento vem se desenvolvendo no mercado brasileiro, consolidando-se como uma importante fonte de recursos para as incorporadoras.

De acordo com as definições do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), apresentados no *site* do Banco Central (2013), o SFH é um segmento especializado do Sistema Financeiro Nacional (SFN), criado em 1964, que possui como principais fontes de recursos: à poupança compulsória proveniente dos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Bem como, a poupança voluntária, proveniente dos depósitos do denominado Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), sendo constituído pelas instituições que captam essa modalidade de aplicação financeira.

A Resolução do Banco Central 1980 de 30/04/93 disciplinou o direcionamento dos recursos captados em depósito de poupança pelas instituições integrantes do SBPE e as operações de financiamento efetuadas no Sistema Financeiro de Habitação. Esse dispositivo definiu os limites mínimos do direcionamento de recursos para o financiamento do SFH e para o financiamento imobiliário como um todo, contribuindo com isso, para a ampliação de recursos no mercado imobiliário brasileiro.

Contudo, dentre as fontes de financiamento disponíveis para as empresas de construção civil, os estudos já realizados sobre o tema indicam a ausência de determinantes que dificultam a presença do capital de terceiros. Segundo Tavares (2008), o primeiro deles é a pequena participação de imobilizado na estrutura do ativo total das incorporadoras. Para a autora a presença de ativos tangíveis é um indutor do endividamento e as empresas com um percentual alto de imobilizado são as que mais utilizam o capital de terceiros. Isso ocorre, pois os credores preferem emprestar para empresas que tem ativos que podem ser utilizados como garantia.

Já as empresas com poucos ativos tangíveis, caso da construção, têm mais dificuldade de acesso ao crédito, pois os credores exigem um prêmio mais alto pelo risco. Tavares (2008) lembra ainda que as construtoras e incorporadoras mantêm grau de imobilização relativamente pequeno, o ativo permanente representa em média 3,1% do ativo total, indicando que o setor deve ter um endividamento baixo.

O segundo determinante está relacionado ao porte das empresas. Tavares (2008) afirma que quanto maior a receita líquida, maior a probabilidade que a empresa se financie com capital de terceiros. Como as empresas de construção civil historicamente tem um faturamento baixo,

quando comparado com outros setores, espera-se que as incorporadoras e construtoras tenham uma presença limitada do capital de terceiros e se financiem prioritariamente com recursos próprios.

Tavares (2008) também apresenta determinantes que possuem uma relação negativa com o endividamento. Segundo a autora, quanto maior o risco do negócio, e quanto maior a rentabilidade das empresas, menor a presença de capital de terceiros no balanço. Ressalta-se que as peculiaridades do setor de construção civil dificultam projetar os valores, margens e datas dos lançamentos, o que amplia a volatilidade dos lucros, aumentando o risco do negócio, o que gera maior uso de recursos gerados internamente.

Enfim, essa mesma teórica relata ainda que as empresas de construção procuram manter um padrão de endividamento compatível com o setor de atuação e a presença de capital de terceiros também é orientada: pelos custos de captação, instrumentos financeiros disponíveis e necessidade de investimentos operacionais. Durante bastante tempo as principais fontes de financiamento das incorporadoras eram os recursos próprios e recursos dos clientes proveniente do lançamento das obras. As taxas de juros limitavam a busca por capital de terceiros. Todavia, as mudanças da economia, permitiram que as empresas tivessem mais acesso ao crédito e conseguissem transferir para o setor bancário o financiamento ao consumidor final.

Além disso, a partir de 2005, com a utilização da abertura de capital como fonte de financiamento, o processo de capitalização das empresas de construção civil ficou menos dependente do crédito bancário. As incorporadoras passaram a utilizar a bolsa como fonte de recursos, tanto através do processo da abertura de capital, quanto pela venda de debentures. Segundo os dados apresentados em Ofertas Públicas de Distribuição de Ações, no *site* da Bm&fBovespa (2013), o setor de construção civil foi o que apresentou maior participação nas ofertas de renda variável, representando 23% do total em 2006.

Continuando seu trabalho, Tavares (2008, p. 58) realizou uma análise econômica financeira de onze empresas de construção civil que abriram o capital entre janeiro de 2005 e março de 2007. Foi identificado que, em função do aporte de capital pelo qual passaram essas companhias, o balanço das mesmas indicava um importante crescimento dos índices de liquidez. Além disso, observou-se que as incorporadoras e construtoras mantêm um grau de

imobilização muito baixo, e a relação patrimônio líquido sobre ativo total cresceu significativamente após a abertura de capital.

O setor de construção civil brasileiro apresenta maior proporção de endividamento em moeda nacional, não foram encontradas emissões de títulos no exterior e poucas empresas utilizam recursos provenientes da oferta de debêntures. Apesar do setor de construção civil apresentar indicadores que indicam alta rentabilidade, sugerindo o uso de recursos próprios, o fluxo de caixa é prejudicado pelo ciclo de produção, por isso não é suficiente para as necessidades de giro e construção da obra. Então, pode-se concluir que as características próprias do setor tem influência na decisão de financiamento, dificultando a presença de capital de terceiros. (TAVARES, 2008, p. 70).

Percebeu-se também que o endividamento com bancos e debentures do setor representava em média, 19% em 2005 e caiu para 1% em 2006, sendo que as empresas que levantaram recursos em bolsa, nesse período, passaram a apresentar saldos de aplicações financeiras superiores ao saldo de empréstimos e financiamentos de curto prazo no final de 2006. Essas aplicações chegaram a representar 26,3% do ativo no final de 2006. Tavares (2008) lembra ainda que, o uso de recursos próprios pode oferecer para as incorporadoras a agilidade necessária para aproveitar eventuais oportunidades de lançamento de novos produtos e aquisição de empresas.

2.4 QUADRO SÍNTESE COM AS PRINCIPAIS ABORDAGENS CONTIDAS NA FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A base conceitual do referencial teórico está apresentada, de forma resumida no quadro 1, onde estão destacados os principais autores estudados, as dimensões abordadas e os indicadores que nortearam a pesquisa.

Quadro 1 - Resumo do referencial teórico

Tema	Autores	Dimensão	Indicadores
Condições setoriais de competitividade	Porter (1986)	A intensidade da concorrência pode ser avaliada através das cinco forças competitivas e da influência do Governo no setor	-Existência de barreiras de entrada -Poder de barganha com clientes e fornecedores -Grau de rivalidade entre os concorrentes. -Ameaça dos substitutos -Influência das ações político-legais e macroeconômicas
As reservas financeiras como vantagem competitiva	D'Aveni, (1995) D'Aveni, (2002)	A importância das reservas financeiras na disputa com a concorrência A utilização da maior capacidade financeira para ganhar posição de mercado	-Ampliação do estoque de terrenos -Crescimento da receita líquida após a abertura de capital -Aumento da quantidade de lançamentos

Tema	Autores	Dimensão	Indicadores
Alianças estratégicas	Yoshino e Rangan (1996)	As alianças estratégicas representam uma resposta ao aumento da competitividade As alianças podem ser utilizadas para contribuir com o desenvolvimento de uma ou mais áreas estratégicas	-Quantidade de alianças estratégicas promovidas no período -Importância das alianças estratégicas para adaptação ao novo padrão de construção
	D'Aveni, (1995)	As alianças criam a união de forças para tentar neutralizar a vantagem financeira de grandes concorrentes	-Crescimento da quantidade de alianças estratégicas entre empresas locais
Abertura de Capital	Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007) Pinheiro (2007)	A abertura de capital representa uma alternativa de financiamento para promover o crescimento, a modernização das atividades e a reestruturação do passivo.	-Finalidade dada aos recursos obtidos via abertura de capital -Crescimento da receita líquida após a abertura de capital.
	Souza (2003)	A necessidade de compartilhar o controle e o desconhecimento do mercado de capitais afastam as empresas da bolsa de valores	-Motivações que levaram as empresas baianas a permanecer com o capital fechado

Tema	Autores	Dimensão	Indicadores
Organização da estrutura de capital	Myers (1984)	A definição da estrutura de capital deve procurar o equilíbrio entre os benefícios e os custos do endividamento, em busca da estrutura ótima, <i>static trade-off</i>	-Existência de padrão de comportamento definido na formulação da estrutura de capital - Redução do percentual de capital de terceiros após a abertura de capital
	Choe, Masulis e Nanda (1993) Cardia et al (2007)	A estrutura de capital é ordenada com base numa hierarquia de fontes de financiamento, onde a preferência é o lucro retido, <i>pecking order</i> A abertura de capital ocorre em momentos oportunos, quando o mercado está favorável, <i>Marketing Time</i>	-Prioridade pela utilização dos lucros retidos como fonte de financiamento -Motivações que levaram as empresas a abertura de capital
Gestão e mecanismos de financiamento das empresas de construção civil	Monteiro Filha, Costa e Rocha (2010)	A atividade de incorporação possui características específicas que interferem na gestão das empresas	-Existência de procedimentos formais e critérios para compra de terrenos, elaboração dos projetos e processo de construção
	Almeida e Almeida (2003) Tavares (2008)	A antecipação de vendas é uma alternativa que pode ser utilizada para financiamento da incorporadora A ausência de ativos tangíveis dificulta a utilização de capital de terceiros por parte das incorporadoras.	-Percentual da venda recebido até o início das obras -Percentual do Imobilizado em relação ao Ativo total das incorporadoras -Prioridade pelos lucros retidos como fonte de financiamento

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Para realização da pesquisa, predominantemente qualitativa, foi realizada a aplicação de questionários, além de análise documental. Foram aplicados presencialmente três grupos de questionários, majoritariamente compostos por questões fechadas, sendo que os comentários dos gestores também foram utilizados para enriquecer a pesquisa.

O primeiro deles, (Apêndice A) foi direcionado aos dirigentes (pessoas de notório conhecimento do mercado) de entidades de classe específicas do setor: Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário da Bahia (ADEMI-BA), Conselho Regional dos Corretores de Imóveis (CRECI-BA), Sindicato da Indústria da Construção do Estado da Bahia (SINDUSCON-BA) e o Sindicato da Habitação (SECOVI-BA), assim como ao gestor da principal empresa de mídia imobiliária de Salvador, a Stand de Vendas. Este questionário está dividido em três blocos sendo que o primeiro visa identificar a entidade de classe e definir a representatividade da mesma junto às empresas de construção civil. O segundo bloco, consiste em avaliar a percepção dos representantes de classe sobre a competitividade do mercado imobiliário baiano. Já o terceiro bloco foi direcionado para avaliar a percepção dos representantes das entidades de classe sobre as mudanças geradas no ambiente competitivo após a chegada das companhias de capital aberto.

O segundo questionário (Apêndice B) foi aplicado com os dirigentes (diretores regionais) dos grupos empresariais de capital aberto que expandiram suas atividades para a capital baiana, identificadas pela relação de empresas de construção civil que realizaram ofertas públicas de distribuição de ações, listadas no *site* da Bm&fBovespa (2013), referente ao setor de Construção Civil. Este questionário foi separado em quatro blocos. O primeiro deles identifica à empresa, o modelo de gestão, as fontes de financiamento utilizadas e a percepção dos gestores sobre as condições setoriais de competitividade. O segundo bloco está direcionado para identificar os fatores que levaram as empresas de construção civil a realizar o processo de abertura de capital e o terceiro bloco descreve como foi o mecanismo de financiamento via bolsa de valores. O quarto bloco tem o objetivo de identificar as ações adotadas pelas empresas de capital aberto para facilitar seu ingresso no mercado baiano.

Dentre as seis empresas que abriram o capital e tiveram participação relevante na capital baiana entre 2005 e 2012, duas (33% do total) responderam o questionário aplicado presencialmente, as outras quatro foram contatadas, mas optaram por não responder. Para preservar os nomes das empresas e dos dirigentes, cada companhia será identificada no trabalho como CA1 e CA2, seguindo a ordem cronológica das entrevistas.

Quanto às principais características das duas empresas de capital aberto que responderam o questionário, ambas declararam faturamento anual superior a R\$ 300 milhões/ano, sendo esse valor confirmado na análise documental do balanço das mesmas. As duas companhias informaram também, que possuem um planejamento escrito e formal, sendo as decisões direcionadas pelo conselho de administração, como já é estabelecido para todas as companhias listadas em bolsa.

O terceiro questionário (Apêndice C) foi aplicado junto a nove dirigentes (presidentes, diretores e gerentes) de empresas baianas do setor de construção civil que promoveram lançamentos entre 2005 e 2012 em Salvador e ou Região Metropolitana. Neste questionário constam três blocos, sendo que o primeiro deles identifica empresa, o modelo de gestão, as fontes de financiamento utilizadas e a percepção dos gestores sobre as condições setoriais de competitividade. O segundo bloco foi elaborado para tentar entender os motivos pelos quais as empresas baianas não aderiram ao mercado de capitais. Por fim, o terceiro bloco, traz a percepção dos gestores sobre os principais impactos que as empresas de capital aberto geraram na competitividade do setor. Para preservar a identidade das empresas baianas e dos seus dirigentes, cada empresa pesquisada será identificada no trabalho como BA1, BA2, BA3 e assim sucessivamente, seguindo a ordem cronológica das entrevistas.

Dentre as nove empresas baianas que responderam o questionário, sete delas declaram que, em relação ao contrato social, permanecem como empresas limitadas (Ltda), já as outras duas declararam ser sociedades anônimas (S/A) de capital fechado. Ou seja, apesar de serem classificadas como sociedade anônima, não tem ações listadas em bolsa. Quanto ao porte, a pesquisa contemplou empresas locais de diversos tamanhos, sendo que uma empresa declarou faturamento anual inferior a R\$ 2,5 milhões, quatro declararam faturamento de R\$ 2,4 a R\$ 16 milhões, duas declararam o faturamento de R\$ 16 a R\$ 90 milhões e duas declararam um faturamento superior a R\$ 300 milhões por ano, podendo ser classificadas como de grande porte. Em relação ao modelo de gestão, percebeu-se que somente duas empresas declararam

realizar um planejamento formal e escrito. As demais informaram que o planejamento é definido pela diretoria, sem a presença de um instrumento formal para nortear as empresas e os funcionários, podendo ser consideradas como gestão familiar.

Já a etapa documental da pesquisa consistiu-se da análise dos balanços de 2005 a 2012, publicados nos *sites* das seis companhias de capital aberto que expandiram a sua atuação para a capital baiana. Dessa forma, foi possível identificar o potencial de crescimento e perceber mais claramente os impactos causados pela venda de ações na estrutura de capital das empresas. Neste caso, como esses dados são públicos, as empresas foram identificadas por seus nomes reais.

A descrição detalhada do procedimento adotado para coleta dos dados está expressa a seguir.

A caracterização do setor de construção civil foi construída tendo como base três pilares: a apresentação das principais peculiaridades do setor, o processo de formação histórica e o tamanho do mercado imobiliário baiano. Quanto as principais peculiaridades e ao histórico do setor, foram colhidas informações a partir dos trabalhos acadêmicos já produzidos nessa área, destacando-se: Avelar (2006), Tavares (2008), Monteiro Filha, Costa e Rocha (2010) e Buck (2013) além do levantamento de informações do relatório *Brasil Sustentável: potencialidade do mercado habitacional* elaborado pela Ernst & Young (2008).

O dimensionamento do mercado foi realizado através da análise dos dados presentes no relatório anual de *Pesquisa Imobiliária* (2013), publicado pela ADEMI-BA, onde consta o histórico de lançamentos e vendas de unidades imobiliárias, fornecendo os dados específicos sobre as condições do setor imobiliário no Estado.

Para avaliar o modelo de gestão adotado pelas empresas de construção civil, foi aplicado um questionário (Apêndice B), com os grupos empresariais de capital aberto com atuação na Bahia e um questionário (Apêndice C) com as empresas baianas. As questões de 1 a 13 visam identificar o perfil dos gestores, a formação acadêmica dos mesmos, o modelo de gestão adotado pelas empresas, identificando a presença de: procedimentos formais de gestão, de planejamento estratégico estruturado e de um plano de metas definido.

Com o objetivo de tentar explicitar as características do processo de lançamento de ações na bolsa por parte das empresas de construção civil, em primeiro lugar, foi realizada uma análise dos documentos relacionados ao tema, disponíveis na Bm&fBovespa, o que permitiu caracterizar o funcionamento da operação de financiamento em bolsa e apresentar o histórico do processo de abertura de capital no Brasil.

Além disso, as respostas do questionário (Apêndice B), terceiro bloco, com as empresas de capital aberto que estenderam sua atuação para Salvador foram utilizadas para encontrar um padrão de comportamento que tenham conduzido essas empresas à adoção dessa fonte de financiamento, sendo esses dados confrontados com as informações retiradas dos balanços das empresas para garantir maior credibilidade ao processo. O questionário também buscou identificar o conhecimento dos gestores sobre: os conceitos relacionados à estrutura de capital, sobre a existência de um procedimento formal para definir as fontes de recursos e sobre a existência de política de antecipação do prazo de lançamento das obras para aumentar o uso de financiamento direto pelo comprador.

As motivações, que conduziram as empresas de construção civil à abertura de capital, foram identificadas através das respostas ao segundo bloco do questionário (Apêndice B), aplicado com os dirigentes das companhias que venderam suas ações em bolsa entre 2005 e 2007 e estenderam suas atividades para Salvador e Região Metropolitana.

Além disso, foi realizada uma análise do balanço dessas empresas para verificar: o nível de endividamento (percentual do patrimônio líquido/ ativo total). O resultado da pesquisa com os dirigentes foi confrontado com a análise desse indicador. Dessa forma, garantiu-se maior respaldo ao processo de análise, percebendo mais claramente as mudanças na estrutura de capital das empresas provocadas pela venda de ações na bolsa de valores.

Quanto às empresas baianas, foi aplicada o segundo bloco do questionário (Apêndice C) com os gestores, o objetivo foi compreender os motivos que levaram com que nenhuma empresa local realizasse o processo de abertura de capital.

Os questionários também tentaram identificar quais as fontes mais utilizadas por cada grupo de empresas (empresas locais e companhias de capital aberto), sendo possível perceber se o modelo de financiamento das empresas locais diverge das companhias de capital aberto.

Através dessa análise, foi possível perceber que o processo de abertura de capital trouxe às companhias de capital aberto a possibilidade de acesso a fontes não utilizadas pelas empresas locais, além da própria bolsa de valores.

As condições de competitividade foram avaliadas na perspectiva do modelo de cinco forças Porter (1986). Essa análise identificou o poder de barganha perante aos clientes/fornecedores, assim como, o grau de ameaça de novos entrantes, a oferta de produtos substitutos e nível de rivalidade entre os participantes do setor. O questionário (Apêndice A), questões de 6 a 14 aplicado com os representantes de classe, trará a percepção dos responsáveis por essas entidades de classe sobre o grau de competição entre as empresas de construção civil.

Além disso, para compreender melhor a percepção da intensidade da competitividade por parte dos participantes do setor, as questões de 6 a 14 do (Apêndice A), foram replicadas para o (Apêndice B e C) questões de 15 a 23, para colher os dados dos representantes das empresa de construção civil que abriram o capital entre 2005 e 2007, e estenderam suas operações para a capital baiana e dos dirigentes das empresas baianas. Essas respostas ajudaram a compreender a percepção destes líderes empresariais sobre a competitividade do setor sendo que e os resultados das pesquisas foram confrontados com os conceitos apresentados no referencial teórico desse trabalho levando a definições sobre o ambiente competitivo da construção civil.

Para identificar a percepções dos gestores sobre as principais mudanças causadas com a vinda das companhias de capital aberto ao mercado baiano e identificar a reação das empresas locais, foi aplicado o terceiro bloco do questionário (Apêndice C) com as empresas baianas e o segundo bloco do questionário (Apêndice A) com os líderes das entidades de classe. Já os representantes das companhias de capital aberto responderam o quarto bloco do questionário (Apêndice B), para que fosse possível identificar quais ações foram implementadas para facilitar sua chegada ao mercado baiano.

Vale destacar, que nos três apêndices foram utilizadas questões onde a resposta dos entrevistados levou em consideração uma escala de importância. Nessas questões, as alternativas selecionadas pelos entrevistados receberam uma pontuação decrescente. A alternativa considerada mais relevante recebeu cinco (5) pontos, e a alternativa menos relevante recebeu somente (1) ponto. Para tabular os dados, construir os gráficos e fazer as

análises, foram somadas as pontuações conferidas por cada entrevistado, sendo às alternativas que obtiveram a maior pontuação consideradas as mais importantes na perspectiva dos gestores.

Por fim, com o objetivo de avaliar o desempenho das empresas do setor que abriram o capital entre 2005 e 2007 e expandiram suas operações para a capital baiana, foi realizada uma análise documental dos balanços, antes e após o processo de abertura com o intuito de identificar o aumento da Receita Líquida, a variação dos indicadores, Margem Ebitda (Ebitda/Receita Líquida) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido). Essa avaliação ajudou a perceber a influência do processo de abertura de capital no desempenho das empresas de construção civil.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 CARACTERIZAÇÃO E HISTÓRICO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL

A construção civil agrega um conjunto de atividades com grande importância para o desenvolvimento econômico e social brasileiro, influenciando diretamente na qualidade de vida da população e na infraestrutura do país. O setor absorve parcela significativa dos trabalhadores com menor qualificação e possui forte relacionamento com outros setores industriais, na medida em que demanda vários insumos em seu processo produtivo. Além disso, de acordo com os dados divulgados por Goldberg (2010) na Revista Valor Setorial, o setor tem alta relevância para economia do país chegando a representar, 8,3% do PIB brasileiro em 2009, o que significa um valor agregado de R\$ 224 bilhões.

O desenvolvimento da construção civil é crucial para superar a carência de 6,4 milhões de novas moradias em áreas urbanas e a melhoria de qualidade de 1,5 milhão de habitações já existentes, mas consideradas precárias, segundo os dados apresentados por Monteiro Filha, Costa e Rocha (2010). As autoras estimam ainda que cerca de 31,2% dos domicílios urbanos têm alguma falha de infraestrutura.

Vale destacar as características que diferenciam o setor de construção civil em relação aos demais segmentos industriais: O terreno urbano que normalmente representa o local para realização das atividades industriais, para as incorporadoras é um importante recurso do processo produtivo. Buck (2013, p. 43) lembra que o terreno representa a matéria prima base para a produção dos produtos a partir do qual, seja pela instituição de loteamentos, ou pela incorporação imobiliária direta, será gerado valor e resultado, em forma de lucros, para as incorporadoras.

Outra questão a ser considerada está relacionada à necessidade de deslocamento dos fatores de produção até o produto (edificações), que ocupa posição fixa. Casarotto (2002 apud AVELAR, 2006) lembra que a execução das obras é realizada no local que será construído o empreendimento. Além disso, cada edificação ou conjunto delas funciona como projetos únicos e independentes, apresentando baixo volume de produção e pouca padronização,

precisando ser produzidos num prazo economicamente viável, sendo que existe significativa complexidade de relacionamento ao longo da cadeia. Cada empreendimento pode ter desempenho bem diverso do outro, em termos de margem e velocidade de vendas. A cada novo produto a ser fabricado torna-se necessário um novo projeto e uma nova estrutura produtiva.

O processo de construção é composto de muitas etapas bem diferenciadas entre si (fundações, escoramento da estrutura, concretagem, execução de alvenaria, assentamento de cerâmica, pintura, limpeza etc.) envolvendo muitos fornecedores e diferentes técnicas de execução. A maioria das tarefas é contínua e repetitiva, mas o projeto é executado apenas uma vez. Cada obra difere das demais, e os custos de produção variam bastante em função da região. Segundo Tavares (2008, p. 44), essa complexidade dificulta a projeção de indicadores, margens e as datas prováveis dos lançamentos imobiliários, gerando uma elevada variabilidade de rentabilidade.

Quanto à necessidade de financiamento, Assaf Neto (2007, p. 338) lembra que as empresas têm um longo ciclo de produção, o que eleva a necessidade de capital para sua operação, indo desde a aquisição de terrenos e dos insumos de produção até ao capital de giro e o financiamento do consumidor final. Todavia, a presença pequena de ativos tangíveis é apontada, por Tavares (2008, p. 43), como um dos motivos que dificulta o financiamento via recursos de terceiros exigindo das empresas uma maior presença de capital dos sócios.

O produto final da construção são bens de valor monetário expressivo quando comparados a outros produtos existentes no mercado e até mesmo, em relação a capacidade financeira do adquirente. Por isso, normalmente apresentam necessidade de financiamento direto ao consumidor final para efetivação da venda. Reis (2007, p. 46) reforça esse pensamento, ao afirmar que o mercado imobiliário, para se desenvolver, precisa de recursos provenientes de investimentos de longo prazo. A existência de financiamento para aquisição de imóveis não é opção, mas parte integrante do processo, afetando tanto a capacidade produtiva das empresas, quanto o poder de consumo dos clientes.

A alta necessidade de financiamento faz com o setor seja diretamente influenciado pelas políticas públicas de crédito imobiliário e pela ação das instituições financeiras. Na ausência dessas alternativas, as incorporadoras precisam assumir a tarefa de financiar diretamente o

consumidor final. O estudo *Produtividade no Brasil: a chave do desenvolvimento acelerado*, publicado pelo Instituto Mckinsey (1999), já havia identificado que o nível da taxa de juros, a inflação, o crescimento da renda, o aumento do consumo das famílias e a redução desemprego são variáveis econômicas que tem influência direta sobre a demanda por imóveis residenciais.

4.1.1 Histórico do setor de construção civil

Até os anos 90 do século passado, a atividade de construção imobiliária no Brasil era realizada por empresas familiares com atuação local. A realidade econômica e as políticas governamentais criavam barreiras de entrada no setor, o que dificultava o ingresso de novos entrantes e até limitava o crescimento global do setor.

Além disso, a presença da inflação elevava o risco do negócio e dificultava a realização de um planejamento financeiro por parte das empresas. As altas taxas de juros reduziam a oferta de crédito, exigindo que o financiamento ao consumidor fosse feito pelas incorporadoras, prejudicando a demanda do setor, que tem grande parte de suas vendas realizadas através de financiamentos de longo prazo para o consumidor final.

Diante da escassez de crédito, Mercês (2009, p. 29) lembra que, as incorporadoras tiveram que assumir o papel dos bancos e passaram a financiar o consumidor final. Todavia, esse financiamento era feito em período muito curto, de (5 a 8 anos). Tal fato prejudicava o crescimento do setor, pois o pouco tempo para amortização da dívida dificultava o acesso ao mercado por uma grande parcela da população (a prestação mensal ficava muito alta). A autora relata ainda que, até meados de 2007, as alternativas de financiamento de imóveis no Brasil permaneciam sem mudanças, limitando-se as mesmas opções já adotadas no passado:

- a) financiamento direto com o incorporador; prazo máximo de 10 anos e prestações corrigidas pelo INCC durante a obra e após a entrega do imóvel pelo Índice Geral de Preços Médio (IGP-M) + 1% a.m.;
- b) condomínios fechados; um grupo de interessados em construir um imóvel contrata uma construtora pagando a taxa de administração sobre o valor total da construção que é rateado entre os participantes do grupo. Devido ao valor mais alto das parcelas, essa modalidade é mais restrita para imóveis de alta renda.

Nesse ambiente, as empresas também encontravam dificuldade para captar recursos e terminavam priorizando a utilização de capital próprio. Essa escassez de fontes de financiamento podia ser considerada uma barreira de entrada, que favorecia os participantes atuais e dificultava a presença de novos concorrentes. Contudo, esse favorecimento terminava fazendo com que a indústria caminhasse a passos lentos nas questões relacionadas à gestão e à estratégia. Loiola e Quintella (1999, p.11) ressaltaram que a direção das empresas era realizada predominantemente por engenheiros, e tal perfil espelha a predominância de um estilo de gerência de caráter mais técnico e demonstrava a tendência de prevalecer uma filosofia mais orientada para a produção do que para o mercado.

Loiola e Quintella (1999) destacavam ainda, que a mão de obra do setor apresentava uma baixa produtividade, devida ao grau de escolaridade dos trabalhadores e à ausência de ações de treinamento e desenvolvimento por parte das empresas. O estudo *Produtividade no Brasil: a chave do desenvolvimento acelerado* produzido pelo Instituto Mckinsey (1999) reforçou esse conceito ao afirmar que a produtividade do setor de construção residencial no Brasil é 35% da produtividade nos EUA. O estudo também identificou que a informalidade no setor é alta, sendo que 70% dos empregos na construção civil no país eram informais.

A deficiência na gestão dos empreendimentos era responsável pela maior parte dos problemas do setor, levando à baixa eficiência/ qualidade e inexistência de indicadores de desempenho. Isatto et al. (2000) ressaltam que a postura das empresas era bastante passiva tendendo a esperar que as coisas aconteçam para tomada de decisão, o que limitava a implementação de práticas de gestão mais eficazes. Quintella e Loiola (1998, p. 36) completam o pensamento, afirmando que as construtoras eram caracterizadas pela desatualização tecno-administrativas, sendo possível identificar, nesse setor empresarial, uma clara falta de preparo para enfrentar os desafios competitivos da atualidade.

Nesse cenário de limitação de crédito, baixa profissionalização da gestão e postura passiva das empresas do setor, a oferta imobiliária ficou contida. Todavia o crescimento da população brasileira permaneceu alto. Segundo dados do censo de 2010, apresentado pelo IBGE, entre 1990 e 2008, o total de habitantes no país cresceu a uma taxa de 1,5% ao ano, ampliando o déficit habitacional do país que cresceu 47% no mesmo período, chegando a oito milhões de moradias em 2008.

Diante disso, para atender a exigência dos clientes, o grau de profissionalização do setor precisou aumentar. Diversos estudos já haviam sinalizado sobre a necessidade de melhoria na gestão de fornecedores, gestão do estoque e gestão de tarefas para aprimorar o desempenho das empresas do setor. Era preciso utilizar “técnicas gerenciais” mais avançadas e qualificar a mão de obra para se adequar ao ambiente mais dinâmico.

Então, novos trabalhos foram apresentados, buscando aplicar os princípios da administração da produção, adaptados as peculiaridades da construção civil, com a intenção de melhorar o processo de gestão das empresas do setor imobiliário. Nesse mesmo período, o ambiente competitivo também começou a sofrer profundas transformações a partir das mudanças da política econômica proveniente do início do Plano Real.

Dentre as mudanças, destacam-se o controle da inflação e a ampliação do acesso ao crédito. Enquanto o controle da inflação permitiu que as empresas pudessem determinar o custo, o preço real do produto e a rentabilidade dos investimentos, além de conseguir trabalhar com cenários mais previsíveis para realizar um planejamento mais eficiente, a ampliação do acesso ao crédito possibilitou que as empresas pudessem ampliar suas fontes de financiamento.

Na ótica da demanda, o financiamento imobiliário também se tornou uma realidade e as instituições financeiras passaram a disputar com mais força esse mercado. Segundo o estudo *Brasil Sustentável* apresentado pela Ernst & Yong (2008, p. 11), o fluxo anual de crédito imobiliário no Brasil passou de R\$ 4,8 bilhões em 2002 para R\$ 25 bilhões em 2007. Além disso, o prazo dos empréstimos foi ampliado, chegando a 35 anos, reduzindo substancialmente o valor das parcelas e incentivando o consumo.

Mudanças na legislação também impulsionaram o crescimento do setor criando condições mais transparentes de negociação com o objetivo de trazer mais garantia ao mercado imobiliário e proteção para os mutuários. São elas:

- a Lei 9514/1997 instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), onde foram criadas as companhias securitizadoras de crédito imobiliário, bem como os certificados de recebíveis imobiliários e implantada a alienação fiduciária;
- a Lei 10.406/2002 regulamentou a Sociedade de Propósito Específicos (SPE), embora anteriormente já aplicada. Trata-se de uma sociedade que possui atividade restrita com o objetivo de isolar o risco financeiro da atividade a que se destina de possíveis riscos de outros

negócios das companhias envolvidas. Ou seja, empresas que se associassem para realização de um projeto deveriam ter uma contabilidade específica para esse empreendimento de forma que os demais negócios das empresas envolvidas não pudessem interferir no empreendimento objeto da parceria;

- a Lei 10.931/2004 instituiu o Patrimônio de Afetação (PA) estabelecendo a separação contábil e legal do patrimônio envolvido na incorporação imobiliária do patrimônio da incorporadora. Assim receitas e despesas envolvidas na nova incorporação tornam-se incomunicáveis com o patrimônio da incorporadora até o final do empreendimento, quando então a incorporadora poderá realizar o lucro naquele empreendimento. Essa medida também simplificou a análise de crédito por parte das instituições financeiras que passaram a ter mais garantia para realizar suas operações;
- as resoluções do Banco Central 3259 de (janeiro/2005) e 3280 de (abril/2005) ampliaram o direcionamento de recursos para o financiamento habitacional contribuindo com que o número de unidades financiadas saltasse de 64.977 em 2005 para 109.289 em 2006.

Em Salvador, as alterações do Plano Diretor de Desenvolvimento Urbano (PDDU), que foi promulgado pela Lei 7.400/07, trouxeram um novo vetor de crescimento para a cidade, permitindo a construção em novas áreas como a Avenida Paralela, onde houve maior flexibilidade para manejo e supressão de áreas verdes e a Orla Marítima, onde foi permitido um acréscimo nos gabaritos máximos de construção.

Nesse contexto, desde 2005, viu-se um grande crescimento do mercado imobiliário na capital baiana. Novos bairros foram construídos, muitas unidades habitacionais foram lançadas e as empresas participantes do setor, tanto as incorporadoras como as construtoras promoveram um ambiente de expressivo acréscimo da oferta. Esse crescimento veio acompanhado da presença de novas empresas imobiliárias na Região metropolitana de Salvador, a grande maioria vinda do sudeste do país.

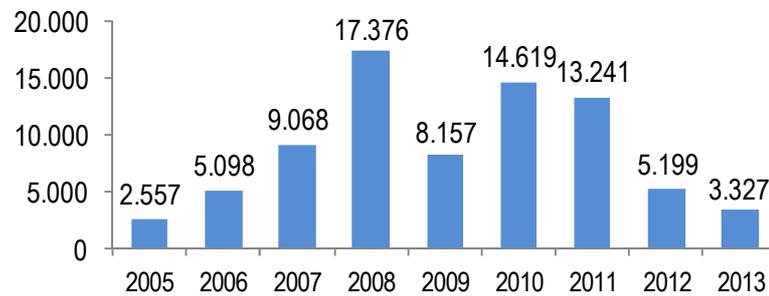
Dessa forma, o ambiente competitivo, anteriormente formado por grupos empresariais locais, se transformou rapidamente, exigindo dos participantes uma gestão mais profissional. A ampliação da oferta, fez com que o esforço para comercializar a produção aumentasse. Os consumidores, além de mais exigentes, ficaram mais informados. Com isso, desenvolver o produto “certo” passou a ser determinante e tanto as incorporadoras como as construtoras precisaram aumentar sua eficiência nos processos produtivos.

Então, algumas empresas locais utilizaram das alianças estratégicas para manter-se competitivas. Nomes tradicionais no setor imobiliário de Salvador, como: OAS e Andrade Mendonça se associaram a grupos nacionais como Gafisa e Cyrela, respectivamente. Essas empresas de porte nacional promoveram alterações na formatação dos produtos através da implantação do conceito de condomínios clube, com diversas torres e opções de lazer dentro do mesmo espaço. Anteriormente a oferta de imóveis na cidade se concentrava em lançamentos de edifícios individuais.

Outra alteração importante na estrutura do setor está relacionada às fontes de financiamento. Desde 2005, diversas empresas de construção civil realizaram o processo de abertura de capital. Esse movimento fortaleceu o caixa das incorporadoras que foram em busca de novos terrenos para futuros empreendimentos. Com isso, essa importante “matéria prima” subiu rapidamente de preço, elevando o risco da incorporação e dificultando o processo produtivo para as empresas menos capitalizadas. Mercês (2009, p. 33) já havia abordado essa questão ao afirmar que muitas empresas utilizaram o recurso da abertura de capital para criar um estoque de terreno como forma de ampliar seu faturamento potencial ou Valor Geral de Vendas (VGV), o que contribuiu para o aumento do valor dessa matéria prima.

Diante de todas essas mudanças, o mercado imobiliário teve um crescimento expressivo saindo de 2.557 unidades imobiliárias lançadas em 2005, para um recorde de 17.376 unidades imobiliárias lançadas em 2008, de acordo com a pesquisa imobiliária divulgada pela ADEMI-BA (2013). Depois desse ano, conforme apresentado no Gráfico 1, a quantidade de lançamentos regrediu retornando em 2013 para um patamar inferior ao que foi ao de 2006, com apenas 3.337 unidades lançadas. Esse rápido avanço acompanhado de retração exigiu das empresas que se programaram para a continuidade do ciclo de crescimento revisão de suas estratégias e novas melhorias no processo de gestão para tonarem-se mais eficientes e competitivas.

Gráfico 1 - Quantidade de lançamentos imobiliários Salvador e RMS



Fonte: ADEMI-BA.

Assim, a forma de gestão das empresas imobiliárias passou a ser um elemento fundamental para a sobrevivência. A capacidade de encontrar as oportunidades no ambiente externo e gerenciar adequadamente o interno para garantir a eficácia do processo produtivo tornou-se essencial para que as tradicionais empresas de construção civil continuassem operando e crescendo. Araújo (2003 apud REIS, 2007, p. 40) afirma que o ambiente competitivo da indústria da construção civil brasileira tem exercido pressão constante sobre as construtoras, esse cenário exige que as mesmas ajustem-se ao ritmo imposto pelo mercado tanto em termos estratégicos (o que construir) quanto em termos operacionais (como construir).

4.2 PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL E O HISTÓRICO DO PERÍODO

O processo de abertura de capital começa com a decisão preliminar sobre a conveniência de atrair novos sócios para a empresa. De forma genérica, essa fase inicial é o momento para pesar o custo/benefícios da realização do processo e avaliar se a cultura da empresa está adequada para ampliar a transparência e atender às novas exigências legais que serão enfrentadas. Além disso, é necessário entender a situação financeira, definir a estrutura societária, estabelecer os planos de investimento e as razões que levam a companhia a considerar a abertura, levando em consideração se a situação macroeconômica é favorável ao lançamento de ações.

O relatório *Como abrir o capital de sua empresa no Brasil*, divulgado pela Bm&fBovespa (2011), apresenta os requisitos necessários para realizar o lançamento de ações. Segundo esse documento, a partir da decisão de trazer novos sócios para a empresa, é necessário contratar uma auditoria externa, registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e um

intermediário financeiro que exerça o papel de coordenador líder da operação, podendo ser: uma corretora de valores, um banco múltiplo, um banco de investimento ou uma distribuidora de títulos e valores mobiliários.

A auditoria será responsável por produzir as demonstrações financeiras. O coordenador líder é quem conduz todo processo até o lançamento das ações, sendo responsável por: estudar a situação financeira, desenvolver projeções de resultado, ajudar a escolher a espécie e forma das ações, definir a faixa de preço da oferta e a política de dividendos a ser adotada, explicitando-a no Estatuto Social. Além disso, o coordenador irá produzir o prospecto da operação e buscar investidores, realizando o *marketing* da oferta, através de apresentações para analistas, empresas e interessados.

O Artigo 28º da Instrução CVM Nº 400/2003 estabelece que, o prospecto da oferta é o documento onde constam as informações solicitadas pela CVM para registro da operação, sendo utilizado como material de divulgação das informações da emissão, que deve estar à disposição dos investidores potenciais. O processo de distribuição precisa ser amplamente divulgado, através do Anúncio de Início de Distribuição Pública. Este anúncio contempla as principais informações disponíveis no prospecto, explicitando as características da operação, o nome das instituições financeiras que a intermediaram, a data de início da negociação das ações, a data de liquidação, o número de registro de emissão.

O contrato entre a empresa e o coordenador deve definir as comissões que serão praticadas estabelecendo qual dos três tipos de garantia será utilizada na operação: garantia firme, melhores esforços ou *stand by*. Segundo relatório do Instituto Educacional Bm&fBovespa (2012), na garantia firme, o coordenador assume a responsabilidade de subscrever todo lote emitido pela empresa pois o coordenador não tem o compromisso de adquirir os títulos. Já o formato *stand by* representa e depois revende ao público, assumindo o risco da colocação das ações no mercado. Esta prática eleva às comissões de coordenação e distribuição, contudo amplia a confiança do mercado.

No regime de melhores esforços, a instituição financeira se compromete a colocar no mercado o maior número possível de ações, devolvendo para a empresa as que sobraram. Nesse caso o risco fica com a empresa, uma combinação dos dois modelos anteriores, sendo que a

instituição financeira divide o risco com a empresa ao se compromete em subscrever somente uma parcela dos títulos ofertados ao mercado.

O coordenador líder, independente do tipo de garantia contratada, pode realizar contratos de adesão com outros intermediários financeiros, formando um “*pool*” de colocação, com o objetivo de reduzir seu risco. O relacionamento entre estes agentes é regido através de contratos negociados entre as partes, sem custos adicionais para a companhia emissora.

A Lei 6404/1976 estabelece que a transformação da empresa em sociedade por ações, seja realizada mediante realização de Assembleia Geral Extraordinária (AGE), na qual são deliberadas: a nova denominação social, a composição do capital social e a adaptação do Estatuto Social à nova condição da sociedade. Para realizar essa tarefa, além do coordenador da oferta, é fundamental a participação do departamento jurídico da empresa, ou apoio externo contratado para esse fim.

O novo Estatuto precisa contemplar a constituição do Conselho de Administração (CA). Esse órgão é responsável por nomear a Diretoria, incluindo o Diretor de Relações com os Investidores (RI), cabe a essa diretoria centralizar as informações internas que serão fornecidas aos interessados e atender as demandas dos acionistas, analistas e participantes do mercado. O Conselho ainda pode ter a atribuição de deliberar novos aumentos de capital, dispensando a convocação de novas assembleias.

Outra exigência necessária para abrir o capital é solicitar a Comissão de Valores Mobiliários o registro de companhia aberta para negociação de ações em Bolsa. Depois disso, para realizar a oferta de ações, a companhia e o coordenador da operação, também precisam pedir o registro de emissão na mesma entidade. Esse pedido é regulado pela Instrução CVM Nº 480. O órgão fiscalizador cobra uma taxa pelo registro de emissão e tem o prazo de 30 dias para fazer a análise. Deferida a operação, a CVM confere um número de Registro à Emissão.

Além do registro na Comissão de Valores Mobiliários, para realizar o lançamento das ações, também é necessária a obtenção do registro da companhia na Bm&fBovespa. Para isso, a empresa deve enviar requerimento à bolsa, anexando os mesmos documentos enviados à CVM e o número de registro concedido por esta. A avaliação do pedido cabe ao Conselho de Administração da Bolsa. A análise dos processos pode acontecer simultaneamente na bolsa e

na CVM ficando o deferimento condicionado à concessão do registro por esta Comissão. Ressalta-se que o registro em bolsa obriga a empresa ao pagamento da anuidade.

No momento de solicitação da listagem junto à Bm&fBovespa, a companhia informa qual dos três segmentos de Governança Corporativa irá aderir: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado. De acordo com site da Bm&fBovespa, no link segmentos de listagem, o Nível 1 representa o segmento onde as exigências relacionadas à transparência e divulgação de informações são mais brandas. No Nível 2, a cobrança cresce um pouco mais, tendo a empresa que atender exigências adicionais. Já o Novo Mercado é o segmento de listagem mais rigoroso da Bm&fBovespa, destinado às empresas que se comprometem com as práticas mais rigorosas de Governança como: lançamento de pelo menos 25% do capital social em bolsa, utilizar exclusivamente ações ordinárias, ter o *tag along* de 100%. Ou seja, garantir que os acionistas minoritários tenham o mesmo direito dos controladores no caso de venda do controle da empresa.

O prazo entre o pedido de registro e o lançamento das ações é de 3 a 6 meses, dependendo do grau de preparação prévio da empresa. Só para obter o registro da empresa e da oferta são necessários pelo menos 30 dias (esse prazo pode ser ampliado por conta da solicitação de documentos adicionais pela CVM). Ressalta-se, que para obter o registro é exigido a apresentação das demonstrações financeiras auditadas dos últimos 3 anos, ou todas demonstrações auditadas desde a sua criação, caso tenha menos de 3 anos de existência. Como nem sempre é possível auditar os balanços anteriores, a empresa que deseja lançar suas ações na bolsa deve se preparar com antecedência. Caso a empresa já esteja preparada e já tenha os balanços auditados, 6 meses é o tempo suficiente para realizar a abertura de capital, podendo o prazo ser ainda menor em função do nível de organização da companhia.

Os investidores interessados em comprar as ações ofertadas no lançamento devem ficar atentos aos prazos divulgados no prospecto, e no momento correto preencher o documento, enviado pela corretora, que é cadastrado. Normalmente, três dias após o início da negociação, acontece a liquidação financeira da oferta e a companhia emissora, ou o acionista que vendeu sua posição, recebe os recursos levantados com a operação.

Finalizada a operação, a CVM estabelece que o coordenador publique o anúncio de encerramento, contendo as principais características da oferta. Vale lembrar que a abertura de

capital é só o começo para a companhia de capital aberto. A partir da oferta pública, novos compromissos e responsabilidades passam a fazer parte da rotina das empresas listadas em bolsa. O relatório *Como abrir o Capital de sua Empresa no Brasil*”, divulgado pela Bm&fBovespa (2011) destaca ainda a obrigação de divulgar e enviar eletronicamente a CVM e a Bm&fBovespa os seguintes documentos:

- Formulário de Referência constando informações atualizadas da empresa e principais gestores, enviada anualmente;
- Demonstração Financeiras Anuais com respectivo Parecer da Auditoria Independente (DFP);
- Demonstrações Financeiras Trimestrais (ITR);
- Atas das Assembleia Geral Ordinárias e Extraordinárias AGO/E(S);

Além disso, a abertura de capital exige que a empresa divulgue imediatamente os acontecimentos empresariais e societários que afetem o preço das ações emitidas pela companhia (atos e fatos relevantes) e proíbe o uso de informação privilegiada e a comercialização de valores mobiliários de emissão da empresa, sem a divulgação prévia ao mercado.

Outra questão que vale ser considerada, diz respeito aos novos custos provenientes do processo de abertura de capital e manutenção do capital aberto. Esses custos podem representar uma parcela significativa do orçamento de uma pequena empresa, o que afasta as empresas de pequeno e médio porte da bolsa. O relatório *Como abrir o Capital de sua Empresa no Brasil*, divulgado pela Bm&fBovespa (2011), também apresenta os principais custos relacionados à abertura de capital e a manutenção da condição de companhia aberta, são eles:

- a) contratação de auditoria externa;
- b) contratação de conselheiros externos independentes, caso o Conselho de Administração seja composto por representantes da empresa;
- c) custos com advogados;
- d) comissão do coordenador da oferta;
- e) publicação das Atas, demonstrações financeiras em jornais de grande circulação;
- f) divulgação de informação sistemática ao mercado sobre a empresa;
- g) registro de emissão na CVM - 0,3% do total da oferta;
- h) taxa trimestral de fiscalização CVM;

- i) registro na Bm&fBovespa R\$ 51 mil;
- j) anuidade Bm&fBovespa²⁰, R\$ 35 mil fixo mais 0,00473% sobre a diferença entre o capital social da Companhia, homologado do ano anterior ao ano da cobrança, e o valor de R\$ 50 milhões. Assim a anuidade total = 35.000,00 + [(Capital Social na da cobrança – ano anterior - 50.000.000,00) x 0,00473%];
- k) aumento da estrutura operacional, destacando-se a criação da Diretoria de relação com os investidores.

A Primeira vez que a empresa abre o capital, lançando suas ações na bolsa, é chamado de Oferta Pública Inicial (IPO), as operações subsequentes são denominadas de *Follow-on*. Depois de realizada o processo de abertura, as companhias podem fazer quantas ofertas forem necessárias. As exigências do IPO e do *Follow-on* são semelhantes. Contudo, a companhia que tem o capital aberto, já conhece o processo e possui mais facilidade para organizar as documentações necessárias para obter o registro da oferta. Com isso, o prazo para realização de uma nova oferta pode ser menor que 3 meses.

Por fim, vale lembrar que a oferta de ações, independente de ser IPO ou *Follow-on*, pode ser classificada como oferta primária ou oferta secundária. A oferta primária representa uma forma de financiamento empresarial e acontece quando a empresa lança novas ações, através da ampliação do seu capital social. Sendo que os recursos arrecadados passam a fazer parte do caixa da empresa. A oferta secundária acontece quando um dos sócios resolve colocar suas ações a venda, modificando com isso a estrutura societária. Nesse caso, não há mudança na estrutura de capital. Vale lembrar que muitas vezes as companhias fazem a oferta primária e secundária simultaneamente.

4.2.1 Histórico do período

O mercado de capitais ganhou espaço no cenário corporativo brasileiro, a partir de 2004, com a chegada de diversas empresas à bolsa de valores. Nesse ano, quinze companhias captaram juntas, através de oferta primária de ações, R\$ 4.368 bilhões. O resultado bem sucedido dessas ofertas e o desempenho do Ibovespa (principal indicador do mercado acionário brasileiro) no período, que apresentou valorização de 18%, contribuíram para que novos

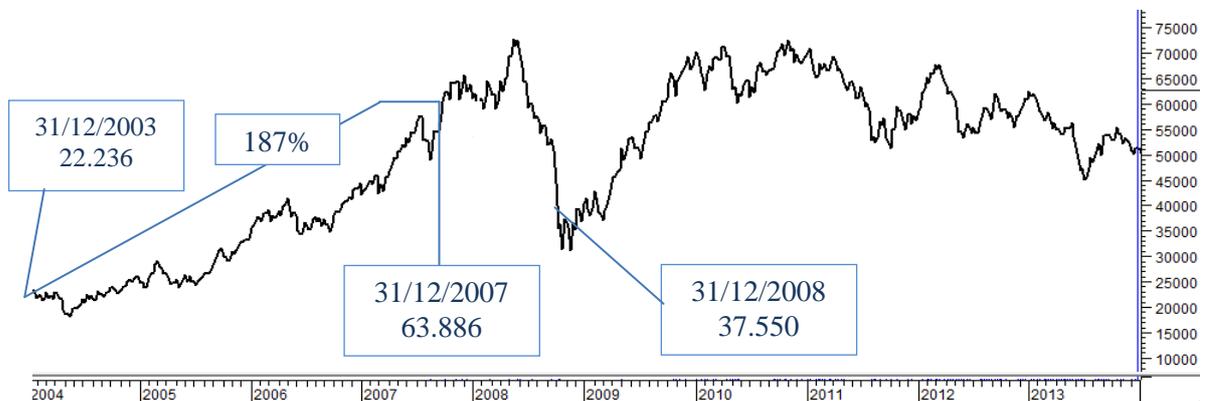
²⁰ Vale ressaltar que Bm&fBovespa que os custos de registro e anuidade podem ser menores caso as empresas acessem o segmento Bovespa Mais, destinado para empresas de médio porte.

grupos se interessassem pelo mercado, ampliando a utilização da bolsa como fonte de financiamento. Em 2005, dezenove empresas captaram o total de R\$ 4.340 bilhões e o Ibovespa se valorizou 28%.

Nos dois anos subsequentes, a procura pelo mercado de capitais continuou crescendo. Em 2006, quarenta e duas empresas obtiveram R\$ 16.172 bilhões de reais com a oferta primária de ações, nesse mesmo ano o Ibovespa apresentou valorização de 33%. O auge desse processo aconteceu no ano de 2007, quando um grupo de setenta empresas captaram R\$ 36.218 bilhões de reais para financiamento seus projetos. O Ibovespa manteve a trajetória de alta e terminou o ano com ganhos de 44%.

Entre 2004 e 2007, o principal indicador da bolsa brasileira acumulou valorização expressiva de 187%. Esse movimento contínuo de alta, apresentado na figura 1, além de estimular a presença de novas empresas, evidencia o momento positivo vivido pelo mercado. Vale lembrar que quanto mais alto o valor de mercado das empresas, maior é o benefício da abertura de capital.

Figura 1 - Variação anual do Ibovespa – Pontuação do último dia do ano



Fonte: Bm&fBovespa.

Ressalte-se que o cenário para o mercado financeiro, nesse período, não foi favorável somente para o Brasil. O total de recursos levantados em ofertas públicas iniciais de ações em 2007 bateu recorde histórico no mundo²¹. Nos primeiros 11 meses do ano, essas operações somaram US\$ 255 bilhões, em um total de 1.739 transações. Em 2006, antigo recorde, o volume havia sido de US\$ 246 bilhões, em 1.729 ofertas. No ranking dos países com maior

²¹ Esses dados foram apresentados na reportagem *Volume de Ipos no mundo* no site Valoronline (2013).

atividade neste tipo de operação, a China lidera a lista com US\$ 52,6 bilhões, seguida pelos Estados Unidos, onde o processo de abertura de capital movimentou US\$ 38,7 bilhões. Esses dados permitem confirmar a farta liquidez internacional e a concentração de ofertas de ações em um período de tempo.

No Brasil, a Tabela 1 mostra que o ano de 2007 também bateu recorde de captação e o volume de recursos obtidos através de oferta primária de ações cresceu significativamente (729%) entre 2004 e 2007, acompanhando o desempenho positivo do Ibovespa. Vale destacar a contribuição do investidor estrangeiro nesse processo. Em 2004, esse grupo foi responsável por 71% dos recursos arrecadados pelas empresas e, em 2005, por 61%. Já em 2006, esse índice aumentou para 65% e em 2007, chegou a 69% do total. Essa presença mostra como o capital internacional foi muito importante para o financiamento empresarial via bolsa de valores no Brasil e sinaliza que o cenário internacional também estava num momento favorável.

Tabela 1 - Recursos obtidos na Bm&fBovespa de 2004 a 2013. Valores em milhões

ANO	Quantidade de ofertas primárias	IPO (R\$)	Follow-on (R\$)	Oferta Primária Total Arrecadado (R\$)
2004	9	1.705	2.662	4.368
2005	11	3.049	1.291	4.340
2006	34	9.071	7.101	16.172
2007	70	32.050	4.168	36.218
2008	10	7.495	24.973	32.468
2009	16	14.087	14.956	29.042
2010*	21	9.627	12.666	22.293
2011	20	5.028	8.338	13.367
2012	11	2.879	8.191	11.070
2013	14	4.137	2.674	6.811
TOTAL	216	89.128	87.020	176.148

Fonte: Bm&fBovespa.

Nota: Para não distorcer a análise, os R\$ 120 bilhões obtidos pela Petrobras, em 2010, através de uma oferta primária, foram retirados da planilha.

Empresas de diversos setores utilizaram a bolsa como alternativa de captação de recursos. Contudo, de acordo com a Tabela 2, cerca de 50% das ofertas concentram-se em apenas seis segmentos: construção civil, bancos, alimentos, exploração de imóveis, energia elétrica, serviços médicos hospitalares. O segmento de construção civil contou a participação de 21 representantes (18% do total de 115), sendo o maior destaque do período (de 2004 até 2007). Em relação ao volume de recursos arrecadados, as empresas do segmento conseguiram

levantar R\$ 12,806 bilhões, o que representa 21% do total de R\$ 61,097 bilhões.

Tabela 2 - Abertura de capital por segmento (2004-2007)

Classificação setorial (segmento)	Qtde	%
Construção Civil	21	18%
Bancos	11	10%
Alimentos	7	6%
Exploração de Imóveis	7	6%
Energia Elétrica	6	5%
Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	5	4%
Carnes e Derivados	4	3%
Holdings Diversificadas	4	3%
Serviços Educacionais	4	3%
Exploração de Rodovias	3	3%
Medicamentos	3	3%
Programas e Serviços	3	3%
Transporte Ferroviário	3	3%
Outros (27 setores)	34	30%
	115	100%

Fonte: Bm&fBovespa.

Segundo a classificação setorial da Bm&fBovespa, o segmento onde estão listadas as empresas de construção civil faz parte do setor econômico de construção e transporte e do subsetor de construção e engenharia. Esse segmento conta, atualmente, com vinte empresas. Desse total, só quatro não fizeram oferta de ações nos últimos anos, são elas: Construtora Adolpho Lindenberg, João Fortes Engenharia, Sergen e TGLT.

A relação com o detalhamento das companhias de construção civil que realizaram o processo de oferta primária de ações em bolsa está apresentada na Tabela 3. Destaca-se que a oferta primária pode ser realizada tanto através do IPO (momento que a companhia abre o capital), quanto do *Follow on* (oferta realizada pela empresa que já é listada em bolsa e faz uma nova oferta de ações). Contudo, independente do momento que a companhia resolve buscar recursos no mercado, para avaliação do trabalho, só foi levado em consideração as ofertas primárias, pois são elas que representam alternativa de financiamento empresarial. No caso das ofertas secundárias, não existe lançamento de novas ações e sim a venda de ações já existentes, sendo que o recurso arrecadado é direcionado diretamente para os sócios que venderam sua participação, não representando com isso alternativa de financiamento empresarial.

Tabela 3 - Empresas de construção civil que captaram recursos em bolsa através de oferta primária de ações (2004-2007). Valores em milhões

Nome de pregão	Nível de governança	Classificação	Início de negociação	Volume primária (R\$)
CYRELA REALT	NM	FOLLOW-ON	22/09/05	629
ROSSI RESID	NM	FOLLOW-ON	15/02/06	763
GAFISA	NM	IPO	17/02/06	494
COMPANY	NM	IPO	02/03/06	208
CYRELA REALT	NM	FOLLOW-ON	21/07/06	729
ABYARA	NM	IPO	27/07/06	164
KLABINSEGALL	NM	IPO	09/10/06	361
BRASCAN RES	NM	IPO	23/10/06	940
PDG REALT	NM	IPO	26/01/07	432
RODOBENSIMOB	NM	IPO	31/01/07	449
CC DES IMOB	NM	IPO	31/01/07	479
TECNISA	NM	IPO	01/02/07	591
GAFISA	NM	FOLLOW-ON	16/03/07	488
EVEN	NM	IPO	02/04/07	460
JHSF PART	NM	IPO	12/04/07	432
CR2	NM	IPO	23/04/07	308
AGRA INCORP	NM	IPO	26/04/07	752
INPAR S/A	NM	IPO	06/06/07	756
EZTEC	NM	IPO	22/06/07	542
MRV	NM	IPO	23/07/07	1.071
TRISUL	NM	IPO	15/10/07	330
TENDA	NM	IPO	15/10/07	603
PDG REALT	NM	FOLLOW-ON	23/10/07	575
HELBOR	NM	IPO	29/10/07	252
MRV	NM	FOLLOW-ON	25/06/09	595
ROSSI RESID	NM	FOLLOW-ON	05/10/09	928
PDG REALT	NM	FOLLOW-ON	05/10/09	784
BROOKFIELD	NM	FOLLOW-ON	22/10/09	563
CYRELA REALT	NM	FOLLOW-ON	29/10/09	1.183
DIRECIONAL	NM	IPO	19/11/09	274
INPAR S/A	NM	FOLLOW-ON	04/02/10	280
GAFISA	NM	FOLLOW-ON	25/03/10	1.064
EVEN	NM	FOLLOW-ON	19/04/10	326
TECNISA	NM	FOLLOW-ON	03/02/11	398
DIRECIONAL	NM	FOLLOW-ON	11/02/11	229

Fonte: Bm&fBovespa.

O ano de 2007, assim como ocorreu com os demais setores, foi quando se concentrou o maior número de ofertas (16) e o maior volume de recursos foi arrecadado (R\$ 8.519 bilhões). As companhias que realizaram as maiores captações, entre 2004 e 2007, foram Cyrela (R\$ 1.358 bilhões), MRV (R\$ 1.071 bilhões), PDG (R\$ 1.007 bilhões), Gafisa (R\$ 982 milhões), Brascan (R\$ 940 milhões) e Rossi (R\$ 763 milhões). A JHSF, que também está presente no mercado baiano, obteve R\$ 449 milhões ficando na décima quinta posição. Ressalta-se que a Cyrela, a PDG e a Gafisa chegaram a realizar duas ofertas entre 2004 e 2007.

Vale lembrar que todas as empresas de construção civil que foram à bolsa, aderiram aos critérios mais rigorosos de governança corporativa da Bm&fBovespa, listando as ações no

Novo Mercado (NM). Essa decisão obriga as companhias a ofertar pelo menos 25% do capital em bolsa, dividir o capital exclusivamente com ações ordinárias (ações com direito a voto) e se comprometer com as práticas mais rigorosas de controle de informações e respeito aos acionistas minoritários.

Dentre as empresas de construção civil que realizaram a oferta pública de ações nos últimos anos, é importante relembrar alguns fatos relevantes: a Brascan incorporou a Company em outubro de 2008 e mudou a denominação para Brookfield, em junho de 2009. A Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário (CC Des Imob) fechou o capital, em outubro de 2012, tirando suas ações de circulação da bolsa. A Tenda foi comprada pela Gafisa em janeiro de 2010. A Abyara, a Agra e a KlabinSegeaal integraram suas atividades e formaram uma nova empresa denominada Agre, em outubro de 2009. A PDG assumiu o controle da Agre, em maio de 2010. A Inpar S/A mudou a razão social para Viver Incorporadora e Construtora S.A, em abril de 2011.

Diante dessas mudanças, considerando que 23 empresas realizaram oferta primária de ações, entre 2005 e 2011 (tabela 2), e quatro já estavam listadas em bolsa, mas não realizaram nenhuma operação, o setor poderia contar hoje com 27. Contudo, como sete companhias já se retiraram da Bm&fBovespa (Brascan, Company, CC Des Imobiliário, Tenda, Abyara, Agra e a KlabinSegall) por motivos diversos, hoje o segmento conta somente com 20 empresas. Sendo que das companhias que abriram o capital nos últimos anos, somente 16 permanecem ativas registradas na bolsa.

A partir de 2008, a crise internacional aumentou a aversão ao risco e elevou a preferência pela liquidez, deteriorando as condições do mercado de capitais. A desvalorização das ações contribuiu com a queda do volume arrecado através do processo de abertura de capital, dificultando a realização de novas ofertas. Nesse ano, o Ibovespa se desvalorizou 41% e apenas dez companhias levantaram recursos através da oferta primária de ações, captando o total de R\$ 32.468 bilhões. Esse volume só não foi menor em virtude da operação realizada pela Vale (uma das maiores empresas nacionais), no valor de R\$ 19.434 bilhões, que sozinha foi responsável por 60% do total. Essa evidência reforça a constatação que as condições do mercado representam um fator determinante na decisão de abrir o capital, visto que, a desvalorização dos ativos foi acompanhada da diminuição do volume de recursos arrecadado.

O setor de construção civil, que já chegou a representar 24% do total arrecadado em bolsa, não promoveu captações em 2008 e desde 2011 está sem realizar oferta pública de ações. A tabela 4 faz um comparativo entre o volume total arrecadado e o setor de construção civil. Observa-se que o crescimento inicial do volume obtido em bolsa, foi acompanhado de uma retração contínua a partir de 2008. O ano de 2013 foi o destaque negativo, quando foram captados somente R\$ 6.811 bilhões (valor 79% abaixo da máxima histórica). O Setor de construção civil que chegou a captar R\$ 8.519 bilhões, em 2007, deixa de ter representantes entre as empresas que realizam oferta de ações.

Tabela 4 - Valores arrecadados através de oferta primária de ação. Setor de construção civil em relação aos demais setores. Valores em milhões

Ano	Todos Setores		Construção Civil		Captação	Qtde de Ofertas
	Valor	Qtde Ofertas	Valor	Qtde Ofertas		
2004	4.368	9	-	0	0%	0%
2005	4.340	11	629	1	14%	9%
2006	16.172	34	3.658	7	23%	21%
2007	36.218	70	8.519	16	24%	23%
2008	32.468	10	-	0	0%	0%
2009	29.042	16	4.327	6	15%	38%
2010	22.293	22	1.670	3	7%	14%
2011	13.367	20	627	2	5%	10%
2012	11.070	11	-	0	0%	0%
2013	6.811	15	-	0	0%	0%

Fonte: Bm&fBovespa.

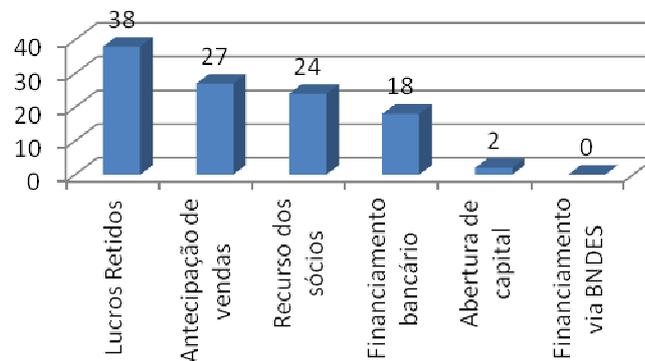
Resumindo, a análise dos dados mostra uma ligação direta entre a utilização da bolsa como fonte de financiamento e o desempenho positivo do mercado acionário. O período compreendido 2004 a 2007 foi utilizado amplamente pelas empresas, concentrando um grande número de lançamentos. Com a chegada da crise financeira as condições do mercado se deterioraram reduzindo o atrativo da bolsa de valores como alternativa de captação de recursos. As empresas do setor de construção civil que já foram destaque entre as companhias que abriram o capital, com a mudança de cenário, deixaram de utilizar essa fonte.

4.3 PRIORIDADES E MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS NAS EMPRESAS BAIANAS

Para tentar compreender os motivos que levaram as empresas baianas a não buscarem a abertura de capital, buscou-se inicialmente identificar a percepção dos dirigentes locais, sobre

três questões: quais fontes de financiamento são consideradas de menor custo, quais critérios são levados em consideração para definir a estrutura de capital e quais alternativas de captação de recursos são mais utilizadas. Em relação à primeira questão, o Gráfico 2 mostra que os “lucros retidos” foram o principal destaque, seguidos pela “antecipação de vendas” e pelos “recursos dos sócios”.

Gráfico 2 - Fontes de financiamento consideradas de menor custo na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas



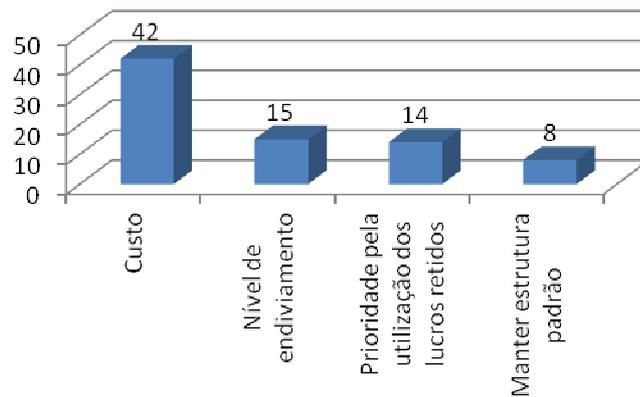
A surpresa nessa questão foi que, na perspectiva dos dirigentes, é mais barato se financiar com “recurso dos sócios” do que com “financiamento bancário”. Essa constatação refuta a perspectiva de finanças corporativas que considera o capital de terceiros como a fonte de menor custo para as empresas. De acordo com Bonfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p.25), o endividamento pode ser considerado mais atrativo que o capital próprio, tanto pelo maior risco que o acionista tem ao investir seu capital no negócio, quanto pela possibilidade de utilizar os juros da dívida para reduzir o valor a ser pago no imposto de renda.

Essa percepção dos gestores pode ser explicada em virtude das altas taxas de juros existentes no país e pela dificuldade das empresas pesquisadas obterem financiamento de longo prazo, subsidiado pelo BNDES (nenhum dos entrevistados declarou utilizar as linhas de financiamento do banco). Segundo Asaf Neto (2011, p. 563), as peculiaridades do sistema de crédito brasileiro limitam a capacidade de financiamento produtivo para os setores que não são contemplados pelos incentivos do BNDES. Essa situação termina por favorecer a utilização de lucros retidos e recursos dos sócios.

Quando os dirigentes foram questionados sobre quais critérios são levadas em consideração para definição da estrutura de capital, o gráfico 3 mostra que o “custo” das fontes de

financiamento foi o mais relevante. Araújo e Camargos (2011, p.9) já haviam apresentado, que as decisões em finanças corporativas visam a melhor utilização do capital em função da maximização da riqueza, devendo-se captar pelo menor custo e investir em projetos de maior retorno.

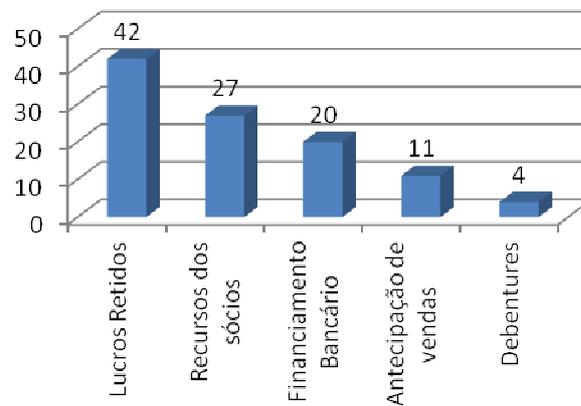
Gráfico 3 - Critérios de escolha das fontes de financiamento na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas



O “nível de endividamento” apareceu como segundo item mais importante para os dirigentes, sugerindo uma elevada preocupação com a presença de capital de terceiros no balanço. A terceira posição da alternativa “prioridade pela utilização dos lucros retidos” sinaliza que, além de considerar essa fonte de menor custo, os gestores priorizam os lucros retidos na definição da estrutura de capital.

Em relação às fontes de financiamento mais utilizadas, observa-se, no gráfico 4, que a fonte prioritária também foi o “lucro retido”. Diante disso, como os gestores já haviam sinalizado que essa é a fonte de menor custo e também tinham manifestado uma predisposição para escolha dessa alternativa, pode-se afirmar que o “lucro retido” é a principal fonte de financiamento das empresas baianas pesquisadas. Esta constatação é aderente aos argumentos do “*Pecking Order*” proposto por Myers (1984), que considera que a composição da estrutura de capital é ordenada em uma base hierárquica, sendo que a fonte prioritária deve vir dos recursos internos, através dos lucros retidos.

Gráfico 4 - Principais fontes de recursos utilizadas na perspectiva dos dirigentes das empresas baianas



Além disso, os gestores consideraram os “recursos dos sócios” como a segunda fonte de financiamento mais utilizada pelas empresas locais, sendo inclusive, priorizada em detrimento aos “recursos de terceiros” na formatação da estrutura de capital. Este resultado já era esperado, pois, segundo Tavares (2008) as empresas com poucos ativos tangíveis (é o caso da construção civil imobiliária), tem mais dificuldade de acesso ao crédito, na medida em que não dispõem de bens que possam ser utilizados em garantia nas operações de financiamento, fazendo com que os credores exijam um prêmio maior pelo risco. Por isso, é esperada a preferência pela utilização de capital próprio.

O dirigente da empresa BA6 apresentou um argumento que ajuda a explicar a preferência pela utilização de “recursos dos sócios”. Segundo ele, as incorporadoras muito endividadas têm sua imagem/credibilidade afetada e terminam enfrentando maior dificuldade no processo de venda das unidades habitacionais. Daí a maior utilização dessa alternativa de financiamento.

A surpresa nesta questão foi a baixa pontuação recebida pela variável “antecipação de vendas”, consideradas as características do setor, que efetua a venda dos produtos, mas só começa a construir posteriormente. Este resultado pode ser explicado pela mudança na forma de comercialização dos imóveis nos últimos anos. Segundo o dirigente do CRECI-BA, as incorporadoras, atualmente, têm recebido no máximo 30% do valor do imóvel para financiar a construção, no passado este percentual chegou a 60%. Desta forma, a “antecipação de vendas” acaba não suprimindo a necessidade total de financiamento. Acredita-se que, por isso, essa alternativa de financiamento não tenha sido considerada uma das fontes mais utilizadas pelas empresas.

Em relação às *debentures*, a posição de menor destaque pode ser justificada, pois dentre as empresas baianas pesquisadas, apenas duas são classificadas como sociedade anônima (S/A) de capital fechado e só uma declarou utilizar essa alternativa. As demais (empresas ltdas) não têm acesso a essa fonte, pois o financiamento via debêntures é exclusivo para as sociedades anônimas (S/A).

Os dirigentes também foram questionados se seguem algum dos modelos teóricos para escolha das fontes de financiamento empresarial. O Gráfico 5 mostra um resultado bastante dividido, sendo que 34% declararam seguir os conceitos do “*Static Trade off*”, 33% o “*Marketing Time*” e outros 33% declaram desconhecimento sobre os modelos teóricos apresentados, argumentando que não utilizam nenhum padrão prévio para definir a estrutura de capital. Por fim, nenhum dirigente respondeu utilizar o “*pecking order*”

Gráfico 5 - Modelo de estrutura de capital utilizado pelas empresas de construção civil na perspectiva dos dirigentes das empresas



Dois pontos merecem destaque em relação a esses resultados: a) o alto percentual de dirigentes que manifestaram não ter um padrão de comportamento definido (33%); e b) nenhum dos dirigentes ter declarado seguir o modelo *pecking order* (priorização pela utilização dos lucros retidos), mesmo tendo afirmado, anteriormente, que a principal fonte de recursos é o lucro retido.

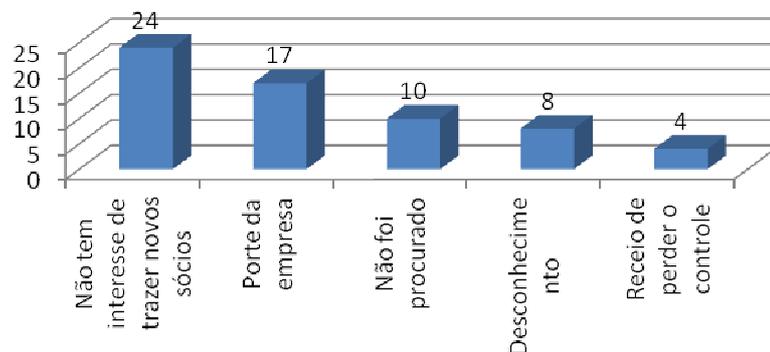
Acredita-se que esse resultado possa ter ocorrido em decorrência das abordagens teóricas serem desconhecidas pelos gestores, apesar das respostas indicarem que as empresas utilizam um padrão para definição da estrutura de capital. Diante disso, especula-se que, ao gerir as fontes de captação de recursos sem o conhecimento teórico, as empresas podem estar perdendo a oportunidade de utilizar a estrutura de capital para maximizar a riqueza do

acionista, remunerando-o a uma taxa acima da mínima exigida (CARDIA; MALQUET; AMBROZINI, 2007).

4.3.1 Principais motivações para manter o capital fechado

Quando questionadas se já realizaram alguma tentativa de abrir o capital, os dirigentes locais foram unânimes em afirmar que não tentaram, nem desejam realizar o processo. De acordo com o Gráfico 6, a principal motivação para permanecer com o capital fechado foi “a falta de interesse em trazer novos sócios”. Esse item tem uma ligação direta com a alternativa, também destacada entre as respostas: “receio de perder o controle”. Afinal, lançar ações em bolsa significa tornar informações e processos mais transparentes, além de compartilhar as decisões com os novos acionistas. Acredita-se, que a presença de um modelo de gestão familiar, nas empresas baianas, onde as ações são definidas exclusivamente pelos sócios, tenha favorecido essa resposta.

Gráfico 6 - Motivações para permanecer com o capital fechado, empresas baianas



O segundo critério mais relevante, para justificar a manutenção do capital fechado foi o “porte da empresa”. Esse resultado pode ser explicado, pois dentre as nove empresas baianas pesquisadas, seis declararam um faturamento anual inferior a R\$ 90 milhões. Esse nível de faturamento ainda é considerado relativamente baixo para aderir ao mercado de capitais no Brasil.

A pontuação recebida pelo item: “não foi procurado por nenhum banco de investimento” sugere que as instituições financeiras realizaram uma ação mais ativa com as empresas do sudeste do país. Dentre os entrevistados, até o dirigente da empresa B4 (faturamento anual superior a R\$ 300 milhões) também declarou que não foi procurado pelos bancos de investimento para realizar o processo.

Por fim, o destaque dado para a alternativa “desconhecimento de mercado” deixa claro como a bolsa ainda é um mecanismo distante e de difícil acesso na perspectiva dos dirigentes locais. Esse resultado reforça as afirmações de Souza (2003), que apresenta como razões para a baixa utilização da bolsa de valores por parte das empresas brasileiras, o desconhecimento e a falta de confiança no mercado de capitais. Vale destacar ainda, que até o dirigente da empresa B4, que apresentou na pesquisa um elevado faturamento, superior a R\$ 300 milhões/ano e a empresa também já ser enquadrada como S/A de capital fechado, alegou a “falta de conhecimento do mercado financeiro” como um dos motivos para não ter buscado o processo de abertura de capital. Este posicionamento reforça ainda mais o baixo interesse das empresas baianas pesquisadas por essa fonte de financiamento no período

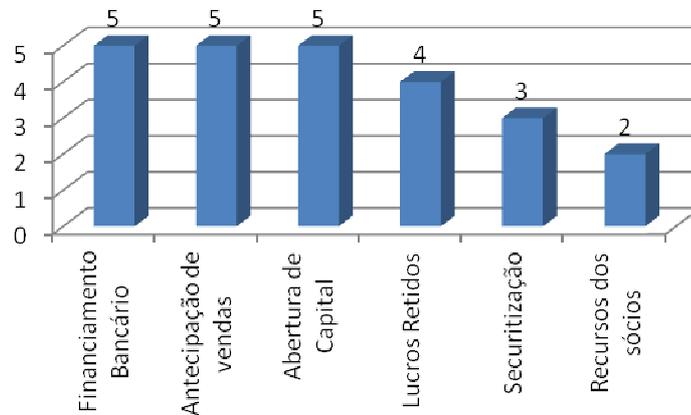
4.4 PRIORIDADES E MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

Para tentar compreender os motivos levaram as empresas de construção civil à abertura de capital, buscou-se também identificar a percepção dos gestores sobre três questões: quais fontes de financiamento são consideradas de menor custo, quais critérios são levados em consideração para definir a estrutura de capital e quais as alternativas de captação de recursos são mais utilizadas.

Em relação às fontes de menor custo, os gestores das companhias de capital aberto definiram que as alternativas de financiamento mais atrativas são: o “financiamento bancário”, a “antecipação de vendas” e a “abertura de capital” superando, inclusive, os “lucros retidos” e os “recursos dos sócios”. Esse resultado, apresentado no Gráfico 7, é bem diferente do posicionamento dos dirigentes das empresas locais, mas pode ser considerado aderente à perspectiva de finanças corporativas²², que considera o custo do capital de terceiros menor que o capital próprio. Acredita-se que essa divergência de posicionamento entre os dois grupos tenha sido influenciada pela utilização de linhas de financiamento mais atrativas e específicas para as empresas de capital aberto.

²² De acordo com Bonfim, Santos e Pimenta Junior (2007, p.25), o endividamento pode ser considerado mais atrativo que capital próprio, tanto pelo maior risco que o acionista tem ao investir seu capital no negócio, quanto pela possibilidade de utilizar os juros da dívida para reduzir o valor a ser pago no imposto de renda.

Gráfico 7 - Fontes de financiamento consideradas de menor custo na perspectiva dos dirigentes

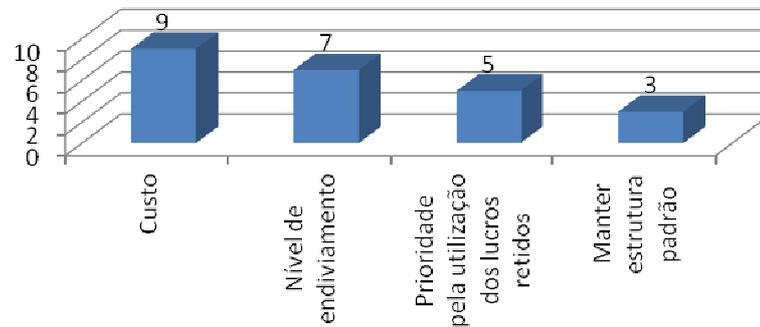


Quanto à securitização, vale destacar que essa modalidade de captação de recursos é relativamente nova para o setor e só vem conquistando espaço nos últimos anos, mas ainda não é amplamente utilizada pelas empresas. Isso ajuda a explicar o menor destaque nas pesquisas.

Contudo, ao serem questionados sobre quais critérios são levados em consideração para definição da estrutura de capital, as respostas apresentadas pelos dirigentes das empresas de capital aberto e pelos gestores locais foram similares. O “custo” foi o item de maior destaque, confirmando que a tentativa das empresas de captar recursos pelo menor valor possível.

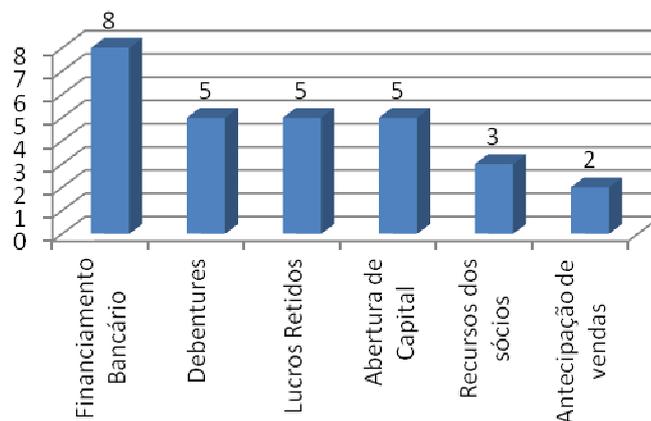
O “nível de endividamento” também apareceu como segundo item mais importante para os dirigentes, confirmando a preocupação com a presença de capital de terceiros no balanço. A terceira posição da alternativa “prioridade pela utilização dos lucros retidos” sinaliza que os dirigentes das companhias de capital aberto também tentam priorizar os lucros retidos na definição da estrutura de capital. Os dados estão apresentados no Gráfico 8.

Gráfico 8 - Critérios de escolha das fontes de financiamento na perspectiva dos dirigentes das companhias de capital aberto



Em relação às fontes de financiamento mais utilizadas, os dirigentes das companhias de capital aberto, que já haviam definido o financiamento bancário como a alternativa de menor custo, afirmaram que o capital de terceiros, sendo através do “financiamento bancário” e ou das “debêntures”, é a principal alternativa de captação de recursos das empresas. Esse resultado também diverge do que foi apresentado pelas empresas baianas, que demonstraram uma preferência clara pela utilização de recursos dos sócios na definição da estrutura de capital. Os dados estão apresentados no Gráfico 9.

Gráfico 9 - Fontes de financiamento mais utilizadas pelas companhias de capital aberto



Para confirmar a posição dos gestores, foram avaliados os dados divulgados nos balanços das companhias de capital aberto que estenderam sua atuação para a capital baiana. A Tabela 5 mostra que o endividamento médio das companhias analisadas, cresce continuamente a partir de 2007. Ressalta-se que apenas Cyrela e Rossi formavam a estrutura de capital com mais de 50% de recursos de terceiros em 2007. Contudo, a partir de 2010, todas as empresas estudadas passaram a financiar suas atividades prioritariamente com capital de terceiros. Esse resultado

confirma que, as empresas de capital aberto pesquisadas passaram a priorizar o endividamento na composição da estrutura de capital.

Tabela 5 - Evolução Endividamento - Companhias de capital aberto

Companhia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cyrela	38,2%	32,3%	52,0%	68,1%	61,1%	61,1%	63,9%	61,0%
Gafisa	69,5%	45,4%	49,7%	62,4%	69,0%	59,8%	71,1%	70,3%
JHSF	-	56,9%	31,0%	45,5%	48,8%	50,1%	54,1%	60,2%
MRV	-	74,4%	27,5%	38,8%	42,1%	55,0%	59,9%	63,2%
PDG	-	51,2%	45,2%	49,3%	51,7%	61,2%	62,7%	68,6%
Rossi	57,9%	27,6%	51,1%	56,8%	54,4%	61,2%	72,2%	72,1%
Média	55,2%	47,9%	42,7%	53,5%	54,5%	58,1%	64,0%	65,9%

Fonte: balanço anual das empresas.

Nota: As células marcadas de cinza indicam o ano onde ocorreram as ofertas de ações.

A maior utilização das debêntures também pode ser confirmada através da análise da Tabela 6. Os dados mostram que o percentual médio das debêntures em relação ao passivo total, das companhias de capital aberto que estenderam sua atuação para Salvador, passou de 8% em 2006, para 25% em 2012. Destaca-se que, dentre as empresas pesquisadas, a JHSF chegou a financiar 46% do seu passivo lastreado nessa modalidade, no ano de 2012.

Tabela 6 - Percentual de *debêntures* em relação ao passivo total - Companhias de capital aberto

Companhia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cyrela	0%	0%	21%	19%	17%	17%	19%	23%
Gafisa	28%	37%	17%	15%	36%	35%	28%	27%
JHSF	-	0%	0%	0%	11%	34%	46%	46%
MRV	-	0%	0%	29%	22%	32%	30%	29%
PDG	-	0%	23%	17%	18%	16%	15%	16%
Rossi	0%	0%	30%	22%	16%	26%	7%	15%
Média	9%	6%	15%	17%	20%	26%	24%	26%

Fonte: balanço anual das empresas.

Nota: As células marcadas de cinza indicam o ano onde ocorreram as ofertas de ações.

A elevação da presença de capital de terceiros, além de divergir do resultado apresentado pelas empresas locais, que demonstraram preferência pela utilização dos lucros retidos, não era esperada, pois, segundo Tavares (2008), a presença de ativos tangíveis é um determinante para a captação de recursos de terceiros. Como as empresas de construção civil têm um imobilizado baixo, tendem a enfrentar mais dificuldade na obtenção do crédito, levando-as a priorizar as fontes de financiamento internas.

No entanto, acredita-se que dois fatores relacionados ao processo de abertura de capital tenham influenciado este resultado. O primeiro deles foi o amplo crescimento²³ conquistado após o lançamento de ações, que mudou a imagem das companhias, passando estas a serem classificadas como “empresas de grande porte”. Tavares (2008) afirma que, o tamanho da empresa também é considerado um determinante do endividamento, visto que as instituições financeiras tendem a priorizar o empréstimo para os grandes grupos empresariais, já que esse tipo de operação é considerada menos arriscada. A ampliação do uso de fontes destinadas preferencialmente às companhias de capital aberto, principalmente as *debêntures*, é o segundo fator a ser considerado.

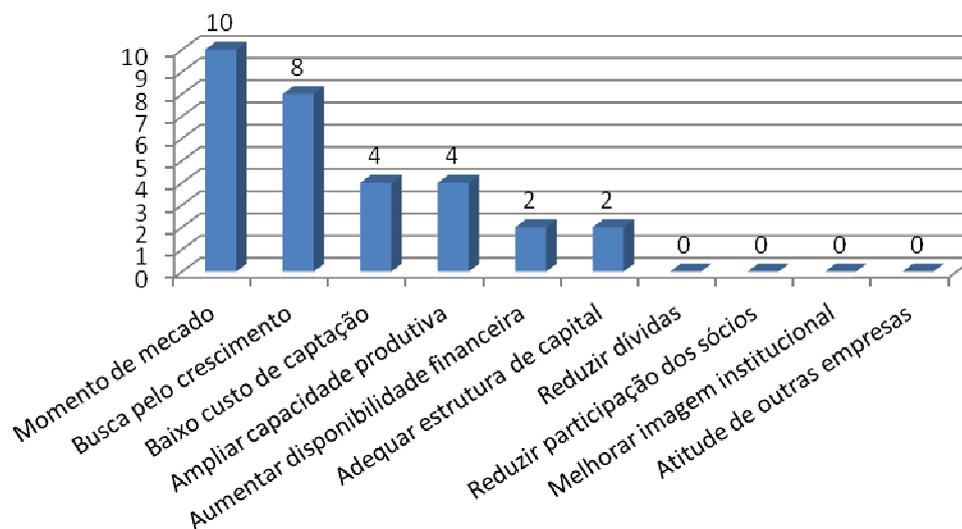
Por fim, quando questionados se seguem algum dos modelos teóricos para escolha das fontes de financiamento empresarial. Os dirigentes sinalizaram desconhecimento dos termos *pecking order*, *static trade off*, *Marketing Time* e deixaram a questão sem resposta. Mais uma vez sugere-se que a gestão da estrutura de capital das empresas pesquisadas é realizada sem o conhecimento prévio das nomenclaturas e modelos teóricos.

4.4.1 Principais motivações para abertura de capital

Os dirigentes das companhias de capital aberto afirmaram ainda que lançaram ações em bolsa para aproveitar a “janela de oportunidade” que foi aberta no período, confirmando que a principal motivação para realização do processo esteve relacionada ao momento de mercado. Os dados da pesquisa estão apresentados no Gráfico 10 reforçando as conclusões de Steffen e Zanini (2012, p.104) e Cardia, Malquet e Ambrozini (2007, p.12), que já haviam encontrado os pressupostos do “*Marketing Time*” no processo de abertura de capital realizado pelas companhias brasileiras entre 2004 e 2008. Segundo os autores, as empresas abriram o capital em função das condições econômicas, que tornaram o mercado “atraente” e repleto de investidores internacionais dispostos a pagar prêmios elevados pelas emissões realizadas no país.

²³ Os dados que comprovam o crescimento através da evolução expressiva da receita líquida das companhias de capital aberto, com atuação na capital baiana, serão apresentados na tabela 7, na seção que avalia o desempenho das empresas.

Gráfico 10 - Motivações para abertura de capital na perspectiva dos dirigentes das empresas



Este momento favorável, vivenciado pelo mercado de capitais brasileiro, entre 2005 e 2007, pode ser confirmado pelo aumento expressivo da procura pelo financiamento via bolsa de valores, pela ampla valorização dos ativos listados em bolsa e pela participação relevante do investidor estrangeiro no volume total arrecadado pelas companhias (68% do total). Ressalta-se, que em 2007 setenta empresas realizaram oferta públicas de ações, levando a Bm&fBovespa ao recorde histórico de captação R\$ 36,2 bilhões²⁴. Nesse ano, a bolsa tornou-se uma das principais fontes de financiamento de longo prazo no país.

O destaque recebido pelos itens: “busca pelo crescimento” e “ampliação da capacidade produtiva”, segunda e quarta posição entre as motivações para capitalização em bolsa, permite constatar que os recursos obtidos com a venda de ações contribuíram para o rápido avanço das empresas de construção civil por todo o país. Bonfim, Santos e Pimenta Junior (2007) já destacavam que um dos principais motivos para realizar a abertura de capital é o financiamento do projeto de expansão e o crescimento empresarial.

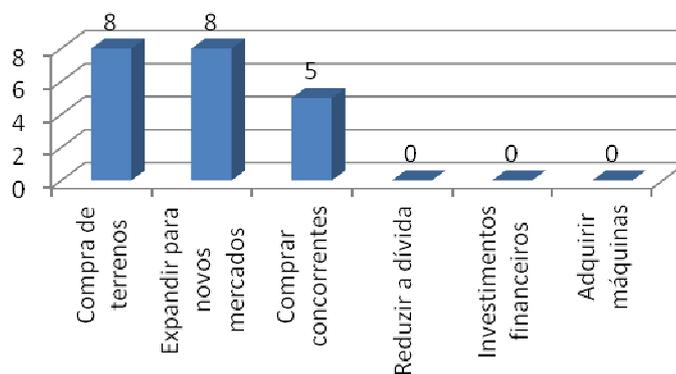
A terceira colocação da alternativa “baixo custo de captação” evidencia que, para os dirigentes, o lançamento de ações representou uma vantajosa opção de financiamento. O momento positivo do mercado, que permitiu as companhias captarem recursos em condições bastante satisfatórias, deve ter influenciado essa resposta. Por outro lado, a baixa pontuação do item “melhor adequação da estrutura de capital” reforça o pensamento de que o objetivo da

²⁴ Os dados referentes ao volume de recursos captados em bolsa estão disponibilizados no site da Bm&fBovespa em Ofertas Públicas de Distribuição de Ações

abertura de capital não está relacionada ao pagamento de dívidas ou reestruturação financeira. Ressalta-se inclusive, que a alternativa “reduzir dívidas” ficou sem pontuação.

Quanto à finalidade dos recursos obtidos com a abertura de capital, o Gráfico 11 mostra que os dirigentes declararam que os valores arrecadados na bolsa foram utilizados preferencialmente para: “compra de terrenos”, “expansão para novos mercados” e até mesmo “aquisição de concorrentes”. Este resultado reforça que uma das principais finalidades da abertura de capital é a “busca pelo crescimento” e evidencia a importância da disponibilidade financeira para a concretização do projeto de expansão das companhias, corroborando os argumentos de D’Aveni (1995).

Gráfico 11 - Como foram utilizados os recursos obtidos com a abertura de capital na perspectiva dos dirigentes das empresas



Adicionalmente, os dirigentes declararam que os recursos obtidos através da oferta de ações não foram utilizados para reduzir dívidas ou para realizar uma reestruturação financeira. Constata-se, por conseguinte, que o processo de abertura de capital não objetivava manter uma estrutura ótima de capital, conforme sugerido pelos pressupostos do “*static trade off*” proposto por Myers (1984). Resultado semelhante já havia sido apresentado por Cardia, Malquet e Ambrozini (2007, p.12). Segundo os autores, o baixo índice de endividamento das empresas que abriram capital entre 2005 e 2007 comprova que o processo de abertura não levou em consideração a busca de uma estrutura ótima de capital.

4.5 CONDIÇÕES DE COMPETITIVIDADE

Na identificação das condições de competitividade, o resultado das pesquisas com os dirigentes empresariais, tanto empresas baianas quanto as de capital aberto, foram analisadas separadamente dos líderes das entidades de classe.

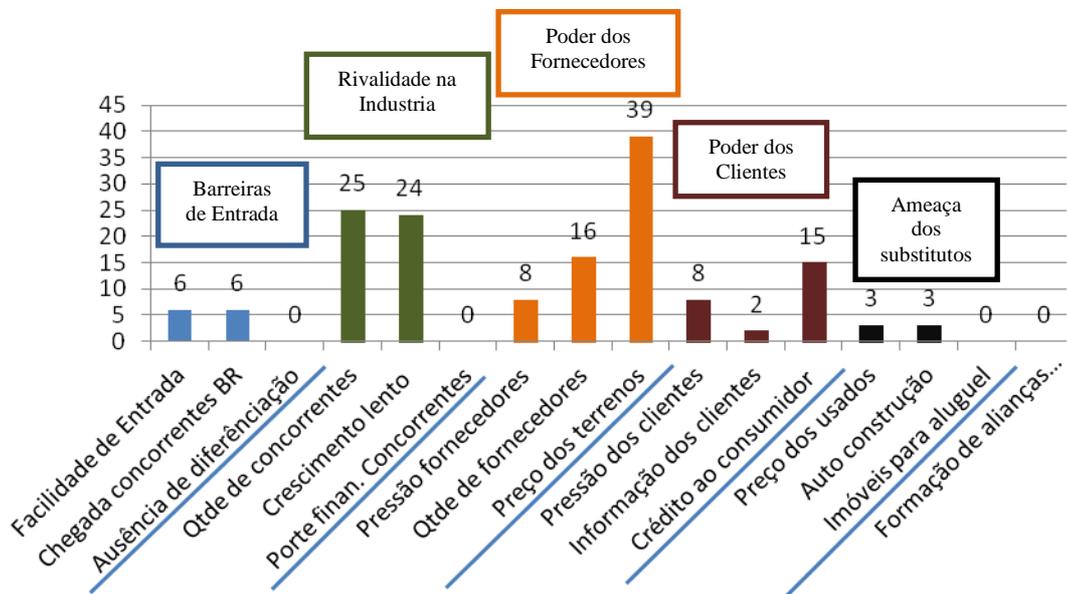
4.5.1 Percepção das empresas

Para identificar a percepção dos entrevistados, tanto das empresas baianas quanto das companhias de capital aberto, sobre quais das cinco forças competitivas possuem maior impacto na competitividade do setor de construção civil, a questão 11 do Apêndice A e a questão 22 dos Apêndices B e C apresentaram um grupo de dezesseis variáveis distintas para que os respondentes pudessem classificar, por ordem de prioridade, aquelas que eram consideradas mais importantes. Nessa questão, cada uma das cinco forças competitivas: “barreiras de entrada”, “rivalidade da indústria”, “ameaça dos substitutos”, “poder de barganha dos fornecedores” e “poder de barganha dos clientes” foi representada por um grupo de três variáveis, totalizando quinze itens. O décimo sexto item levou em consideração a variável “formação de alianças estratégicas”.

Os resultados mostram que, na perspectiva dos gestores, a variável de maior relevância foi o “preço dos terrenos”, relacionado à força “poder de barganha dos fornecedores”. Além disso, quando os dirigentes foram questionados sobre qual o fornecedor mais importante para o setor, somente um, dentre todos os respondentes, não considerou a relação com esses fornecedores como a mais importante para as empresas. Ou seja, para os entrevistados, a pressão que os fornecedores desses recursos têm exercido sobre o setor é muito alta, e o bom relacionamento com eles é essencial para o sucesso dos negócios.

As duas outras variáveis que tiveram maior destaque na rentabilidade, segundo os gestores, foram: “a quantidade de concorrentes” e o “crescimento lento do mercado”. Como esses dois itens estão relacionados à força “rivalidade da indústria”, pode-se concluir que, para as empresas, a intensidade da disputa entre os concorrentes é alta. Esse resultado já era esperado e está de acordo com os argumentos de Porter (1986). O autor afirma que a existência de concorrentes numerosos e momentos de retração do mercado são elementos que elevam a rivalidade entre os participantes. Os dados estão apresentados a seguir no Gráfico 12.

Gráfico 12 - Variáveis com maior impacto na competitividade segundo a percepção das empresas



Entre as variáveis que não receberam nenhuma pontuação, destaca-se o “porte financeiro dos concorrentes”, relacionada à força “rivalidade na indústria”. Era esperado que as empresas classificassem esse item como relevante, mas ele sequer foi lembrado. Outras variáveis que também foram consideradas irrelevantes nos questionários das empresas foram: a) “ausência de diferenciação do produto”, relacionada à força “barreiras de entrada”. b) “oferta de imóveis para aluguel”, relacionada à força “ameaça dos substitutos” e c) “formação de alianças estratégicas”. Esses pontos serão abordados em mais detalhes no momento que cada força competitiva for analisada individualmente.

4.5.2 Percepção das entidades de classe

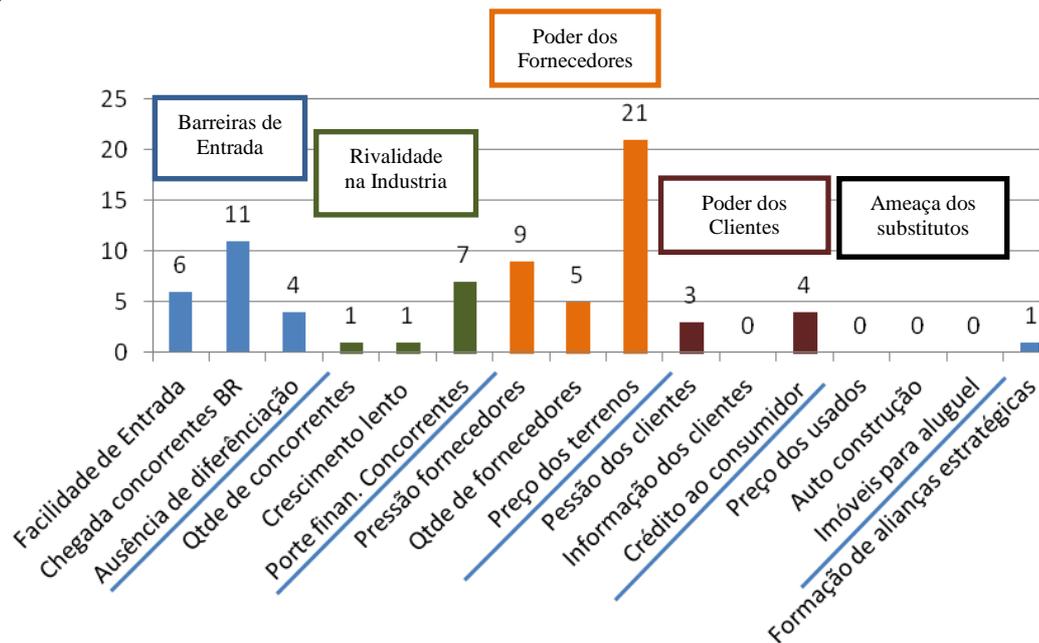
Na ótica das entidades de classe, o preço dos terrenos também foi considerado o item de maior impacto sobre a rentabilidade das empresas, ratificando, com isso, a importância da correta gestão do relacionamento com esses fornecedores para o setor de construção civil.

O segundo item que mais se destacou foi a “chegada de concorrentes de porte nacional”, relacionada à força “barreira de entrada”. As entidades entenderam, que a vinda de uma

grande quantidade de novos participantes para o setor de construção civil afetou a competitividade de uma forma intensa. Apesar desse resultado divergir da avaliação das empresas, que deram pouca ênfase aos itens relacionadas a essa força, o mesmo está aderente aos conceitos de Porter (1986). Para esse teórico, quanto maior a facilidade de novos participantes entrarem em um mercado, maior a vulnerabilidade dos participantes atuais.

A terceira alternativa mais relevante para as entidades de classe foi a pressão exercida pelos fornecedores sobre as empresas. Assim como o preço dos terrenos, esse item também está relacionado à força “poder de barganha dos fornecedores” e mostra que as entidades de classe, assim como já havia sido verificado para as empresas, classificam essa força como uma importante ameaça ao setor. O Gráfico 13 apresenta esses resultados.

Gráfico 13 - Variáveis com maior impacto na competitividade segundo a percepção das entidades de classe



Um item que teve certa relevância na percepção das entidades de classe, mas não havia sido pontuado na avaliação das empresas é: “o porte financeiro dos concorrentes”, relacionada à força grau de “rivalidade na indústria”. Em virtude da chegada de diversas companhias de capital aberto, com ampla capacidade financeira e maior acesso a fontes de recursos, era esperado que esse item aparecesse nas pesquisas, reforçando sua importância no aumento da rivalidade entre os participantes.

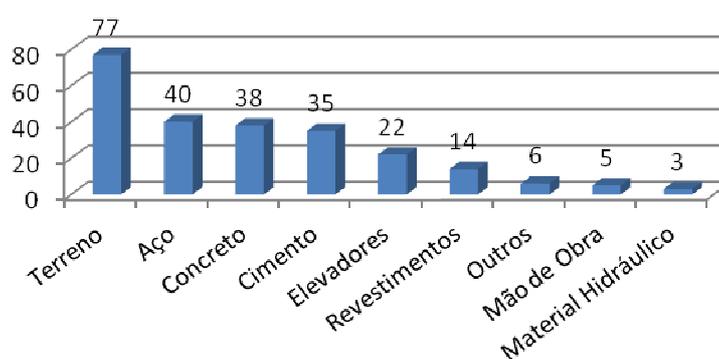
Vale comentar também que, em virtude do crescimento de parcerias e alianças no mercado baiano nos últimos anos, esperava-se que os dirigentes percebessem a importância da variável “formação de alianças estratégicas” na competitividade do setor de construção civil. Afinal, segundo D’Aveni (1995), as alianças estratégicas podem representar uma reação das empresas contra grupos de grande porte em um ambiente de alta competitividade. Contudo, como já foi apresentado anteriormente, os dirigentes das empresas desconsideraram essa variável e os líderes das entidades de classe deram baixa relevância a mesma nas suas respostas, contrariando as expectativas.

A seguir, a percepção dos entrevistados sobre a competitividade do setor será aprofundada de acordo com a perspectiva de cada uma das cinco forças competitivas e também pela dimensão institucional, representada pelo Governo e políticas públicas.

4.5.3 Poder de barganha dos fornecedores

Os fornecedores de matérias primas básicas para o setor de construção civil são bastante diversificados. Para concepção das edificações, são necessárias diversas etapas e processos produtivos que demandam uma quantidade elevada de produtos distintos. Diante disso, a pesquisa buscou identificar quais eram os principais grupos de fornecedores do setor de construção civil. Nessa questão, as respostas das empresas e das entidades de classe foram consolidadas. Os dados apresentados no Gráfico 14 mostram que os fornecedores mais relevantes para o setor são: os proprietários de terrenos, as empresas de aço, concreto, cimento e os fabricantes de elevadores.

Gráfico 14 - Principais fornecedores da construção civil na perspectiva dos dirigentes das empresas e entidades de classe



Quanto aos proprietários de terreno, que foram considerados os fornecedores mais importantes para a atividade das empresas de construção civil imobiliária, vale lembrar que o terreno é o ponto de partida inicial para os negócios, sendo o recurso básico e essencial ao desenvolvimento do processo produtivo. Segundo o diretor do CRECI-BA, o alto destaque dado a esses fornecedores pode ser explicado pela corrida por esses recursos nos últimos anos, o que tornou o terreno um “produto” escasso e disputado, ocasionando uma forte elevação dos preços.

Buck (2013) já havia identificado que o aumento da disputa pelos terrenos alterou a forma de comercialização desse recurso, ampliando a necessidade de caixa por parte das empresas. Segundo a teórica, na década de 1990, a compra dos terrenos era realizada via permutas por unidades a serem edificadas no mesmo local, o que não representava um desembolso imediato do incorporador. Entretanto, nos últimos anos, essa relação mudou e a aquisição dos terrenos passou a ser feita através de moeda corrente, a vista, o que contribuiu para uma rápida elevação dos preços e elevou a necessidade de realizar mudanças significativas na estrutura financeira das empresas, para se adequar a essa nova realidade.

Além dos terrenos, dentre os cinco principais fornecedores das empresas de construção civil, destacam-se os setores de aço, concreto e cimento. Ressalta-se, que esses setores são bastante concentrados (possuem poucos competidores) sendo também oligopolizados e dominados por grandes empresas. O dirigente do SINDUSCON-BA chegou a afirmar que esses setores são praticamente cartelizados.

Vale lembrar, que esses fabricantes, também realizam um percentual significativo de suas vendas para segmentos distintos da construção civil. Avelar (2006) já havia destacado que 80% das vendas desses fabricantes são realizadas para outros setores. Essas características ajudam a explicar o grau de importância que, os entrevistados, tanto as empresas quanto as entidades de classe, deram às variáveis ligadas ao poder de barganha dos fornecedores.

Reforçando essa constatação, 69% dos entrevistados, tanto das empresas quanto das entidades de classe, consideram que o setor tem um poder de barganha baixo (44% fraco e 25% inexistente) junto aos seus principais fornecedores na definição de preços. Sugerindo que, os mesmos representam uma ameaça direta na redução das margens e rentabilidade do setor de construção imobiliária. Durante a aplicação dos questionários, o dirigente da empresa BA3

comentou que em momentos de demanda aquecida, como o que ocorreu entre 2007 e 2010, a pressão dos fornecedores foi tão elevada que alguns fabricantes, com dificuldade de atender todos os pedidos, chegaram a cancelar entregas pré-agendadas para direcionar a mesma matéria prima para outro concorrente, em troca de um adicional no preço.

Diante das características da construção civil imobiliária, já era de se esperar que os entrevistados indicassem que a pressão dos fornecedores sobre a rentabilidade das empresas fosse alta. Afinal, segundo Porter (1986), quanto mais concentrados os fornecedores e quanto menor a dependência deles em relação a um determinado setor, maior a pressão por elevação de preços, reduzindo com isso as margens da indústria.

Contudo, analisando as respostas dos entrevistados individualmente, destaca-se o que o responsável pela empresa de capital aberto CA1 trouxe uma perspectiva diferente. O mesmo, além de declarar que considera seu poder de barganha em relação aos fornecedores alto, também informou que, por fazer compras nacionalmente, consegue descontos e vantagens nas negociações. Inclusive, em alguns momentos, também realiza importações de matéria prima da China e outros países para pressionar os fabricantes e garantir melhores condições de compra. Segundo Porter (1986), diversificar compras e desenvolver uma nova rede de abastecimento é uma das estratégias para ampliar a barganha junto a fornecedores poderosos.

4.5.4 Barreiras de Entrada

Ao se levar em consideração a velocidade com que as diversas empresas de capital aberto implantaram suas operações em Salvador nos últimos anos, era de se esperar que os entrevistados classificassem a fragilidade das barreiras de entrada como um elemento intensificador da competitividade. Os dirigentes das entidades de classe confirmaram as previsões, ao considerar que as variáveis: “chegada de concorrentes de porte nacional” e “facilidade de entrada”, todos relacionados a força “barreiras de entrada” possuem relevância alta na competitividade do setor de construção civil.

No entanto, na perspectiva das empresas, essa ameaça foi entendida como pouco relevante. Conforme demonstrado no Gráfico 12 percebe-se que as variáveis “facilidade de entrada de novos concorrentes” e “chegada de empresas nacionais” tiveram participação pouco significativa na pesquisa. Esse fato pode ser explicado, pois para 91% das empresas

entrevistadas, a “marca empresarial” representa um importante elemento de diferenciação, possuindo uma relevância alta ou muito alta na decisão de compra. O dirigente da empresa CA2 reforçou essa questão ao relatar que a tradição da marca é um fator tão relevante que para conseguir operar em alguns estados do sul do país foi preciso comprar empresas locais e aproveitar do reconhecimento das marcas. Segundo ele, sem essa ação a desconfiança do mercado era muito alta.

Essa importância obtida pela marca empresarial, como elemento de diferenciação, mostra que, pela percepção dos entrevistados, a confiança faz parte do processo de compra de unidades habitacionais gerando uma barreira de entrada que protege os atuais participantes da investida de novos concorrentes e dificultando a vinda de nomes desconhecidos para atuar no setor. O entrevistado da empresa BA1 reforçou essa questão ao afirmar que os grandes grupos nacionais só conseguiram crescer no mercado baiano através de parcerias e alianças com tradicionais empresas locais. Segundo Porter (1986), quando as empresas do setor apresentam uma diferenciação, inclusive através da força de sua marca (que é reconhecida como segurança e qualidade), elas conseguem desenvolver uma lealdade com o consumidor final, gerando com isso uma redução da pressão competitiva.

Além disso, a percepção de que os novos entrantes não trouxeram grandes ameaças pode ser explicada pelo fato de que a chegada das empresas com atuação nacional veio acompanhada de dois fatores externos que amenizaram a concorrência e merecem destaque:

a) aumento significativo da demanda, o que pode ter influenciado na percepção dos entrevistados sobre a competitividade, já que, para as empresas pesquisadas, a presença de novos entrantes aconteceu em paralelo ao aumento das vendas. Porter (1986) afirma que setores com altas taxas de crescimento, tendem a ser menos competitivos;

b) aumento da oferta de recursos para financiamento do consumidor final e das empresas também contribuíram para a ampliação do mercado consumidor e da capacidade produtiva, diminuindo, com isso, a percepção do impacto sobre a intensidade da concorrência.

4.5.5 Grau de rivalidade da indústria

Enquanto as empresas deram maior ênfase às variáveis “quantidade de concorrentes” e “crescimento lento do mercado”, as entidades de classe consideraram que “o porte financeiro dos concorrentes” é a principal ameaça relacionada à força competitiva “grau de rivalidade da

indústria”. A análise dos dados mostra que os dois grupos pesquisados deram relevância aos itens relacionados à disputa entre os concorrentes, sinalizando que a rivalidade entre os participantes do setor é elevada. Esse resultado era esperado, pois segundo Porter (1986), quando uma indústria possui concorrentes numerosos e bem equilibrados, a probabilidade de disputa por preço é alta, reduzindo com isso a margem do setor.

Para reforçar essa questão, ressalta-se que quando os dirigentes foram questionados especificamente sobre a intensidade da concorrência no setor, 69% dos entrevistados, (empresas e entidades de classe), consideraram que o grau de rivalidade entre os concorrentes é alto, ou muito alto, e quando interrogados sobre a disputa de preço entre os concorrentes, 63% dos dirigentes afirmaram que a mesma também é alta ou muito alta. Para o gestor da empresa BA2 isso ocorre, pois as margens na construção civil imobiliária são muito apertadas, sendo muito difícil de fugir da política de preço estabelecida no mercado.

Todavia, vale destacar que, enquanto as entidades de classe, seguiram as expectativas e consideraram a variável “porte financeiro dos concorrentes” como uma importante ameaça para o setor, as empresas não deram relevância a esse item. Para os dirigentes das empresas, é como se a maior disponibilidade de recursos e a capacidade de financiamento mais ampla por parte das companhias de capital aberto não representassem um risco relevante para as empresas locais. Em virtude da presença de concorrentes nacionais e internacionais de grande porte no mercado baiano, esperava-se que essa variável fosse percebida pelas empresas como uma ameaça à rentabilidade da indústria. Afinal, D’Aveni (1995), afirma que as reservas financeiras vultosas garantem aos seus detentores melhores condições de competitividade.

Mais uma vez, sugere-se que o expressivo aumento da demanda por imóveis entre 2005 a 2010, possa ter influenciado a percepção dos entrevistados, fazendo com que essa variável não tivesse destaque na pesquisa. Além disso, como a maioria das empresas baianas pesquisadas conseguiu ampliar o acesso a recursos por meio de alianças estratégicas, isso também pode ter colaborado para que a variável “porte financeiro dos concorrentes” não fosse identificada como uma ameaça pelos dirigentes empresariais entrevistados.

4.5.6 Poder de barganha dos clientes

As variáveis relacionadas à força “poder de barganha dos clientes”, tanto na perspectiva das empresas, quanto das entidades de classe, tiveram relevância de média para baixa. Na visão dos dois grupos de entrevistados, o item relacionado a essa força que mais se destacou foi: a “política de crédito ao consumidor”.

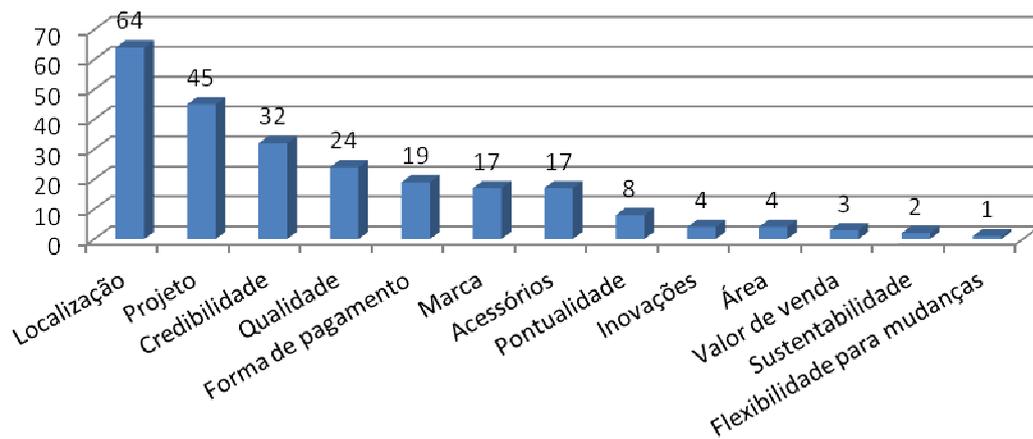
Esse resultado deve ter sofrido influência da forte redução dos juros vivenciada no período, o que ajudou na ampliação do crédito e permitiu ao cliente maior alternativa de escolha, com parcelas menores e o prazo de até 35 anos para financiamento. Mercês (2009) já havia abordado essa questão ao afirmar que o “poder de barganha dos clientes” cresceu juntamente com a ampliação do financiamento imobiliário. Antes desse período, a autora ressalta que a oferta de crédito era limitada e realizada diretamente pelas incorporadoras, garantindo para as empresas uma força ainda maior nas negociações.

A pouca ênfase dada as variáveis relacionadas a essa força indica que, para os entrevistados, o “poder de negociação dos consumidores” não representa uma forte ameaça ao setor de construção civil. Esse resultado era esperado, pois nesse setor, a maior parte das vendas é realizada diretamente ao consumidor final. Os compradores, de um modo geral, são pulverizados e dificilmente adquirem em grandes volumes. Segundo Porter (1986), quando os compradores fazem compras fragmentadas e o produto da indústria é importante para os mesmos, seu poder de pressão é menor e força para negociar tende a ser reduzida.

Além disso, ao avaliar o Gráfico 15, que apresenta os itens considerados mais importantes na diferenciação, segundo os dirigentes, encontramos variáveis como: “localização”, “projeto”, “credibilidade” e “qualidade”. Percebe-se que todos esses itens possuem características intrínsecas que tornam cada imóvel um “produto” praticamente único em relação aos demais, garantindo as empresas maior força para sustentar os preços. Quanto à localização, mesmo que dois prédios possuam características parecidas e estejam situados na mesma rua, ainda assim, eles irão apresentar importantes características que os diferenciam, por exemplo: o tamanho e a topografia do terreno, a posição em relação à avenida principal e ao sol, a altura da construção e até mesmo a proximidade de determinados pontos comerciais. O presidente

do SINDUSCON-BA reforça essa questão ao afirmar que o terreno é o definidor do produto e não existe terreno igual.

Gráfico 15 - Principais elementos de diferenciação na perspectiva dos dirigentes das empresas e das entidades de classe



Na perspectiva do projeto, o mesmo se repete, por mais que existam semelhanças, cada obra tem elementos específicos que satisfazem de forma distinta as necessidades dos consumidores, o que torna o “produto edificações” exclusivo e diferenciado. Ressalta-se ainda o destaque obtido pelas variáveis: “credibilidade”, “qualidade” e “marca da empresa”. Vale lembrar que a compra das unidades habitacionais envolve muito dinheiro e acontece antes do imóvel ficar pronto, o que gera um envolvimento emocional alto e acaba exigindo uma elevada parcela de confiança no processo. Para Porter (1986), um setor onde os produtos são diferenciados e a imagem/ reputação estabelecida pelas empresas é valorizada, normalmente tem mais força e poder para definir preços e sustentar as margens junto ao consumidor.

Contudo, quando os dirigentes, dos dois grupos (empresas e entidades de classe), foram questionados de forma direta, sobre o poder dos clientes na barganha por menores preços, 63% consideraram que a influência dos consumidores no valor final de venda dos imóveis é alta, pressionando as empresas a estabelecer políticas de desconto mais agressivas com objetivo de concretizar a venda. Esse resultado além de contradizer as constatações acima, diverge do que foi apresentado por Buck (2013), onde 74% dos entrevistados afirmaram que o cliente tem pouco ou nenhum poder de influência sobre o preço, visto que as empresas tem baixa flexibilidade, dada a composição de seus custos.

Tal divergência pode ter ocorrido em virtude do momento peculiar vivido pelo setor quando os dados foram levantados. O ano de 2013 tem sido especialmente difícil para a construção civil imobiliária. O presidente da ADEMI-BA apontou, que em função da retração da demanda, desde 2012, Salvador poderia encerrar o ano com menos de 2000 lançamentos e as incorporadoras ainda estão com um nível elevado de unidades imobiliárias em estoque, o que pode estar levando as empresas a oferecerem condições especiais de preço para efetivar a venda de seus produtos e reduzir o estoque “encalhado”, que representa alto custo para as incorporadoras.

Entende-se que essa situação pontual possa ter influenciado os entrevistados a perceberem o poder de barganha dos clientes de uma forma mais intensa do que normalmente ocorre. O dirigente da empresa CA2 ajudou a reforçar essa constatação ao afirmar que: “Em momentos que o estoque estiver alto, as empresas podem até baixar o preço e fazer promoções, contudo o cliente individual não consegue obter vantagens adicionais em cima da política previamente estabelecida”.

4.5.7 Produtos substitutos

Os Gráficos 12 e 13 já mostraram que, tanto na percepção das empresas, quanto das entidades de classe, a força competitiva “produtos substitutos” foi considerada pouco relevante, tendo uma interferência pequena na competitividade. Nas respostas dos questionários, as entidades não citaram nenhuma variável relativa a essa força. Já as empresas destacaram de forma tímida os dois itens “preço dos imóveis usados” e “práticas de autoconstrução”.

Esse resultado, já era esperado e converge com o que foi apresentado por Mercês (2009) que considerou a força “produtos substitutos” como a de menor relevância para a competitividade do setor de construção civil. Além disso, o mesmo está aderente aos argumentos de Porter (1986). De acordo com o autor, os substitutos tendem a representar uma ameaça mais forte quando apresentam inovações tecnológicas, são vendidos por empresas de grande porte e trazem melhoramentos no *trade-off* preço desempenho. Características que não são encontradas pelos substitutos da construção civil imobiliária.

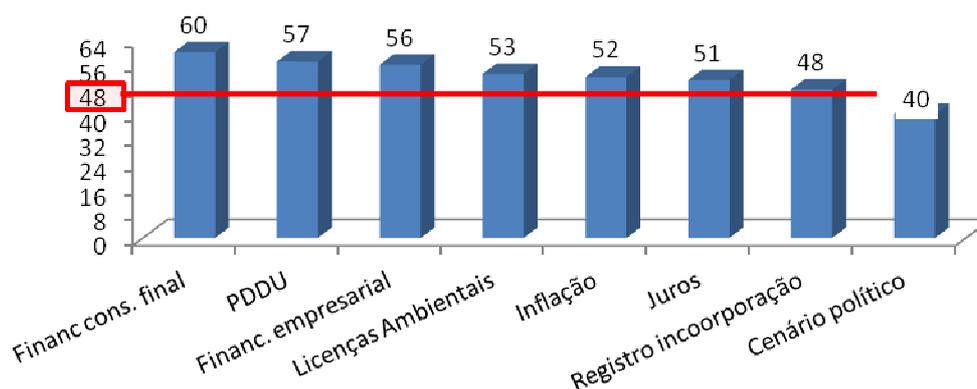
Quanto à variável “autoconstrução”, vale ressaltar que a única empresa que identificou essa prática como ameaça (BA8) está situada e exerce sua atividade operacional na cidade de

Lauro de Freitas. O entrevistado justificou a ameaça dessa variável, afirmando que o crescimento imobiliário da capital baiana não chegou de forma tão intensa em Lauro de Freitas. Além disso, uma grande quantidade de pequenas empresas atua na cidade, sendo a prática de autoconstrução relevante. Avelar (2006) já havia sinalizado que apesar dos substitutos não representam grandes ameaças ao setor, a prática de autoconstrução nos bairros populares ainda é uma realidade. Contudo, como a maioria absoluta dos entrevistados declarou que o m² dos imóveis comercializados ultrapassa os R\$ 4.500, é provável que isso tenha colaborado para essa prática não ter sido citada pelas demais empresas pesquisadas.

4.5.8 Dimensão institucional, representada pelos governos e suas políticas

Para 83% dos dirigentes (empresas e entidades de classe), o setor de construção civil sofre uma influência muito alta (quase determinante) das políticas públicas e macroeconômicas. O Gráfico 16 apresenta todas as variáveis relacionadas na pesquisa. A partir de 48 pontos, a influência da variável é considerada forte e 64 pontos significa que a mesma é totalmente determinante. Os itens de maior destaque foram: “financiamento ao consumidor final”, “PDDU”, “financiamento empresarial”, “licença ambiental” e “inflação”.

Gráfico 16 - Grau de Interferência das Políticas Públicas na comercialização de imóveis novos na perspectiva dos dirigentes das empresas e das entidades de classe



O destaque dado às variáveis “financiamento ao consumidor final” e “financiamento empresarial” reflete a importância que os entrevistados atribuem ao crédito como elemento impar na elevação da demanda. Em virtude do alto valor monetário das unidades habitacionais, a comercialização dos imóveis acontece via financiamento de longo prazo. Dessa forma, o setor necessita de políticas públicas de incentivo ao crédito e redução dos

juros para estimular as vendas. Na perspectiva das empresas, a obtenção de recursos de longo prazo também é considerada um elemento essencial para a atividade produtiva.

Quanto ao Plano Diretor de Desenvolvimento Urbano (PDDU), já era esperado que essa variável tivesse destaque nas pesquisas. Afinal, o mesmo sofreu muitas mudanças nos últimos anos e foram essas alterações que permitiram novas e importantes construções na capital baiana, levando ao surgimento de novos bairros na Avenida Paralela e a revitalização da orla marítima.

O cenário político, além de não ter sido considerado determinante por nenhum dos entrevistados, teve uma pontuação que pode ser considerada de “influência baixa”, sugerindo que, em virtude da maior estabilidade política dos últimos anos, esse item apresenta menor relevância para o setor de construção civil imobiliária. O entrevistado da empresa BA7 reforçou esse resultado ao afirmar que os partidos políticos apresentam posições muito parecidas e os avanços ou retrocessos do setor independem de qual deles está no poder.

Em resumo, o setor de construção civil imobiliária pode ser caracterizado como bastante competitivo, sendo as forças “poder de barganha dos fornecedores” e “rivalidade entre os concorrentes” aquelas com maior impacto na rentabilidade do setor. As “barreiras de entrada” representam uma ameaça de força média, pois apesar da chegada de diversos participantes no mercado, a tradição e a credibilidade da marca foram consideradas variáveis importantes para proteção das empresas locais. O “poder de barganha dos clientes” foi considerado baixo e os substitutos praticamente inexpressivos, não representando uma ameaça para o setor.

Na perspectiva político institucional, a influência do ambiente político e econômico na rentabilidade das empresas foi considerada alta. Segundo os entrevistados, políticas públicas, especialmente as relacionadas ao crédito (recursos para financiamento da produção e do consumo), a taxa de juros e ao desenvolvimento urbano tem o poder de produzir grande impacto no setor, interferindo no potencial da demanda, assim como na capacidade de oferta das empresas.

4.6 IMPACTO DA CHEGADA DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NA COMPETITIVIDADE EM SALVADOR E REGIÃO METROPOLITANA

Ao avaliar as principais mudanças na competitividade provocadas pela chegada das empresas de capital aberto em Salvador e Região Metropolitana, os dados já apresentados mostram que na avaliação dos gestores, as construtoras e incorporadoras originárias do sudeste do país aproveitaram o seu porte financeiro para implantar um novo padrão de construção e alterar práticas comerciais, ampliando o grau de concorrência no setor imobiliário baiano. O impacto da presença de novos e capitalizados concorrentes refletiu-se no aumento de custos e na maior necessidade de recursos. Este resultado é aderente ao argumento de D'Aveni (1995), que considera que as empresas melhor providas de recursos têm potencial para realizar investimentos que os demais concorrentes não teriam condição de fazer, dentre eles ampliar a estrutura de produção e desenvolver novos produtos sem elevação dos seus preços.

Destaca-se, que a disputa pelos terrenos urbanos foi considerada pelos dirigentes a mudança mais relevante provocada pela chegada das companhias de capital aberto. A procura por este recurso fez com que a sua forma de comercialização fosse alterada. O efeito imediato foi à elevação dos preços e a comercialização mediante pagamento à vista. Este cenário trouxe novos desafios para as empresas locais, que precisaram aumentar a sua disponibilidade de caixa para disputar os melhores terrenos, corroborando os argumentos de Porter (1986), para quem a competitividade se intensifica quando os fornecedores vendem produtos diferenciados e importantes para o negócio dos compradores. Esse cenário foi amplamente percebido pelas empresas locais, que enfrentaram mais dificuldade para elaborar seus projetos e construir as unidades habitacionais.

Em relação aos demais fornecedores de construção civil, a ampliação da concorrência e o aumento da demanda foram maiores do que a capacidade produtiva de alguns fabricantes, provocando atrasos e cancelamento de pedidos. Dessa forma pode-se constatar que as empresas locais também tiveram seu poder de barganha reduzido. O gestor da BA3 chegou a citar que teve uma encomenda de matéria prima redirecionada para outra empresa, que pagou mais caro pela mercadoria. Essa disputa confirma a dificuldade enfrentada pelas empresas. As companhias de capital aberto, em virtude do seu porte nacional e de dispor de um leque maior de fornecedores nacionais e até internacionais, sofreram menor pressão por parte dos fornecedores.

Quanto às “barreiras de entrada” ao mercado imobiliário baiano, apresentadas por Avelar (2006) - necessidade de capital, crédito ao consumidor final restrito e baixa disponibilidade de financiamento empresarial - mostraram-se frágeis e foram rapidamente transpostas, mudando a dinâmica da competição. Todavia, os resultados mostram que, apesar da pressão dos novos concorrentes, a força e a credibilidade das marcas trouxeram um pouco de proteção às empresas locais, tendo as companhias de capital aberto que ampliar o investimento em comunicação e realizar alianças estratégicas com grupos locais para facilitar sua atuação.

Na perspectiva da “rivalidade entre os concorrentes”, observou-se uma ampliação da disputa em função da presença de novos e fortes participantes. Contudo, o aumento expressivo da demanda provavelmente atenuou a percepção dos gestores locais sobre esse fato. Além disso, a realização de alianças estratégicas representou uma importante resposta das empresas locais, contribuindo para limitar a intensidade da concorrência.

Em relação ao “poder dos consumidores”, o maior acesso ao crédito, a criação de linhas de financiamento de até 35 anos e o aumento significativo da oferta trouxeram maiores possibilidades de escolha, ampliando, levemente, sua força. Contudo, vale ressaltar, que em virtude de características específicas do setor: alta diferenciação dos produtos e os clientes não comprarem em grandes volumes, as empresas permaneceram no comando da definição da política de preço. Vale lembrar, que mesmo nos momentos de forte retração da demanda, as políticas de descontos são realizadas muito mais por pressões internas, para se desfazer das unidades “encalhadas”, do que pela força dos clientes.

Os produtos substitutos da construção civil tinham um nível de influência baixo no setor de construção civil, a chegada das empresas de capital aberto não trouxe impacto para essa força.

4.7 RESPOSTAS DAS EMPRESAS BAIANAS A CHEGADA DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

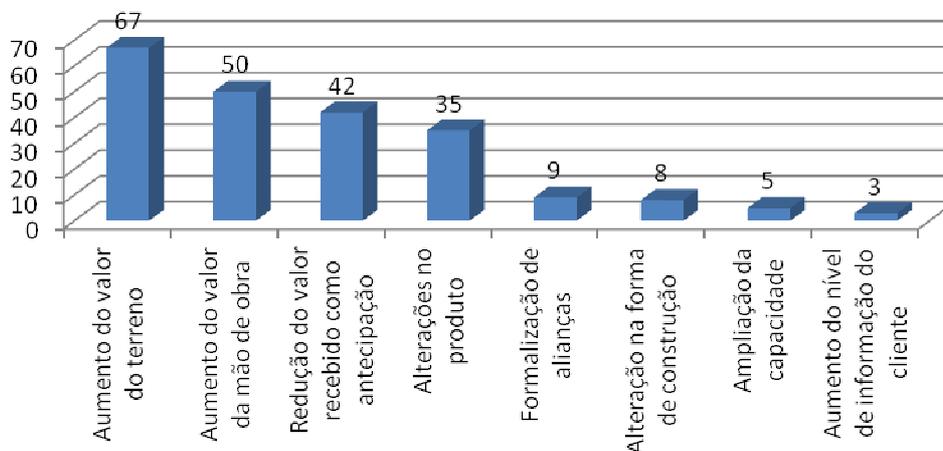
Os gestores das empresas baianas e os líderes das entidades de classe, ao serem questionados sobre o impacto na concorrência, provocado pela chegada das empresas de capital aberto, consideraram que o impacto foi alto ou muito alto (100% dos entrevistados), provocando importantes mudanças no setor. Com isso, para compreender as reações adotadas pelas empresas locais, em resposta à presença de novos e capitalizados concorrentes, inicialmente,

será apresentada a visão dos dirigentes sobre as principais transformações no ambiente competitivo.

4.7.1 Percepção dos dirigentes sobre as mudanças

A análise da Gráfico 17 mostra que, na percepção dos gestores (empresas baianas e entidades de classe), a “elevação do preço dos terrenos” foi a alteração mais relevante, provocada pela chegada das companhias de capital aberto. Essa posição deixa claro que as empresas locais tiveram mais dificuldade em adquirir esse recurso essencial ao processo produtivo da construção civil. Buck (2013) já havia constatado que, devido às mudanças na forma de comercialização, o terreno deixou de ser moeda de troca por futuras unidades habitacionais construídas no local e passou a ser negociado em dinheiro (à vista), contribuindo para o seu aumento de preço.

Gráfico 17 - Principais mudanças geradas no setor após a chegada das empresas de capital aberto na percepção dos gestores das empresas baianas e das entidades de classe

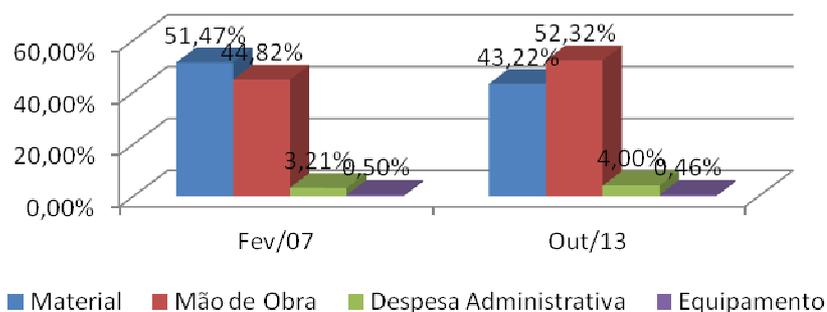


A segunda mudança mais importante, na percepção dos gestores (empresas baianas e entidades de classe), foi o “aumento do custo da mão obra”. Esse resultado pode ser explicado, pois entre 2004 e 2010, a mão de obra teve um crescimento real de 7%, em relação aos demais insumos da produção, excluindo o custo do terreno²⁵. O Gráfico 18 confirma o avanço da participação da mão de obra em relação aos demais custos de produção, excluindo

²⁵ Esses dados foram publicados no relatório *Construção Civil no Brasil: Investimentos e Desafios*, Monteiro Filha et al. (2013).

o terreno. Entre fevereiro de 2007 e outubro de 2013 o custo da mão de obra subiu de 44,82% para 52,32%, em relação ao custo unitário da produção.

Gráfico 18 - Participação dos componentes no custo unitário da construção civil



Fonte: Câmara Nacional da Indústria (2011)

O dirigente da empresa BA3 lembrou ainda, que nos momentos de pico de oferta, a procura por mão de obra foi tão intensa que chegou a ter dificuldade de contratar profissionais para exercer as funções de mestre-de-obras, pedreiros, encanadores e até ajudantes de serviços gerais. O relatório *Sondagem Especial Construção Civil*, apresentado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI, 2011) confirma essa constatação ao mostrar que 89% entre as 400 empresas de construção pesquisadas sofrem com a falta de trabalhadores qualificados e 94% enfrentavam dificuldade de encontrar profissionais com qualificação básica, como pedreiros e serventes.

A importância dada à resposta “redução do valor recebido até a entrega das chaves” mostra que, além de interferir no custo, as mudanças geradas com a chegada das empresas de capital aberto também impactaram na gestão do fluxo de caixa, que foi diretamente afetado com a redução significativa do percentual recebido pela venda do imóvel até a entrega das chaves. O dirigente da CRECI-BA ajudou a explicar esse resultado ao comentar que as práticas comerciais mais antigas permitiam que a empresa recebesse pelo menos 60% do valor do imóvel até a entrega das chaves. Atualmente, esse percentual foi reduzido para 30%, no máximo, ampliando a necessidade de recursos para financiamento da construção.

A pontuação recebida pelo item “alterações no produto” mostra que os gestores locais também perceberam as mudanças no padrão de moradia vivenciadas nos últimos anos. O presidente do CRECI-BA reforça essa constatação ao afirmar que o modelo tradicional de

construção existente em Salvador perdeu espaço para os condomínios-clubes, repletos de acessórios e diferenciais. Segundo ele, o Parque Bela Vista, construído pela JHSF, trouxe uma proposta tão diferenciada que chegou a mudar o conceito habitacional de um bairro em Salvador.

4.7.2 Reações das empresas baianas

A seguir, serão avaliadas as ações adotadas pelas empresas baianas em resposta à chegada das companhias de capital aberto. A reação mais relevante, segundo os dirigentes, tanto das empresas baianas quanto das entidades de classe, é que as empresas locais tornaram-se mais criteriosas ao procurar desenvolver produtos de acordo com as novas necessidades dos clientes, sinalizando a preocupação dos entrevistados em aperfeiçoar os produtos ofertados para manter a competitividade das empresas.

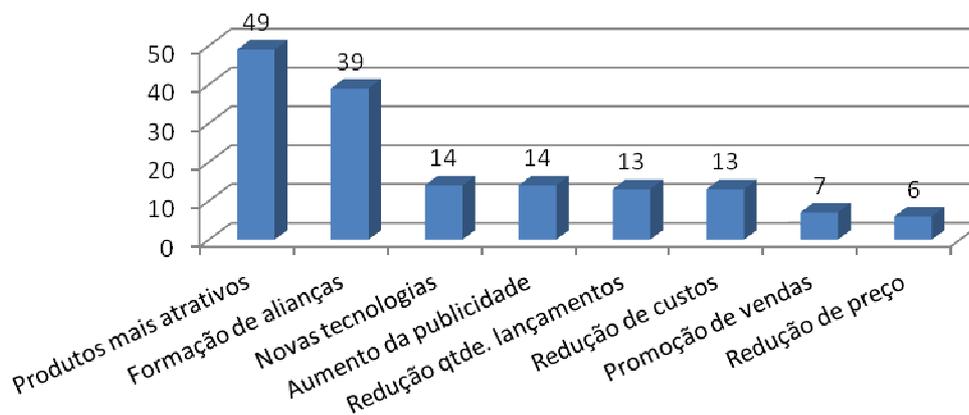
Acredita-se que esse resultado tenha ocorrido, pois 67% das empresas pesquisadas realizaram algum tipo de aliança estratégica. Com isso, se tornaram mais propensas a se adaptar às novas tendências (no caso das empresas que se aliaram às companhias de capital aberto) ou tiveram mais facilidade para isso (no caso das empresas locais que se aliaram entre si). Essa constatação é aderente à afirmação de Yoshiono e Rangan (1996). Segundo esses teóricos, as alianças podem acontecer para promover melhorias em produtos e processos.

A segunda reação mais adotada pelas empresas foi a “formação de alianças estratégicas” com concorrentes locais e novos entrantes, buscando anular a vantagem competitiva das empresas de capital aberto. As alianças estratégicas implementadas ampliaram o poder de compra dos grupos locais e facilitaram o processo de adaptação ao novo conceito de produto implantado na capital baiana, os “condomínios clubes”, corroborando o ponto de vista de Yoshino e Rangan (1996), para quem as alianças constituem mecanismos eficazes para promover melhorias em produtos e processos.

Além disso, as alianças representaram um meio de ampliar a capacidade financeira das empresas locais, melhorando as suas condições de competitividade. Esta constatação é aderente aos argumentos de D’Aveni (1995), que define as alianças estratégicas como uma alternativa para as empresas menores aumentarem sua disponibilidade de recursos, de modo a

neutralizar a vantagem de concorrentes com reservas financeiras vultosas. Os dados estão apresentados no Gráfico 19.

Gráfico 19 - Ações adotadas pelas empresas baianas em resposta a chegada das companhias de capital aberto



Ao somar a pontuação de “aumento da publicidade” com “promoção de vendas” constata-se que a ampliação do esforço de venda foi a terceira reação mais adotada pelas empresas pesquisadas. O dirigente do Stand de Vendas lembrou que, além do aumento dos gastos em propaganda convencional, as construtoras passaram a investir alto na montagem do “apartamento decorado”, que se tornou um instrumento de venda quase obrigatório para conquistar clientes.

Vale destacar também, que a posição do item “redução da quantidade de lançamentos” mostra que algumas empresas locais reagiram à chegada das companhias de capital aberto tornando-se mais criteriosas na definição dos produtos a serem ofertados, mesmo que com isso, tivessem que diminuir o nível de produção. O gestor da empresa BA01 fez uma afirmação que ajuda a explicar essa questão. Segundo ele, por não confiar na capacidade do mercado para absorver tão grande expansão da oferta, preferiu manter a cautela, procurando só realizar novos lançamentos que apresentassem o menor risco possível de não serem aceitos pelo mercado.

Em resumo, pode-se dizer que o impacto da chegada das companhias de capital aberto, para as empresas baianas se refletiu no aumento de custos e na maior necessidade de recursos para equilibrar o fluxo de caixa. Outra mudança importante está relacionada a criação de um novo padrão de construção, o que exigiu flexibilidade das empresas para se adequar às novas

necessidades do mercado. Para responder às mudanças, os grupos empresariais locais se adaptaram ao novo modelo de construção, passando a ofertar produtos mais atrativos, e realizaram alianças estratégicas, buscando garantir melhores condições de competitividade. As alianças, inclusive, facilitaram o processo de melhoria do produto.

4.8 ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL QUE ABRIRAM CAPITAL ENTRE 2005 E 2009 E ESTENDERAM SUAS OPERAÇÕES PARA A CAPITAL BAIANA

A análise do desempenho das companhias que realizaram o processo de abertura de capital e estenderam suas operações para Salvador e Região Metropolitana será efetuada utilizando-se três indicadores: receita líquida, Margem/Ebitda, que representa a capacidade de geração de caixa operacional da empresa em relação ao patrimônio líquido e retorno sobre o capital (ROE), que é calculado através da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

Em referência à receita líquida, é possível perceber um crescimento expressivo ao longo dos anos. Se em 2006 o faturamento total das empresas foi R\$ 2,5 bilhões, seis anos esse valor chegou a R\$ 21,9 bilhões, o que representa um crescimento de 771%. Além disso, a Tabela 7 mostra que, no ano imediatamente posterior às operações de financiamento em bolsa, as companhias apresentaram elevação significativa da receita líquida. O maior destaque foi a MRV que após captar R\$ 1,071 bilhões, em 2007, apresentou uma receita líquida de R\$ 1,111 bilhões, em 2008, valor 178% maior do que o resultado de R\$ 400 milhões apresentado no ano anterior.

Tabela 7 - Evolução da receita líquida das companhias de capital aberto. Valores em milhões

Empresa	Item	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cyrela	Receita Líquida	689	1.117	1.707	2.847	4.088	4.890	6.127	5.838
	Ipo/ Follow-on	629	729			1.183			
Gafisa	Receita Líquida	457	664	1.204	1.740	3.022	3.403	2.941	3.953
	Ipo/ Follow-on		494	488		1.064			
JHSF	Receita Líquida	0	129	302	675	496	763	909	838
	Ipo/ Follow-on			432					
MRV	Receita Líquida	0	92	400	1.111	1.648	3.021	4.015	4.266
	Ipo/ Follow-on			1.071		595			
PDG	Receita Líquida	0	110	552	1.231	1.984	5.230	6.677	4.358
	Ipo/ Follow-on			1.007		784			
Rossi	Receita Líquida	361	411	756	1.233	1.381	2.349	2.837	2.715
	Ipo/ Follow-on		763			928			
Total	Receita Líquida	1.507	2.522	4.921	8.838	12.619	19.656	23.506	21.969
	% Crescimento			95%	80%	43%	56%	20%	-7%
	Crescimento total								771%

Fonte: Balanço anual das empresas.

Os dados obtidos evidenciam que, ao abrir o capital, as empresas tornaram-se efetivamente maiores, alcançando um novo patamar de faturamento líquido. Esse resultado reforça a afirmação de Pinheiro (2007), que considera a abertura de capital como uma alternativa eficaz para financiar o projeto de expansão, capaz de promover o crescimento empresarial.

Vale lembrar, que os recursos levantados em bolsa, além de contribuírem para o crescimento orgânico das companhias, também colaboraram com o crescimento financiando os processos de fusões e aquisições. No caso da PDG, os R\$ 784 milhões captados na oferta de 2009, facilitaram a aquisição da Agra. E foi através da junção dos resultados das duas empresas que a PDG alcançou o patamar de R\$ 5,2 bilhões de receita líquida em 2010. Já a Gafisa, contou com os recursos obtidos na oferta realizada em 2009, para adquirir a Tenda, em janeiro de 2010, ampliando seu faturamento para R\$ 4,8 bilhões.

Contudo, apesar da elevada ampliação da receita, após a abertura de capital, a análise do indicador *Margem/Ebitda* mostra que, o desempenho operacional das empresas não apresentou sinais claros de melhoria. Inclusive, é possível perceber, na Tabela 8, uma trajetória clara de declínio desse indicador, entre 2009 e 2012. Além disso, observa-se que no ano imediatamente posterior às operações realizadas pela JHFS e PDG (em 2007) e pela Cyrela, Gafisa, e Rossi (em 2009) acontece uma redução da relação *Margem/Ebitda*, confirmando que o desempenho operacional (crescimento do *ebitda*) não acompanhou a ampliação da receita líquida.

Tabela 8 - Evolução do indicador Margem/Ebitda - Companhias de capital aberto

Companhia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cyrela	22,90%	22,25%	22,88%	16,52%	22,29%	16,53%	14,22%	16,91%
Gafisa	12,91%	14,76%	14,95%	14,88%	17,54%	17,02%	-11,52%	11,89%
JHSF	-	44,34%	42,07%	35,56%	52,36%	35,89%	31,56%	36,45%
MRV	-	24,35%	19,25%	24,54%	26,78%	26,35%	26,03%	19,03%
PDG	-	48,42%	29,18%	22,50%	22,63%	28,22%	23,44%	-26,82%
Rossi	11,31%	12,49%	17,48%	14,68%	24,98%	22,69%	13,57%	10,28%
Média	15,71%	27,77%	24,30%	21,45%	27,76%	24,45%	16,22%	11,29%

Fonte: balanço anual das empresas

Nota: As células marcadas de cinza indicam a realização de oferta de ações no período

Ao avaliar o retorno médio sobre o patrimônio das companhias pesquisadas, é possível perceber uma trajetória de declínio semelhante ao indicador *Margem/Ebitda*. De acordo com tabela 9, o ROE apresenta redução significativa de 23,71% em 2009 para -2,05% em 2012. A única empresa que se diferenciou das demais e o indicador apresentou um resultado positivo,

no período em análise, foi a JHSF. Após a oferta de ações realizada pela empresa em 2007, o retorno sobre o capital passa de 6,84%, para 17,28%, em 2008. Ressalta-se que nos anos posteriores o indicador se mantém em níveis elevados.

Tabela 9 - Evolução do ROE

Companhia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cyrela	12,54%	12,43%	20,39%	13,09%	18,93%	14,63%	12,03%	14,44%
Gafisa	11,35%	5,66%	6,11%	6,82%	9,18%	7,94%	-32,95%	-2,84%
JHSF	-	50,71%	6,84%	17,28%	15,99%	19,99%	18,90%	14,18%
MRV	-	14,25%	1,63%	15,33%	14,82%	22,12%	22,24%	14,06%
PDG	-	2,49%	5,30%	12,36%	11,53%	13,43%	10,94%	-43,20%
Rossi	6,89%	4,05%	7,37%	9,58%	0,68%	9,48%	3,96%	-8,95%
Média	10,26%	14,93%	15,88%	12,41%	23,71%	14,60%	11,71%	-2,05%

Fonte: Balanço anual das empresas.

Nota: As células marcadas de cinza indicam a realização de oferta de ações no período.

Por se tratar de um desempenho isolado, sugere-se que o resultado da JHSF tenha sido influenciado por variáveis que vão além da decisão das fontes de financiamento. A empresa é a única, entre as pesquisadas, que apresenta no balanço patrimonial, receitas provenientes de atividades diversas à incorporação, a exemplo de: locações comerciais, administração de shoppings centers, hotéis e outros negócios.

Assim, constata-se que a captação de recursos mediante abertura de capital permitiu às construtoras e incorporadoras de maior porte o acesso a um farto volume de recursos, o que possibilitou o processo de ampliação da sua capacidade produtiva e contribuiu decisivamente para o seu crescimento, de forma orgânica ou por meio de aquisições. Todavia, não foi possível identificar uma relação direta entre a abertura de capital e um ganho de eficiência operacional, sinalizando que esta última envolve outros fatores, que vão além das decisões relacionadas à formação da estrutura de capital.

5 CONCLUSÕES

Conforme apresentado na pesquisa, o setor de construção civil possui alta necessidade de financiamento, indo desde o processo de aquisição do terreno, até a política de crédito ao consumidor final. Reis (2007, p. 46) já havia afirmado que a disponibilidade de financiamento de longo prazo, afeta tanto o poder de consumo, quanto a capacidade produtiva das incorporadoras, sendo fundamental para o crescimento do mercado imobiliário. Ressalta-se que entre 2004 e 2007, foi possível observar tanto a ampliação relevante de 421% do financiamento habitacional (segundo os dados apresentados pelo estudo *Brasil Sustentável* realizado pela Ernest & Yong (2008, p. 11), quanto a elevação expressiva de 742% do volume de recursos captado via oferta de ações (de acordo com os dados da Bm&fBovespa). Essa maior disponibilidade de recursos contribuiu positivamente com o desenvolvimento do mercado imobiliário no período.

No que tange ao financiamento em bolsa, vinte e uma companhias do setor de construção civil captaram através de emissão primária de ações, entre 2005 e 2007, o montante de R\$ 12,8 bilhões, o que representou 21% do total arrecadado no período através do processo de abertura de capital. Essas empresas expandiram rapidamente suas atividades pelo país, sendo que seis delas tiveram participação significativa no mercado da região metropolitana de Salvador.

Os gestores consideraram o momento oportuno do mercado como a principal razão para que as empresas pesquisadas realizassem a abertura de capital. Além disso, os dados permitem confirmar que o processo de capitalização através da bolsa de valores não teve como objetivo a adequação da estrutura de capital das companhias, o pagamento de suas dívidas ou mesmo a redução dos custos de financiamento. As empresas pesquisadas foram à bolsa aproveitar uma janela de oportunidade do mercado de capitais brasileiro, marcada pela elevada disponibilidade de recursos.

Assim, as evidências identificadas mostram-se aderentes aos argumentos de Choe, Masulis e Nanda (1993), segundo os quais as empresas abrem o seu capital visando, principalmente, aproveitar condições e oportunidades econômicas favoráveis, que possibilitam a ampliação do seu valor de mercado. Reforçam, por conseguinte, a abordagem consagrada sob a denominação de *Marketing Time*.

Por outro lado, os resultados encontrados não referendam a perspectiva de Myers (1984), estruturada sob os pressupostos do *Pecking Order*, que considera que as decisões relacionadas à estrutura de capital seguem uma hierarquia de fontes de financiamento, priorizando-se a retenção de lucros e estabelecendo que a abertura de capital deva ser evitada até que o endividamento alcance um patamar demasiadamente elevado. Não obstante, contrapondo-se a esta constatação, a pesquisa evidenciou também que as empresas locais, de menor porte, efetivamente priorizaram a utilização de lucros retidos como principal fonte de financiamento. Acredita-se que este comportamento distinto esteve associado ao perfil familiar de gestão das empresas locais, assim como ao seu menor porte, o que restringe o seu acesso ao mercado financeiro conforme já havia sido apresentado por Tavares (2008) que considera o tamanho da empresa um determinante do endividamento, pois as instituições financeiras tendem a limitar os empréstimos as empresas menores por classificarem como operações de maior risco.

Os dados apresentados na pesquisa confirmam o momento favorável vivenciado pelo mercado de capitais brasileiro entre 2004 e 2007. Nesse período, foram realizadas cento e vinte e quatro ofertas primárias de ações, a valorização do Ibovespa chegou a 187%, o volume de captação na Bmf&Bovespa atingiu o recorde anual de R\$ 36,2 bilhões e o investidor estrangeiro se fez presente no mercado brasileiro, representando 68% do valor levantado pelas empresas. Ressalta-se que a redução da taxa de juros e a criação das regras do “Novo Mercado” contribuíram para construção desse cenário positivo, tornando a bolsa uma fonte de financiamento atrativa para as companhias.

Constatou-se ainda que a abertura de capital pelas grandes construtoras e incorporadoras do sudeste do país possibilitou-lhes um perfil de endividamento distinto das empresas locais e, sobretudo, uma maior disponibilidade de recursos financeiros. Parte desses recursos veio da ampliação do capital de terceiros, principalmente através da venda de debêntures que aumentaram sua participação no passivo das companhias de 8% em 2006 para 25% em 2012.

Destaca-se que essa maior disponibilidade financeira foi utilizada, prioritariamente, para financiar o projeto de expansão das empresas, o qual se consolidou mediante o ingresso em novos mercados, a compra de concorrentes e a aquisição de terrenos, levando estas companhias a um crescimento expressivo de sua receita líquida, em torno de 770% entre 2006 e 2012, reforçando as constatações anteriores de Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007) que

consideram a abertura de capital como alternativa de financiamento bancário que visa promover a modernização das atividades e o crescimento empresarial.

Por conseguinte, as grandes construtoras e incorporadoras do sudeste do país rapidamente ingressaram e ampliaram seu *market-share* no mercado imobiliário baiano, no qual passaram a beneficiar-se de sua maior disponibilidade de recursos. Esta constatação reforça os argumentos de D’Aveni (1995), para quem uma maior disponibilidade financeira constitui um importante requisito para a prevalência em ambientes competitivos.

Dentre os principais impactos sobre as condições de competitividade do setor na Região Metropolitana de Salvador, observou-se o aumento da demanda por terrenos urbanos e sua conseguinte elevação de preços, proporcionando inclusive uma alteração substancial na forma de comercialização desse importante recurso, que deixou de ser permutado por futuras unidades habitacionais, e passou a ser adquirido mediante pagamento à vista. Também foi constatada a implantação de um novo padrão de construção imobiliária, com novos atributos de diferenciação, em que os prédios residenciais comuns perderam espaço para os “condomínios clubes”, que apresentam novos equipamentos acessórios e opções de lazer, exigindo ampliação dos montantes investidos, e proporcionando a elevação dos correspondentes valores gerais de vendas.

Em consequência, alterou-se a estrutura de financiamento de cada empreendimento, levando a que o percentual do valor total da venda de cada imóvel, recebido pela incorporadora durante o período de construção (até o momento de “entrega das chaves”), decrescesse de um patamar de 60% para em torno de 30%, aproximadamente a metade. Isto conferiu à disponibilidade de capital uma relevância maior como fonte de vantagem competitiva no setor. Reafirma-se, portanto, o tradicional argumento de Porter (1986), para quem a superação de barreiras à entrada por novos agentes econômicos e o fortalecimento do poder de barganha de fornecedores transformam substancialmente as condições de competitividade em um setor econômico.

Essas mudanças dificultaram a situação das empresas locais, que sentiram a elevação do custo de construção e a ampliação da necessidade de caixa, para confecção de produtos que atendessem à necessidade do mercado. A forma de atuação das companhias de capital aberto, assim, tornou o ambiente favorável às empresas mais capitalizadas e restringiu a participação

dos concorrentes menores. Essa constatação reforça os argumentos de D'Aveni (1995) que já havia ressaltado a importância de se utilizar a maior capacidade financeira para desenvolver vantagens competitivas na disputa com a concorrência.

Em resposta à nova estrutura competitiva do setor, as construtoras e incorporadoras locais priorizaram a celebração de alianças estratégicas (67% das empresas baianas pesquisadas declararam ter realizado algum tipo de aliança) e elevaram os critérios de aprovação e atributos de diferenciação de seus novos lançamentos. A pesquisa deixou evidente, que estas alianças visaram basicamente à preservação ou obtenção de vantagens competitivas decorrentes da ampliação de sua capacidade financeira, assim como do necessário aperfeiçoamento de seus processos produtivos, com vistas à oferta de produtos com nível de qualidade compatível com os novos padrões de mercado, visando o enfrentamento às mais adversas condições de competitividade do setor.

Estes resultados reforçam novamente a perspectiva de D'Aveni (1995), para quem as alianças estratégicas constituem uma alternativa eficaz para que empresas menores possam neutralizar as vantagens competitivas de empresas com maior disponibilidade financeira. E corroboram os argumentos de Yoshino e Rangan (1996), que destacavam o importante papel desempenhado pelas alianças estratégicas na promoção de melhorias em produtos e processos. Reafirma-se ainda a constatação anterior de Buck (2013) no sentido de que a formação de alianças com empresas concorrentes configurou uma das práticas do setor de construção civil baiano para reagir ao aumento da competitividade.

Dentre as dificuldades e limitações para execução desta pesquisa, ressalta-se que as empresas locais não disponibilizaram seus balanços e demonstrativos de resultados, dificultando uma avaliação mais detalhada de suas estruturas de financiamento. Quanto às condições de competitividade, vale lembrar que o histórico e as peculiaridades do mercado baiano definem o modelo de competição local, não podendo as constatações alcançadas nesta pesquisa serem extrapoladas para outras regiões.

Para uma visão mais ampla deste processo, futuras pesquisas poderão alcançar um número maior de empresas, inclusive com atuação em outras regiões do país, assim como, eventualmente, analisar os relatórios financeiros das empresas de capital fechado, de modo a melhor mapear e interpretar as definições relacionadas à estrutura de capital dessas empresas.

REFERÊNCIAS

ACKOFF, Russel. **Planejamento Empresarial**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1983.

ADEMI- BA - ASSOCIAÇÃO DE DIRIGENTES DE EMPRESAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO DA BAHIA. **Pesquisa Imobiliária 2013**: relatório anual. Salvador, 2013.

ALMEIDA, Marinho I. R.; ALMEIDA Francisco R. **Estudo de caso de um empreendimento imobiliário, analisando diferentes estratégias e suas consequências no resultado**. São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/3semead/pdf/Adm_Geral/Art064.PDF>. Acesso em: 15 abr. 2013.

ANDREWS, Kenneth R.; **The concept of corporate strategy**. Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois. 1971. Cap. 2. p. 23-53.

ANSOFF, Igor. **Estratégia empresarial**. São Paulo: McGraw Hill do Brasil Ltda, 1977.

ARAÚJO, Elisson A. T.; CAMARGOS, Marcos A. de. **A. Teoria de investimento de modigliani e miller até os dias atuais: síntese teórica e evidências empíricas**. 2011. Disponível em:

<<http://www.ead.fea.usp.br/semead/14semead/resultado/trabalhosPDF/37.pdf>>. Acesso em: 1 fev. 2013.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Curso de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

AVELAR, Ana Cristina Barbosa de Souza. **Alianças estratégicas: o subsetor de edificações da indústria da construção civil na cidade de Salvador**. 2006. 182 f. Dissertação (Mestrado em Administração Estratégica) – Programa de pós Graduação, Universidade Salvador - UNIFACS, Salvador, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Histórico da taxa de juros no Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em: 5 jun. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Definições do sistema financeiro de habitação**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFH>>. Acesso em: 8 ago. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Resolução n. 1.980, de 20/04/93**. Aprova o regulamento que disciplina o direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e empréstimo (SBPE) e as operações de financiamento efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1993/pdf/res_1980_v1_O.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Resolução n. 3.259, de 28/01/05**. Altera o direcionamento dos recursos captados em depósito de poupança pelas entidades integradoras do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2005/pdf/res_3259_v1_o.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Resolução n. 3.280, de 29/04/05**. Altera o direcionamento dos recursos captados em depósito de poupança pelas entidades integradoras do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2005/pdf/res_3280_v2_L.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2013.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO SOCIAL - BNDES. **Evolução do desembolso do BNDES**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investido/res/Desempenho/>. Acesso em: 5 jun. 2012

BM&FBOVESPA. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil**, ed. 1, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2013.

BM&FBOVESPA. **Instituto Educacional, apostila PQO**, cap. 5, versão 2, jan. 2012. Disponível em: <http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2013.

BM&FBOVESPA, **O novo mercado**, mai. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2012.

BM&FBOVESPA, **O que são Segmentos de Listagens**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Ofertas Públicas de Distribuição de Ações**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 5 nov. 2013.

BOMFIM, Livia P. de M.; SANTOS, Carolina M.; PIMENTA JUNIOR, Tabajara. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista Administração**, São Paulo, v. 42, n. 4, dez. 2007. Disponível em: <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072007000400011&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 2 jun. 2012.

BUCK, Luciana B. Loureiro. **Mercado Imobiliário de Salvador: uma análise das alianças estratégicas como elemento potencializador do crescimento das empresas**, 2013. 123 f. Dissertação (Mestrado em Administração Estratégica) – Programa de Pós Graduação, Universidade Salvador - UNIFACS, Salvador, 2013.

CÂMERA DE VEREADORES DA CIDADE DE SALVADOR. **Lei 7400 de 20 de fevereiro de 2007**. Disponível em:

<<http://www.desenvolvimentourbano.salvador.ba.gov.br/images/PDF/PDDU/lei7400-08.pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

CARDOSO, Francisco F. **Estratégias empresariais e novas formas de racionalização da produção no setor de edificações no Brasil e na França**. Disponível em:

<http://www.pcc.usp.br/files/text/personal_files/francisco_cardoso/CardosoArtigo1SeconSindusCon-SP.pdf>. Acesso em: 1 ago. 2013

CARDIA, Patrícia G.; MALQUET, Gisele O.; AMBROZINI, Marcelo A. **Abertura de capital das empresas brasileiras: onde foram aplicados os recursos captados na bolsa? X Semead**, São Paulo, 2007. Disponível em:

<<http://www.ead.fea.usp.br/semead/10semead/sistema/resultado/trabalhosPDF/298.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2013

CAVALCANTI, Francisco; YOSHIO Jorge M. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

CAVALCANTI, Francisco; YOSHIO, Jorge M.; RUDGGE, L. Fernando. **Mercado de capitais: o que é e como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.

CASAROTTO FILHO, Nelson. PIRES, Luis Henrique. **Redes de pequenas e médias empresas e desenvolvimento local: estratégia para conquista da competitividade local com base na experiência italiana**. São Paulo: Atlas, 2001.

CHOE, Hyuk; MASULIS, Ronald W.; NANDA, Vikram
Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence. **Journal of Empirical finance**. 1993. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=903156>. Acesso em: 5 maio. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Disponível em:

<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 5 dez. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 5 dez. 2013.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI. **Sondagem especial Construção Civil**, 2011. Disponível em:

<<http://www.cni.org.br/portal/data/files/00/FF8080812F556227012F9D294C4C09BC/Sondagem%20Especial%20Const%20Civil%20falta%20de%20trabalhador%20qualificado%20abr%202011.pdf>>. Acesso em: 07 de fevereiro de 2014.

COSTA, Amaral da M. **Contabilidade da construção civil e atividade imobiliária**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

D`AVENI, Richard A. **Hipercompetição: estratégias para dominar a dinâmica do mercado**. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

D`AVENI, Richard A. **Strikes back**: contrarevolutionary strategies for industry leaders, 2002.. Disponível em: <<http://hbr.org/2002/11/the-empire-strikes-back-counterrevolutionary-strategies-for-industry-leaders/ar/1>>. Acesso em: 13 de mar. 2013.

DURAND, David. **Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement**, 1952. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>. Acesso em: 20 de abr de 2013.

EID JUNIOR, Willian. **Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras**. **RAE**, São Paulo, 1996. Disponível em:<http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75901996000400006.pdf>. Acesso em: 20 de abr. de 2013.

ERNST & YOUNG, **Brasil Sustentável: potencialidade do mercado habitacional**, 2008. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/wp-content/uploads/2012/05/estudo_ernst_young.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2013.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B de C; SILVEIRA, Alexandre Di M. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a partir de dados Norte-Americanos e Latino-Americanos, **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 8, n. 2, 2001.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Teoria da Estrutura de Capital – As discussões Persistem, **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART04.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2012.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GHOSHAL, Sumantra ; TANURE, Betania. **Estratégia e gestão empresarial: construindo empresas brasileiras de sucesso**. 9. reimp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Classificação Nacional de Atividades Econômicas. Versão 2.0**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/classificacoes/cnae2.0/cnae2.0.pdf>>. Acesso em: 5 ago. 2013.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Censo 2010**. Disponível em: <<http://censo2010.ibge.gov.br/noticias-censo?busca=1&id=3&idnoticia=1866&view=noticia>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

INSTITUTO MCKINSEY, **Produtividade no Brasil: a chave do desenvolvimento acelerado**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

ISATTO, Eduardo Luís et al. **Lean Construction: diretrizes e ferramentas para o controle de perdas na construção civil**. Porto Alegre: SEBRAE, 2000.

KIMURA, Herbert. **Fatores determinantes da estrutura de capital**, mar. 2006. Disponível em: <ftp://ftp.usjt.br/pub/revint/17_44.pdf>. Acesso em: 13 jun. 2013.

LOIOLA, E.; QUINTELLA, R.; CARVALHO, F. A Competitividade da Indústria Baiana da Construção Civil e a Administração de seus Recursos Humanos. In: ENCONTRO ANUAL, 23., 1999, Foz do Iguaçu. **Anais ...**, Foz do Iguaçu, 1999, p. 1-15.

LORANGE, Peter ; ROOS, Johan. **Alianças estratégicas, formação, implementação e evolução**. São Paulo: Atlas, 1996.

MERCÊS, V. S. Mônica. **Posicionamento Estratégico das empresas de construção civil em Pernambuco/ Brasil: nos anos 2007 e 2008, diante da volta dos financiamentos bancários de longo prazo e do aumento da concorrência de grandes empresas**. 2009. 114f. Dissertação (Mestrado em Gestão de Empresas)- Departamento de Ciência de Gestão, ISTCE Business School, Pernambuco, 2009.

MILLER, Merton. H. Debt and Taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, may 1977.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **O futuro da indústria da construção civil: construção habitacional**. Disponível em:<http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1223488227.pdf> Acesso em: 10 abr. 2013.

MINTZBERG, Henry. **Ascensão e queda do planejamento estratégico**. Porto Alegre: Bookman, 2008.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **The American Economic Review**, v.58, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, p. 433-443, jun. 1963.

MONTEIRO FILHA, C. Dulce; COSTA, R. Ana Cristina; ROCHA R. P. Érico. **Perspectivas e desafios para inovar na construção civil**. BNDES, 2010. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Construcao_Civil/201003_10.html>. Acesso em: 6 ago. 2013.

MONTEIRO FILHA, C. Dulce et al. **Construção civil no Brasil: investimentos e desafios**. BNDES, 2013. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/liv_perspectivas/09_Perspectivas_do_Investimento_2010_13_CONSTRUCAO_CIVIL.pdf>. Acesso em: 14 set. 2013.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, Maldem, MA, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul. 1984.

NALEBUFF, Barry J. ; BRANDENBURGER, Adam M. **Co-opetição**: 1. um conceito revolucionário que combina competição com cooperação, 2 a estratégia da teoria do jogo que está mudando o jogo dos negócios. Rio de Janeiro: Rocco, 1996.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 2007.

PORTAL IG. **Relação crédito PIB no Mundo**. Disponível em: <<http://colunistas.ig.com.br/poder-economico/tag/pib/>>. Acesso em: 11 jun. 2013.

PORTER, Michael. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise da indústria e da concorrência. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 4591 de 16 de dezembro de 1964**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4591.htm>. Acesso em: 5 ago. 2013.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei no. 6385, de 07 de dezembro de 1976**. Disponível em: <www.bcb.org.br>. Acesso em: 13 jun. 2013.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei no. 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 13 jun. 2013.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 9.514 de 20 de novembro de 1997**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm>. Acesso em: 10 ago. 2013.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>. Acesso em: 15 agosto. 2013.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 10.931 de 2 de agosto de 2004**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm>. Acesso em: 15 de ago. 2013.

QUINTELLA, Rogério Hermida; LOIOLA, Elizabeth. **Diagnóstico competitivo da indústria da construção civil**. Salvador: Sinduscon-Ba; FIEB-IEL; Secretaria da Indústria, Comércio e Mineração; Governo da Bahia, 1998.

REIS, Luiz Fernando de Carvalho. **A internacionalização do mercado imobiliário de Salvador e Região Metropolitana**. 2007. 104 f. Dissertação (Mestrado em Administração Estratégica) – Programa de Pós Graduação, Universidade Salvador, Bahia, 2007.

GOLDBERG, Simone, Estrutura sólida, oportunidades para toda a cadeia produtiva. **Revista Valor Setorial**, nov. 2010. Disponível em: <<http://www.revistavalor.com.br/home.aspx?pub=57&edicao=1>> Acesso em: 10 de jun. 2013.

RIBEIRO, Luiz C. de Queiroz. **Dos cortiços aos condomínios fechados: as formas de produção da moradia na cidade do Rio de Janeiro.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1997.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira Corporate Finance.** São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JORDAN, D. Bradford. **Princípios de Administração Financeira: essentials of corporate finance.** São Paulo: Atlas, 1998.

SOUZA, A. T. Bolsa de Valores como fonte de financiamento. **Revista FAE Business**, Rio de Janeiro, n. 6, ago. 2003.

SOUZA, Roberto de. **Sistema de Gestão para empresas de incorporação imobiliária.** São Paulo: O Nome da Rosa, 2004.

STEFFEN, Helen C. ; ZANINI Francisco A. M. Initial Public Offerings in Brazil: the Perceptions of Financial Executives. **Revista de contabilidade e Finanças USP**, v. 23, n. 59 maio-ago, 2012.

YOSHINO Y. Michael, RANGAN, Srinivasa U. **Alianças estratégicas: uma abordagem empresarial a globalização.** São Paulo: Makron Books, 1996.

TAVARES, Rosana. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil incorporadoras de empreendimentos imobiliários: um estudo de caso comparativo**, 2008. 160 f. Dissertação (Doutorado em Administração) – Departamento de Administração, Programa de Pós Graduação. Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2008.

TEIXEIRA, Bruno R.; PRADO, Mateus F.; RIBEIRO, Kárem C. de Souza. **Um estudo da Teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais.** São Paulo: Facef Pesquisa, 2011.

VOLUME de IPOs no mundo soma US\$ 255 bilhões e bate recorde: Brasil é terceiro país mais ativo. **Valoronline.** Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2007/12/17/ult1913u80752.jhtm>>. Acesso em: 8 out. 2013.

ZEGARRA, L. V. Sofia; VIVANCOS, G. Adriano; CARDOSO, F. Francisco. **Papel da força de engenharia e projetos das empresas construtoras e integração entre cadeias de valores.** Disponível em: <http://www.pcc.usp.br/files/text/personal_files/francisco_cardoso/sibrageqvillagarciavivancoscardoso.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2013.

APÊNDICE A - Questionário de entrevista realizado com os dirigentes das entidades de classe do setor imobiliário

Questionário de Entrevista com os dirigentes das entidades de classe do setor imobiliário.

Data:	Hora Início:	Hora Término:
-------	--------------	---------------

1- Identificação da Instituição

Instituição	
Entrevistado	
E-mail	
Cargo	
Formação	

2- Qual a quantidade de empresas de construção civil imobiliária associada a essa instituição?

INCORPORADORAS

- () Até 50
 () Entre 51 e 100
 () Acima de 100
 () Valor Exato _____

CONSTRUTORAS

- () Até 50
 () Entre 51 e 100
 () Acima de 100
 () Valor Exato _____

3- Qual a quantidade de lançamentos promovidos pelas associadas nos últimos anos, em Salvador e Região Metropolitana?

2005:	2006:	2007:	2008:
2009:	2010:	2011:	2012:

4- Essa oferta de lançamentos atende a demanda por imóveis na capital baiana?

- () Sim
 () Não

Caso negativo, responder as questões 4.1 e 4.2:

4.1 - Qual o volume médio de lançamentos estimado para atender a demanda da região metropolitana de Salvador? _____

4.2 - Qual o segmento de renda familiar apresenta maior carência por novos imóveis?

- Classe A
- Classe B
- Classe C
- Classe D

5- Qual o déficit habitacional existente na Região Metropolitana de Salvador?

CONDIÇÕES SETORIAIS DE COMPETITIVIDADE

6- Na sua percepção, qual o grau de rivalidade entre as empresas concorrentes de edificações em Salvador e Região Metropolitana?

- Muito alto
- Alto
- Baixo
- Inexistente

7- Qual a importância da marca da construtora/ incorporadora na decisão do cliente no momento da compra do imóvel?

- Muito alta
- Alta
- Baixa
- Nenhuma

8- Na questão a seguir, enumere por ordem de prioridade, os cinco elementos mais relevantes na diferenciação do produto (apartamentos – unidades habitacionais) que contribuem para elevação do preço ao consumidor final. Atribua valor para apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Localização
- Projeto
- Marca da construtora
- Pontualidade na entrega

- Qualidade da edificação
- Forma de pagamento
- Credibilidade da empresa
- Flexibilidade para efetuar mudanças durante a construção
- Inovações Tecnológicas
- Acessórios (piscina, quadra, área *gourmet*, etc.)
- Outros _____

9- Enumere por ordem de importância os cinco segmentos de fornecedores a seguir, que possuem maior importância para a atividade da empresa: Atribua valor para apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Cimento
- Aço
- Concreto
- Terreno
- Elevadores
- Material Elétrico
- Material hidráulico
- Vidro
- Tintas
- Revestimentos
- Blocos
- Outros

10- Qual o grau de influência das empresas de construção civil sobre o preço dos produtos vendidos pelos fornecedores marcados?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

11- Qual o grau de influência dos clientes finais sobre o preço dos produtos (apartamentos – unidades habitacionais) vendidos?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

12- Qual o grau de influência da disputa por preço estabelecida pelos concorrentes nesse mercado?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

13- De acordo com sua percepção, marque os itens que mais interferem na rentabilidade das empresas do setor. Marque apenas 5 itens, atribuindo o número 1 para o item de maior relevância e o 5 de menor.

- Quantidade de empresas concorrentes
- Crescimento lento do mercado
- Alta disponibilidade financeira dos concorrentes
- Pressão por parte dos fornecedores para reajuste dos preços
- Pequeno número de fornecedores de suprimentos essenciais para construção
- O Preço dos terrenos
- Poder de negociação dos clientes
- Nível de informação dos clientes sobre as condições da oferta
- Aumento do crédito ao consumidor final
- Presença de concorrentes provenientes de outros estados
- A facilidade da entrada de novos concorrentes no setor
- Ausência de diferenciação do produto
- O aumento da prática de auto construção
- O preço dos imóveis usados
- A oferta de imóveis para aluguel
- Formação de alianças estratégicas

14- Qual o grau de influência das variáveis ambientais, apresentadas no quadro abaixo, na competitividade do setor de construção civil?

Variável	Não Interfere	Pouca Interferência	Forte Interferência	É determinante
Juros				
PDDU/ LOUS				
Disponibilidade de recursos para financiamento da atividade produtiva				
Disponibilidade de financiamento ao consumidor final				
Taxa de Inflação				
Licenças ambientais				
Registro da incorporação				
Cenário Político				

Fonte: Adaptado Buck (2012)

APÊNDICE A – SEGUNDA PARTE - Impactos sobre a competitividade

1- Qual é a sua avaliação sobre o recente processo de abertura de capital pelas empresas de construção civil?

- () Muito positivo
- () Positivo
- () Negativo
- () Muito Negativo

2- Na sua percepção, ocorreram mudanças no mercado imobiliário com a chegada das empresas de capital aberto em Salvador e Região Metropolitana?

- () Sim, sendo que as mesmas tiveram alto impacto na competitividade.
- () Sim, mas o impacto na competitividade foi baixo.
- () Não, as mudanças foram irrelevantes.
- () Não aconteceram mudanças.

Caso a resposta tenha sido positiva, quais as principais mudanças geradas com a chegada das empresas de capital aberto. Marque apenas 5 itens, atribuindo o número 1 para o item de maior relevância e o 5 de menor.

- () Aumento do valor do terreno
- () Aumento do custo da mão de obra
- () Alterações na forma de construção
- () Alterações no produto (novo conceito de moradia, condomínio clube)

- Redução do valor recebido entre o lançamento e o início da construção, ampliando a necessidade de investimento
- Ampliação da capacidade produtiva
- Formalização das alianças estratégicas
- Aumento do nível de informação por parte dos consumidores
- Outros _____

3- As empresas locais perderam espaço no mercado com a vinda das empresas de capital aberto?

- sim
- não

4- Quais das ações a seguir foram adotados pelas empresas locais (bairros) para lidar com a presença de novos concorrentes? Marque por ordem de prioridade as ações mais relevantes. Sendo 1 a mais importante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os campos.

- Redução dos preços
- Redução de custos
- Formação de alianças estratégicas
- Aumento da publicidade
- Lançamento de produtos mais atrativos
- Ampliação da garantia
- Promoções de venda
- Utilização de novas tecnologias de construção
- Outros _____

5- Aconteceram mudanças no processo de produção e na forma de comercialização das unidades habitacionais após a presença das empresas de capital aberto em Salvador?

- sim
- não

Caso positivo, quais as principais mudanças? (marque na ordem de relevância, sendo 1 o mais relevante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os campos)

Maior comprometimento do capital de giro com a redução do valor recebido até o início das obras

- Maior diversificação de produtos
- Maior eficiência na obra, com entrega em menor tempo
- Busca por técnicas mais eficientes de produção
- Elevação significativa do Valor Geral de Vendas com a construção de grandes condomínios.
- Outros_____

APÊNDICE B - Questionário realizado com os representantes (presidentes diretores, gerentes e responsáveis pela área de Relação com Investidores) das empresas de construção civil que abriram o capital entre 2005 e 2007 e estenderam suas atividades para a capital baiana

Questionário que será realizado com os representantes (presidentes diretores, gerentes e responsáveis pela área de Relação com Investidores) das empresas de construção civil que abriram o capital entre 2005 e 2007 e estenderam suas atividades para a capital baiana.

Data:	Hora Início:	Hora Término:
-------	--------------	---------------

IDENTIFICAÇÃO DA INSTITUIÇÃO

Empresa	
Cidade de origem	
Entrevistado	
E-mail	
Cargo	
Formação	

1- Estrutura Jurídica

- () Ltda
 () S/A de Capital Fechado
 () S/A de Capital Aberto
 () Outras

2- Realiza as atividades de Incorporação e Construção?

- () Sim
 () Não

Caso negativo, qual empresa realiza a atividade de construção? _____

3- Faturamento anual

- () Menor ou igual a R\$ 2,4 milhões
 () De R\$ 2,4 a R\$ 16 milhões

- De 16 milhões a R\$ 90 milhões
 - De R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões
 - Maior que R\$ 300 milhões
- 4- Além da Bahia, a empresa tem atuação em outros estados?
- Sim
 - Não
- Caso positivo, qual o percentual (%) de vendas fora da região metropolitana de Salvador?
- Igual ou menor que 10%,
 - entre 10% e 30%
 - de 30% a 50%
 - acima de 50%
- 5- Qual o valor médio do m² das unidades comercializadas
- Igual ou inferior a R\$ 3.000
 - De R\$ 3.000 a R\$ 4.500
 - De R\$ 4.500 a R\$ 7.000
 - Acima de R\$ 7.000
- 6- Quais segmentos de atuação da empresa? Pode marcar mais de uma opção.
- Residencial
 - Comercial
 - Público
 - Outros. Quais? _____

MODELO DE GESTÃO

- 7- Estrutura de Gestão
- Colegiado entre os sócios
 - Tem um sócio majoritário que determina as diretrizes
 - Existe um Conselho de Administração
 - Outros . Quais? _____
- 8- Qual o grau de escolaridade dos principais gestores (líderes) da empresa?
- Técnico
 - Segundo Grau

- Terceiro Grau
- Pós Graduação

9- Qual a formação acadêmica predominante entre os gestores?

- Engenharia
- Administração
- Outros. Qual? _____

10- Entre as alternativas a seguir qual melhor se aproxima da realidade da empresa. Marque apenas uma opção.

- A empresa elabora um planejamento escrito e formal, definindo as ações de médio longo prazo, controlando seus resultados (essa documentação serve de guia para toda a empresa)
- A diretoria define a estratégia (não produz documentação escrita), mas estas definições servem de guia para o desenvolvimento do negócio.
- O planejamento é informal e realizado de acordo com a necessidade dos projetos e as necessidade que vão aparecendo.
- Não existe a prática de planejamento as decisões são tomadas de acordo com as demandas do mercado.

11- De que forma a empresa monitora os concorrentes e as condições do mercado: Enumere as questões por ordem de prioridade, sendo 1 o item mais importante. Só é necessário marcar os itens utilizados.

- Jornais e noticiários especializados
- Dados disponibilizados pelas entidades do setor
- Observando as ações dos concorrentes
- Avaliando o comportamento dos líderes de mercado (benchmarking)
- Não existe nenhum sistema de monitoramento
- Outros. Quais? _____

Caso exista algum sistema de monitoramento, responda a questão 12.

12- Essas informações são tabuladas e compartilhadas com os diversos setores da empresa contribuindo com o processo de gestão?

- Sim

Não

13- A empresa trabalha com indicadores e metas de desempenho?

Sim

Não

Caso positivo, quais os principais indicadores? Marque no máximo duas opções.

Vendas

Rentabilidade

Custos

Lucros

Outros. Quais? _____

Os indicadores estão acessíveis e são de amplo conhecimento dos funcionários?

sim

não

FONTES DE RECURSOS UTILIZADAS

14- Das fontes de financiamento a seguir, marque aquelas que são utilizadas pela empresa?

Devem ser marcadas todas as fontes efetivamente utilizadas na estrutura de capital da empresa.

Recursos Próprios

Lucros Retidos

Abertura de Capital (venda de ações em bolsa)

Financiamento Bancário

Recursos do BNDES

Debentures

Antecipação de vendas

Outros. Qual? _____

CONDIÇÕES SETORIAIS DE COMPETITIVIDADE

- 15- Na sua percepção, qual o grau de rivalidade entre as empresas concorrentes de edificações em Salvador e Região Metropolitana?
- Muito alto
 - Alto
 - Baixo
 - Inexistente
- 16- Qual a importância da marca da construtora/incorporadora na decisão do cliente no momento da compra do imóvel?
- Muito alta
 - Alta
 - Baixa
 - Nenhuma
- 17- Na questão a seguir, enumere por ordem de prioridade, os cinco elementos mais relevantes na diferenciação do produto (apartamentos – unidades habitacionais) que contribuem para elevação do preço ao consumidor final. Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.
- Localização
 - Projeto
 - Marca da construtora
 - Pontualidade na entrega
 - Qualidade da edificação
 - Forma de pagamento
 - Credibilidade da empresa
 - Flexibilidade para efetuar mudanças durante a construção
 - Inovações Tecnológicas
 - Acessórios (piscina, quadra, área *gourmet*, etc.)
 - Outros _____

18- Enumere por ordem de importância os cinco segmentos de fornecedores a seguir, que possuem maior importância para a atividade da empresa: Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Cimento
- Aço
- Concreto
- Terreno
- Elevadores
- Material Elétrico
- Material hidráulico
- Vidro
- Tintas
- Revestimentos
- Blocos
- Outros

19- Qual o grau de influência das empresas de construção civil sobre o preço dos produtos vendidos pelos fornecedores marcados?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

20- Qual o grau de influência dos clientes finais sobre o preço dos produtos (apartamentos – unidades habitacionais) vendidos?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

21- Qual a influência da política de preços estabelecida pelos concorrentes sobre o preço de venda dos produtos da empresa?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

22- De acordo com sua percepção, marque os itens que mais interferem na rentabilidade da sua empresa. Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Quantidade de empresas concorrentes
- Crescimento lento do mercado
- Alta disponibilidade financeira dos concorrentes
- Pressão por parte dos fornecedores para reajuste dos preços
- Pequeno número de fornecedores de suprimentos essenciais para construção
- O Preço dos terrenos
- Poder de negociação dos clientes
- Nível de informação dos clientes sobre as condições da oferta
- Aumento do crédito ao consumidor final
- Presença de concorrentes provenientes de outros estados
- A facilidade da entrada de novos concorrentes no setor
- Ausência de diferenciação do produto
- O aumento da prática de auto construção
- O preço dos imóveis usados
- O oferta de imóveis para aluguel
- Formação de alianças estratégicas

23- Qual o grau de influência das variáveis macro ambientais na competitividade do setor de construção civil?

Variável	Não Interfere	Pouca Interferência	Forte Interferência	É determinante
Juros				
PDDU/ LOUS				
Disponibilidade de recursos para financiamento da atividade produtiva				
Disponibilidade de financiamento ao consumidor final				
Taxa de Inflação				
Licenças ambientais				
Registro da incorporação				
Cenário Político				

Fonte: Adaptado Buck (2012)

APÊNDICE B – SEGUNDA PARTE – Fatores que levaram a abertura de capital

1 – Enumere, por ordem de prioridade, os principais fatores que levaram a empresa ao processo de abertura de capital. O item de maior prioridade é o número 1 e assim sucessivamente. Só é necessário marcar os itens que tiveram relevância para a tomada de decisão da empresa.

- () A busca pelo crescimento empresarial
- () A ampliação da capacidade produtiva
- () O aumento da disponibilidade financeira
- () A redução da participação dos sócios
- () A melhor adequação da estrutura de capital
- () A redução das dívidas
- () A melhora na Imagem Organizacional
- () O baixo custo de captação dos recursos
- () O Momento do mercado
- () A atitude inicial das outras empresas
- () Outros. Quais? _____

2 – Os recursos provenientes da abertura de capital foram utilizados com quais finalidades?

Marque somente os itens que influenciaram a decisão.

- Redução de dívidas
- Compra de terrenos
- Investimentos financeiros
- Expansão das atividades para novos mercados
- Aquisição de novas máquinas e equipamentos
- Outros. Quais? _____

3 – A empresa ampliou significativamente a oferta de produtos ao mercado com o aumento da disponibilidade financeira, após a abertura de capital?

- Sim Não

Caso positivo, qual a influência da abertura de capital nesse crescimento?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Sem influência

4 – O processo de abertura de capital agregou valor à empresa?

- Sim
- Não

Caso positivo, enumere por ordem de prioridade, começando pelo número 1, os principais ganhos obtidos pela empresa após o processo de abertura. Só é necessário marcar os itens considerados relevantes.

- A maior facilidade para Aquisição de terrenos
- A utilização de novas tecnologias construtivas
- O aumento da barganha junto a fornecedores o que permitiu a redução do preço das matérias primas
- A maior credibilidade da marca junto ao consumidor final facilitando o processo de venda
- A facilidade de ampliar as atividades para novos mercados
- O acesso a novas fontes de financiamento, além da abertura de capital, a custo reduzido
- Outros. Quais? _____

APÊNDICE B – Terceira Parte - Descrever mecanismo de abertura

1- Para definir a estrutura de capital, a empresa segue os conceitos de alguma das teorias abaixo?

- Static trade-off* (Equilíbrio entre os benefícios e custos da dívida)
- Pecking order* (Hierarquia das fontes)
- Marketing time* (Janela de oportunidades)
- Não existe um padrão definido
- Existe um modelo próprio
- Outras _____

2- Quais fontes de financiamento abaixo são consideradas de menor custo para a empresa?

Liste somente as fontes utilizadas e considere 1 a de menor custo para a empresa e assim sucessivamente.

- Recursos dos sócios
- Financiamento Bancário
- Lucros Retidos
- Financiamento do BNDES
- Financiamento via consumidor final
- Abertura de Capital
- Outros _____

3- Enumere, por ordem de prioridade, as variáveis mais importantes na decisão pela fonte de financiamento de recursos. Liste de 1 a 4, sendo 1 a mais importante e 4 o menos relevante.

- Custo do financiamento
- Nível de endividamento da empresa
- Manutenção de um padrão de estrutura de capital
- Prioridade pela utilização de lucros retidos

4- Enumere, por ordem de prioridade, as fontes de financiamento mais utilizadas pela empresa. Só é necessário marcar as fontes realmente utilizadas, considere 1 a mais utilizada e assim sucessivamente.

- () Recursos dos sócios
- () Lucros Retidos
- () Antecipação de Vendas
- () Financiamento Bancários
- () Debêntures
- () Títulos de Crédito
- () Linhas do BNDES
- () Abertura de Capital
- () Outros

APÊNDICE B – QUARTA PARTE - Impactos sobre a competitividade

1- Qual é a sua avaliação sobre o recente processo de abertura de capital pelas empresas de construção civil?

- () Muito positivo
- () Positivo
- () Negativo
- () Muito Negativo

2- Na sua percepção, qual o impacto da chegada das empresas de capital aberto na competitividade do mercado imobiliário baiano?

- () Muito Alta
- () Alta
- () Baixa
- () Inexistente

3- Ocorreram mudanças no ambiente competitivo com a presença das empresas de capital aberto no mercado imobiliário baiano?

- () sim
- () não

Caso positivo, quais as principais mudanças? Liste de por ordem de prioridade, sendo 1 a mais relevante e assim sucessivamente.

- Aumento do valor do terreno
- Aumento do custo da mão de obra
- Alterações na forma de construção
- Alterações no produto (novo conceito de moradia, condomínio clube)
- Redução do valor recebido entre o lançamento e o início da construção, ampliando a necessidade de investimento
- Ampliação da capacidade produtiva
- Formalização das alianças estratégicas
- Aumento do nível de informação por parte dos consumidores
- Outros _____

4- As empresas locais perderam competitividade com a vinda das empresas de capital aberto?

- sim
- não

5- Quais das ações a seguir foram adotadas para facilitar a chegada da empresa no mercado baiano? Marque por ordem de prioridade as ações mais relevantes. Sendo 1 a mais importante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os campos.

- Redução dos preços
- Redução de custos
- Formação de alianças estratégicas
- Aumento da publicidade
- Lançamento de produtos mais atrativos
- Ampliação da garantia
- Promoções de venda
- Utilização de novas tecnologias de construção
- Outros. Quais? _____

6- As empresas de capital aberto trouxeram novos conceitos na formatação dos produtos e na forma de comercialização das unidades habitacionais?

() Sim

() Não

Caso positivo, quais as principais mudanças? Marque de 1 a 5 na ordem de relevância, sendo 1 o mais relevante.

() Maior comprometimento do capital de giro com a redução do valor recebido até o início das obras

() Maior diversificação de produtos

() Maior eficiência na obra, com entrega em menor tempo

() Busca por técnicas mais eficientes de produção

() Elevação significativa do Valor Geral de Vendas (VGV) com a construção de grandes condomínios.

() Outras. Quais? _____

**APÊNDICE C - Questionário de entrevista realizado com os representantes
(presidentes, diretores, gerente) das empresas de construção civil com atuação em
Salvador e Região Metropolitana**

Questionário de Entrevista que será realizado com os representantes (presidentes, diretores, gerente) das dez (10) maiores empresas de construção civil em número de lançamento segundo dados da ADEMI-BA.

Data:	Hora Início:	Hora Término:
-------	--------------	---------------

IDENTIFICAÇÃO DA INSTITUIÇÃO

Empresa	
Cidade de origem	
Entrevistado	
E-mail	
Cargo	
Formação	

1- Estrutura Jurídica

- () Ltda
 () S/A de Capital Fechado
 () S/A de Capital Aberto
 () Outras

2- Realiza as atividades de Construção e Incorporação?

- () Sim
 () Não

Caso negativo, qual empresa realiza a atividade de construção? _____

3- Faturamento anual

- () Menor ou igual a R\$ 2,4 milhões
 () De R\$ 2,4 a R\$ 16 milhões
 () De 16 milhões a R\$ 90 milhões
 () De R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões

- Maior que R\$ 300 milhões
- 4- Além da Bahia, a empresa tem atuação em outros estados?
- sim
- não
- Caso positivo, qual o percentual (%) de lançamentos fora da região metropolitana de Salvador?
- Igual ou menor que 10%,
- entre 10% e 30%
- de 30% a 50%
- acima de 50%
- 5- Qual o valor médio do m² das unidades comercializadas
- Igual ou inferior a R\$ 3.000
- De R\$ 3.000 a R\$ 4.500
- De R\$ 4.500 a R\$ 7.000
- acima de R\$ 7.000
- 6- Quais segmentos de atuação da empresa? Pode marcar mais de uma opção.
- Residencial
- Comercial
- Pública
- Outros. Quais? _____

MODELO DE GESTÃO

- 7- Estrutura de Gestão
- Colegiado entre os sócios
- Tem um sócio majoritário que determina as diretrizes
- Existe um conselho de Administração
- Outros _____
- 8- Qual o grau de escolaridade dos principais gestores (líderes) da empresa?
- Técnico
- Segundo Grau
- Terceiro Grau

- Pós Graduação
- 9- Qual a formação acadêmica predominante entre os gestores?
- Engenharia
- Administração
- Outros. Qual? _____
- 10- Entre as alternativas abaixo qual melhor se aproxima da realidade da empresa.
- A empresa elabora um planejamento escrito e formal, definindo as ações de médio longo prazo, controlando seus resultados (essa documentação serve de guia para toda a empresa)
- A diretoria define a estratégia (não produz documentação escrita), mas estas definições servem de guia para o desenvolvimento do negócio.
- O planejamento é informal e realizado de acordo com a necessidade dos projetos e as necessidade que vão aparecendo.
- Não existe a prática de planejamento as decisões são tomadas de acordo com as demandas do mercado.
- 11- De que forma a empresa monitora os concorrentes e as condições do mercado: Enumere as questões por ordem de prioridade, sendo 1 o item mais importante. Só é necessário marcar os itens utilizados.
- Jornais e noticiários especializados
- Dados disponibilizados pelas entidades do setor
- Observando as ações dos concorrentes
- Avaliando o comportamento dos líderes de mercado (benchmarking)
- Não existe nenhum sistema de monitoramento
- Outros. Quais? _____
- Caso exista algum sistema de monitoramento, responda a questão 12.
- 12- Essas informações são tabuladas e compartilhadas com os diversos setores da empresa contribuindo com o processo de gestão?
- Sim
- Não

13- A empresa trabalha com indicadores e metas de desempenho?

Sim

Não

Caso positivo, quais os principais indicadores? Marque no máximo duas opções.

Vendas

Rentabilidade

Custos

Lucros

Outros. Quais? _____

Os indicadores estão acessíveis e são de amplo conhecimento dos funcionários?

sim

não

FONTES DE RECURSOS UTILIZADAS

14- Das fontes de financiamento a seguir, marque aquelas que são utilizadas pela empresa?

Devem ser marcadas todas as fontes efetivamente utilizadas na estrutura de capital da empresa.

Recursos Próprios

Lucros Retidos

Abertura de Capital (venda de ações em bolsa)

Financiamento Bancário

Recursos do BNDES

Debentures

Antecipação de vendas

Outros. Qual? _____

CONDIÇÕES SETORIAIS DE COMPETITIVIDADE

15- Na sua percepção, qual o grau de rivalidade entre as empresas concorrentes de edificações em Salvador e Região Metropolitana?

- Muito alto
- Alto
- Baixo
- Inexistente

16- Qual a importância da marca da construtora/ incorporadora na decisão do cliente no momento da compra do imóvel?

- Muito alta
- Alta
- Baixa
- Nenhuma

17- Na questão a seguir, enumere por ordem de prioridade, os cinco elementos mais relevantes na diferenciação do produto (apartamentos – unidades habitacionais). Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Localização
- Projeto
- Marca da construtora
- Pontualidade na entrega
- Qualidade da edificação
- Forma de pagamento
- Credibilidade da empresa
- Flexibilidade para efetuar mudanças durante a construção
- Inovações Tecnológicas
- Acessórios (piscina, quadra, área *gourmet*, etc.)
- Outros _____

18- Enumere por ordem de importância os cinco segmentos de fornecedores a seguir, que possuem maior importância para a atividade da empresa: Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Cimento
- Aço
- Concreto
- Terreno
- Elevadores
- Material Elétrico
- Material hidráulico
- Vidro
- Tintas
- Revestimentos
- Blocos
- Outros

19- Qual o grau de influência das empresas de construção civil sobre o preço dos produtos vendidos pelos fornecedores marcados?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

20- Qual o grau de influência dos clientes finais sobre o preço dos produtos (apartamentos – unidades habitacionais) vendidos?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

21- Qual a influência da política de preços estabelecida pelos concorrentes sobre o preço de venda dos produtos da empresa?

- Muito Alta
- Alta
- Baixa
- Inexistente

22- De acordo com sua percepção, marque os itens que mais interferem na rentabilidade da sua empresa. Marque apenas 5 itens, sendo o item 1 de maior relevância e o 5 de menor.

- Quantidade de empresas concorrentes
- Crescimento lento do mercado
- Alta disponibilidade financeira dos concorrentes
- Pressão por parte dos fornecedores para reajuste dos preços
- Pequeno número de fornecedores de suprimentos essenciais para construção
- O Preço dos terrenos
- Poder de negociação dos clientes
- Nível de informação dos clientes sobre as condições da oferta
- Aumento/ Redução do crédito ao consumidor final
- Presença de concorrentes provenientes de outros estados
- A facilidade da entrada de novos concorrentes no setor
- Ausência de diferenciação do produto
- O aumento da prática de auto construção
- O preço dos imóveis usados
- O oferta de imóveis para aluguel
- Formação de alianças estratégicas

23- Qual o grau de influência das variáveis macro ambientais na competitividade do setor de construção civil?

Variável	Não Interfere	Pouca Interferência	Forte Interferência	É determinante
Juros				
PDDU				
Disponibilidade de recursos para financiamento da atividade produtiva				
Disponibilidade de financiamento ao consumidor final				
Taxa de Inflação				
Licenças ambientais				
Registro da incorporação				
Cenário Político				

Fonte: Adaptado Buck (2012)

APÊNDICE C – SEGUNDA PARTE – Fatores que não levaram a abertura

- 1- Para definir a estrutura de capital, a empresa segue os conceitos de alguma das teorias abaixo?
- () Static Trade-off (Equilíbrio entre os benefícios e custos da dívida)
 - () Pecking order (Hierarquia das fontes)
 - () Marketing Time (Janela de oportunidades)
 - () Não existe um padrão definido
 - () Existe um modelo próprio
 - () Outras _____

- 2- Quais fontes de financiamento abaixo são consideradas de menor custo para a empresa? Liste somente as fontes utilizadas e considere 1 a de menor custo para a empresa e assim sucessivamente.
- () Recursos dos sócios
 - () Financiamento Bancário
 - () Lucros Retidos
 - () Financiamento do BNDES
 - () Financiamento via consumidor final
 - () Abertura de Capital
 - () Outros _____
- 3- Enumere por ordem de prioridade as variáveis mais importantes na decisão pela fonte de financiamento de recursos. Considere 1 a mais importante e assim sucessivamente.
- () Custo do financiamento
 - () Nível de endividamento da empresa
 - () Manutenção de um padrão de estrutura de capital
 - () Prioridade pela utilização de lucros retidos
 - () Outros _____
- 4- Enumere por ordem de prioridade as fontes de financiamento mais utilizadas pela empresa. Só é necessário marcar as fontes realmente utilizadas, considere 1 a mais utilizada e assim sucessivamente.
- () Recursos dos sócios
 - () Lucros Retidos
 - () Antecipação de Vendas
 - () Financiamento Bancários
 - () Debêntures
 - () Linhas do BNDES
 - () Abertura de Capital
 - () Outros. Quais? _____

- 5- A empresa já tentou abrir o capital, ou tem interesse de realizar esse processo?
- sim
 - não
- 6- Por quais motivos a empresa não definiu pela abertura de capital? Marque por ordem de prioridade as ações mais relevantes. Sendo 1 a mais importante e assim sucessivamente. Só é necessário marcar as razões consideradas relevantes para a empresa não ter aberto o capital.
- Desconhecimento do mercado financeiro
 - Porte da empresa
 - Não foi procurado por nenhuma instituição financeira
 - Não tem interesse de trazer novos sócios para o negócio
 - Receio de perder o controle da empresa
 - Necessidade de crescer rapidamente
 - Perdeu a oportunidade
 - custo
 - existência de disponibilidade suficiente de recursos

APÊNDICE C – TERCEIRA PARTE - Impactos sobre a competitividade

- 1- Qual é a sua avaliação sobre o recente processo de abertura de capital pelas empresas de construção civil?
- Muito positivo
 - Positivo
 - Negativo
 - Muito Negativo
- 2- Na sua percepção, qual o impacto da chegada das empresas de capital aberto na competitividade do mercado imobiliário baiano?
- Muito Alta
 - Alta
 - Baixa
 - Inexistente

3- Ocorreram mudanças no ambiente competitivo com a presença das empresas de capital aberto no mercado imobiliário baiano?

() sim

() não

Caso positivo, quais as principais mudanças? Liste por ordem de prioridade, sendo 1 a mais relevante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os itens.

() Aumento do valor do terreno

() Aumento do custo da mão de obra

() Alterações na forma de construção

() Alterações no produto (novo conceito de moradia, condomínio clube)

() Redução do valor recebido entre o lançamento e o início da construção, ampliando a necessidade de investimento

() Ampliação da capacidade produtiva

() Formalização das alianças estratégicas

() Aumento do nível de informação por parte dos consumidores

() Outros _____

4- As empresas locais (bairanas) perderam competitividade com a vinda das empresas de capital aberto?

() sim

() não

5- Quais das ações a seguir foram adotadas pela empresa para lidar com a presença de novos concorrentes? Marque por ordem de prioridade as ações mais relevantes. Sendo 1 a mais importante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os campos.

() Redução dos preços

() Redução de custos

() Formação de alianças estratégicas

() Aumento da publicidade

() Lançamento de produtos mais atrativos

() Ampliação da garantia

() Promoções de venda

() Utilização de novas tecnologias de construção

() Outros _____

6- Aconteceram mudanças na concepção (processo produtivo) e na forma de comercialização dos produtos (unidade habitacionais) após a presença das empresas de capital aberto no mercado baiano?

() sim

() não

Caso positivo, quais as principais mudanças? Marque por ordem de prioridade as mudanças mais relevantes. Sendo 1 a mais importante e assim sucessivamente. Não é necessário marcar todos os campos.

() Maior comprometimento do capital de giro com a redução do valor recebido até o início das obras

() Maior diversificação de produtos

() Maior eficiência na obra, com entrega em menos tempo

() Busca por técnicas mais eficientes de produção

() Elevação significativa do Valor Geral de Vendas (VGV) com a construção de grandes condomínios.

() Outros _____