

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MONTES CLAROS - UNIMONTES

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – CCSA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO E ESTRATÉGIA EMPRESARIAL - PPGDEE**

LUCIANE ALKIMIM BATISTA DE SOUSA

**O EFEITO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO NA GESTÃO
FINANCEIRA DE UMA CONSTRUTORA
ESTUDO DE CASO DAS POLÍTICAS DE FINANCIAMENTO**

Montes Claros/MG

2019

LUCIANE ALKIMIM BATISTA DE SOUSA

**O EFEITO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO NA GESTÃO
FINANCEIRA DE UMA CONSTRUTORA**
ESTUDO DE CASO DAS POLÍTICAS DE FINANCIAMENTO

Dissertação apresentada no Curso de Mestrado Profissional em Desenvolvimento Econômico e Estratégia Empresarial (PPGDDE) da Universidade Estadual de Montes Claros para obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico e Estratégia Empresarial.

Área de concentração: Estratégia e Finanças Empresarial

Orientador: Prof. Msc. Igor Veloso Colares Batista

Montes Claros/MG

2019

Nome: SOUSA, Luciane Alkimim Batista

Título: O Efeito do Crédito Imobiliário Brasileiro na Gestão Financeira de uma Construtora:
Estudo de Caso das Políticas de Financiamento

Dissertação apresentada no Curso de Mestrado Profissional em Desenvolvimento Econômico e Estratégia Empresarial (PPGDDE) da Universidade Estadual de Montes Claros para obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico e Estratégia Empresarial.

Aprovada em: ___/___/___.

Banca Examinadora

Prof.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

AGRADECIMENTOS

O meu primeiro reconhecimento é para Ele: meu Senhor e meu Deus, pela fé e esperança. Esta vitória é um louvor ao Senhor! E para que esse sonho se tornasse possível, Deus contou com o apoio de pessoas especiais que foram meu amparo e impulso em cada momento.

Obrigada aos meus maiores tesouros: minha família! Meus pais pelo cuidado, incentivo e amor incondicional. Nunca me deixaram desistir dos meus sonhos e tudo que fiz e faço é para lhes proporcionar uma vida melhor. Aos meus irmãos e irmãzinha pela paciência, carinho e por me animarem quando os obstáculos pareciam muito grandes, acreditando mais que eu nesta vitória. Aos meus amados sobrinhos Gabriel, Guilherme, Izadora, Pedro e o pequeno Yan, luz e alegria em todos os momentos. À minha avó por todas as orações.

Aos meus tios, tias, primos e primas que sempre acreditaram em meu potencial e torceram pelo meu crescimento.

Às amigas e amigos que estão sempre disponíveis a ouvir-me, pelas palavras carinhosas e verdadeiras, pelo apoio em todos os momentos e por participarem desta jornada ao meu lado.

Aos meus colegas de trabalho e toda equipe Tecnopav pela compreensão em minhas ausências e incentivo.

Às parceiras, amigas e companheiras de oração, luta, choro e força: Emilly Rangel e Carolina M. Quintino!

Ao meu orientador Prof. Igor Colares pelo conhecimento compartilhado e apoio no desenvolvimento deste trabalho, mas principalmente por sua alegria, sua amizade, as palavras de incentivo, sempre generoso em suas colocações.

Ao Prof. Carlos Renato por acreditar em meu potencial e por ser um modelo de ensino em minha vida.

Aos Prof. Wagner Santiago, Felipe Fróes e Reginaldo Moraes pela paciência e por todas as dicas que me ajudaram a persistir nesta caminhada.

Aos proprietários e toda equipe da empresa foco deste estudo pela abertura e confiança no desenvolvimento deste trabalho!

A todos minha gratidão e meu amor!

“A maior recompensa para o trabalho do homem não é o que ele ganha com isso, mas o que ele se torna com isso”. (John Ruskin)

Dedico esta vitória à memória do meu avô Aniceto pelo seu exemplo de dedicação e amor ao trabalho!

RESUMO

SOUSA, Luciane Alkimim Batista de. **O Efeito do Crédito Imobiliário Brasileiro na Gestão Financeira de uma Construtora:** Estudo de Caso das Políticas de Financiamento. 71 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico e Estratégia Empresarial) – Universidade Estadual de Montes Claros, Montes Claros, 2019.

O Setor de Construção Civil no Brasil apresenta-se como um setor com grande capacidade de contribuição ao desenvolvimento econômico do país, por sua alta empregabilidade e movimentação financeira, sendo um dos setores de maior participação no PIB Nacional (FIRJAN, 2014). E, para o seu crescimento são importantes políticas de crédito que atendam as peculiaridades do setor que trabalha com um ciclo operacional de longo prazo e bens de alto valor. Por outro lado, não bastam políticas de financiamento externo eficazes sem uma adequada gestão financeira capaz de decidir a melhor estrutura de capital para o negócio, especialmente em períodos de recessão e instabilidade econômica comuns no Brasil. Diante deste cenário, este trabalho desenvolvido através de um estudo de caso, tem por objetivo analisar o efeito do crédito nas políticas de financiamento de uma construtora em Montes Claros-MG que enfrentou uma crise de liquidez paralisando suas atividades. Para o desenvolvimento do estudo foram mensurados e analisados indicadores de liquidez, rentabilidade, estrutura de capital, endividamento e EBITDA. Em seguida foi feito um comparativo dos seus resultados à empresas do mesmo setor e perfil semelhante de atuação, porém com capital aberto: Cyrela; Tenda; MRV; Direcional e Rossi Construtora. Verificou-se que nos períodos de 2014 e 2015 a empresa apresentou estabilidade e crescimento financeiro e operacional, com resultados semelhantes às demais empresas do setor. Nos períodos de 2016 e 2017, a Construtora analisada apresentou um desequilíbrio com alto endividamento modificando completamente sua estrutura de capital e tornando-se muito dependente de capital de terceiros. Já as demais empresas, apesar do período analisado ser caracterizado por crise econômica no país, mantiveram o seu equilíbrio financeiro mesmo com endividamento. Ao final da análise dos resultados, demonstrou-se que apesar de algumas dificuldades enfrentadas pela Construtora na liberação de crédito imobiliário contratado para investimento na construção, o seu grau de endividamento unido a um resultado operacional negativo foram o principal motivo do seu declínio financeiro. Infere-se assim que apesar da necessidade de disponibilidade de financiamentos para o setor, em um cenário com alta participação de capital de terceiros, a falta de gestão dos recursos captados pode gerar crises de liquidez e até mesmo a paralisação das atividades.

Palavras-chave: Políticas de Financiamento. Endividamento. Crédito Imobiliário. Gestão Financeira. Construção Civil.

ABSTRACT

SOUSA, Luciane Alkimim Baptist of. **The Effect of Brazilian Real Estate Credit on a Builder's Financial Management: Financing policy case study**. 71 f. Dissertation (Master in Economic Development and Business Strategy) - Montes Claros State University, Montes Claros, 2019.

The Civil Construction Sector in Brazil presents itself as a sector with high capacity to contribute to the country's economic development, due to its high employability and financial movement, being one of the sectors with the largest participation in the National GDP (FIRJAN, 2014). And, for its growth, the credit policies that fulfill the peculiarities of the sector that works with a long-term operating cycle and high value goods are important. On the other hand, effective external financing policies are not enough without adequate financial management capable of deciding the best capital structure for the business, especially in periods of recession and economic instability, which is common in Brazil. Due this scenario, this research was developed through a case study, and it aims to analyze the effect of credit on financing policies of a construction company in Montes Claros-MG that faced a liquidity crisis paralyzing its activities. To develop the research, indicators of liquidity, profitability, capital structure, indebtedness and EBITDA were measured and analyzed. Then a comparison of its results was performed to companies at the same sector and similar profile, but publicly traded: Cyrela; Tent; MRV; Directional and Rossi Construction Company. In 2014 and 2015, the company presented stability and financial and operational growth, with results similar to other companies in the sector. In 2016 and 2017, the analyzed construction company presented a high debt imbalance completely changing its capital structure and, and with that it became very dependent on third party capital. The other companies, although the period analyzed was characterized by economic crisis in the country, maintained their financial balance even with indebtedness. At the end of the analysis of the results, it was shown that despite some difficulties faced by Construtora in the release of mortgages contracted for investment in construction, their indebtedness coupled with a negative operating result were the main reason for their financial decline. It follows that despite the need for the availability of financing for the sector, in a scenario with high participation of third parties capital, the lack of management of the raised funds can generate liquidity crises and even the paralysis of activities.

Keywords: Financing Policies. Indebtedness. Real Estate Credit. Financial management. Construction.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Intermediação Financeira Direta -----	30
Figura 2 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional-----	31
Figura 3 - Crédito Imobiliário/PIB - países selecionados-----	33
Figura 4 - Financiamento Habitacional por Unidades Financiadas-----	42
Figura 5 - Financiamento Habitacional por Valor Financiado-----	42
Figura 6 - Participação Percentual por subsetor de atividades-----	44
Figura 7 - Taxa (%) de Crescimento - Setores-----	45
Figura 8 - Comparativo PIB Brasil x PIB Construção Civil (variação %) - 2008 a 2017-----	45
Figura 9 - Liquidez Imediata 2014 a 2017-----	57
Figura 10 - Liquidez Corrente e Seca 2014 a 2017-----	58
Figura 11 - Margem Líquida 2014 a 2017-----	59
Figura 12 - ROA (Rentabilidade do Ativo) 2014 a 2017 -----	60
Figura 13 - ROE (Rentabilidade do Patrimônio Líquido) 2014 a 2017 -----	61
Figura 14 - EBITDA 2014 a 2017-----	62
Figura 15 - Comparativo CMPC X ROE -----	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Financiamento Habitacional em unidades e valores -----	41
Tabela 2 - PIB e Participação da Cadeia da Construção -----	43
Tabela 3 - Indicadores de Liquidez Comparativo-----	58
Tabela 4 - Indicadores de Rentabilidade Comparativo -----	61
Tabela 5 - Estrutura de Capital e Endividamento-----	62
Tabela 6 - Endividamento X CMPC X ROE -----	64
Tabela 7 - Tipos de Financiamento -----	65
Tabela 8 - EVA da Construtora MOC de 2014 a 2017 -----	66

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APes:	Associações de Poupança e Empréstimos
BACEN:	Banco Central do Brasil
CCI:	Cédula de Crédito Imobiliário
CDC:	Crédito Direto ao Consumidor
CEF:	Caixa Econômica Federal
CMPC:	Custo Médio Ponderado de Capital
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
FAR:	Fundo de Arrendamento Residencial
FCVS:	Fundo de Compensação das Variações Salariais
FGV:	Faculdade Getúlio Vargas
FGTS:	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FIRJAN:	Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro
FJP:	Faculdade João Pinheiro
GAF:	Grau de Alavancagem Financeira
GAO:	Grau de Alavancagem Operacional
Ke:	Capital Próprio
Ki:	Capital de Terceiros
LAJIR:	Lucro Antes dos Juros e do Imposto de Renda
LCI:	Letra de Crédito Imobiliário
LDIRAJ:	Lucro depois do Imposto de Renda e antes do Juros
LPA:	Lucro por Ações
PAC:	Produto de Aceleração do Crescimento
PMCMV:	Programa Minha Casa Minha Vida
RAT:	Retorno sobre o Ativo Total
RPL:	Retorno do Patrimônio Líquido
SBPE:	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCFI:	Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento
SFH:	Sistema Financeiro Habitacional
SFI:	Sistema Financeiro Imobiliário
SFN:	Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1. Objetivos	16
1.2. Justificativa	16
1.3. Estrutura	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1. Gestão Financeira.....	18
2.1.1. Decisões de Financiamento	19
2.1.1.1. Estrutura de Capital	20
2.1.1.1. Grau de Alavancagem	21
2.1.1.2. Custo de Capital	24
2.1.1.3. Principais Fontes de Financiamento.....	25
2.1.2. Decisões de Dividendos	28
2.2. O Mercado de Crédito no Brasil	30
2.2.1. O Sistema Financeiro Habitacional.....	34
2.2.2. O Sistema Financeiro Imobiliário	36
2.2.3. Programa Minha Casa Minha Vida.....	38
2.2.4. Financiamento do Setor de Construção Civil.....	41
2.3. O Setor da Construção Civil.....	43
3. METODOLOGIA	47
3.1. Protocolo do Estudo	49
3.1.1. Procedimentos	49
3.1.2. Questões para o Estudo de Caso.....	50
3.1.3. Fontes de Evidências	51
3.2. O Caso Construtora MOC	51
3.2.1. Perfil da Construtora MOC	51
3.2.2. O declínio da Construtora MOC	53
4. RESULTADOS DO ESTUDO DE CASO	55
4.1. Indicadores de Liquidez	56
4.1.1. Liquidez Imediata.....	56
4.1.2. Liquidez Corrente e Seca	57
4.1.3. Indicadores de Liquidez – análise comparativa.....	58
4.2. Indicadores de Rentabilidade	59
4.2.1. Margem Líquida.....	59

4.2.2.	ROA (Return on Assets) – Rentabilidade do Ativo	60
4.2.3.	ROE (Return on Equity) – Rentabilidade do Patrimônio Líquido	60
4.2.4.	Indicadores de Rentabilidade – análise comparativa.....	61
4.3.	EBITDA	62
4.4.	Estrutura de Capital e Endividamento.....	62
4.4.1.	Custo de Capital	64
4.4.2.	Detalhamento do Endividamento	65
4.5.	EVA – <i>Economic Value Added</i>	66
4.6.	Análise Geral dos Indicadores.....	67
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	71

1. INTRODUÇÃO

Em um cenário econômico como o brasileiro marcado por constante instabilidade econômica, não basta aos gestores empresariais o conhecimento de técnicas gerenciais, é necessário um olhar atento ao ambiente interno e externo ao negócio. A qualidade das decisões tomadas por seus gestores influenciará na continuidade ou fracasso da empresa.

Dentre as principais decisões necessárias ao administrador financeiro está a decisão de financiamento que consiste em buscar uma estrutura ideal de fontes de recursos para os investimentos planejados pela empresa (SANVICENTE, 2008). E isso é válido para qualquer setor de atividades na economia.

No entanto, o setor de Construção Civil de uma maneira especial, possui peculiaridades como a produção de bens de alto valor e ciclo operacional de longo prazo, além de sua importância para a economia nacional, que requer decisões de financiamento que consigam manter o equilíbrio financeiro equalizando crescimento constante e endividamento sem comprometer seus resultados (FRANCO, 2012).

E, para financiar suas atividades essas empresas podem utilizar tanto recursos próprios provenientes de capital investido pelos sócios como podem recorrer a fontes de capital externo através principalmente de financiamentos e empréstimos bancários.

A Habitação é uma necessidade básica do ser humano e responde por parcela significativa da atividade do setor de construção civil, porém, também é um bem muito caro e que depende de financiamento de longo prazo. E, por sua importância o Governo busca atuar na disponibilização de recursos para financiamento desse setor, através de fundos públicos ou mercado financeiro, e que atuem também na provisão de moradias às classes menos favorecidas da população (HAMILTON, 1999).

Para fomentar a atividade econômica da Construção Civil através de um crédito direcionado e reduzir o déficit habitacional, o Governo Brasileiro adotou iniciativas como o Sistema Financeiro Habitacional (SFH) criado pela Lei 4.380/64 a partir de uma reformulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), sendo destinado ao atendimento da população de baixa renda, buscando conciliar a demanda por casa própria aos interesses das instituições autorizadas em operar com financiamento imobiliário (FORTUNA, 2008; MENDONÇA, 2013; PAGANO, 2015).

O SFH foi um marco da intervenção do Governo Brasileiro no setor de habitação, financiando mais de seis milhões de novas habitações no país. Contudo, entre 1985 e 1994, após o período do regime militar, o país passou por graves problemas com elevadas taxas de

desemprego e inflação, dificultando as garantias e conseqüentemente a concessão de financiamento imobiliário. E em 1997, com a estabilidade macroeconômica e aumento da renda houve a introdução do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), uma nova modalidade de financiamento pela Lei 9.514/97, que conta com recursos da poupança privada livre, inclusive externa, com flexibilidade de aplicação desses recursos para investimento em fins habitacionais ou não (SANTOS, 1999).

O surgimento do SFI, apresentou regras conforme a instrução normativa nº 58 de 04/12/2007, que proporcionaram mudanças institucionais como a criação do patrimônio de afetação reduzindo os riscos das operações; criação da Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), que são títulos para captação de recursos a serem investidos no setor; melhoria na alienação fiduciária do bem imóvel garantindo maior segurança jurídica ao crédito imobiliário; criação de companhias securitizadoras imobiliárias; além de diversas alterações na lei de direcionamento dos recursos financeiros, ampliando a oferta de financiamento imobiliário na economia (AGUIAR e SANTOS, 2016).

Em 2009, objetivando maior incentivo à liquidez da economia, maior geração de empregos, atendimento à necessidade de habitação da população de baixa renda e redução do déficit habitacional, o Governo implanta o Programa Minha Casa Minha Vida, através da Medida Provisória nº 459 (ROMAGNOLI, 2012). O que seria mais uma possibilidade de ampliação do financiamento imobiliário.

Contudo, se por um lado houve um aumento da participação do saldo da carteira de financiamento imobiliário nos períodos de 2007 a 2015, passando a representar 36,17% do saldo da carteira de crédito do SFN, observou-se também uma elevação dos preços médios dos imóveis (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015). Conforme Nakagawa (2014), em pesquisa realizada comparando os Bancos Centrais de 54 países, houve uma elevação de 121,6% no valor dos imóveis no Brasil, entre 2008 e 2013.

Com isso, houve um agravamento na situação do mercado imobiliário brasileiro, puxado ainda pelo enfraquecimento da economia nacional, além das incertezas políticas. E, se antes existia um crédito imobiliário mais barato e com maior demanda, a partir de 2015 o país enfrenta uma situação inversa com aumento da inflação, taxas de juros, redução dos recursos depositados em poupança, forçando as instituições financeiras a suspenderem novos pedidos de financiamento imobiliário baseados em recursos da caderneta de poupança (SIQUEIRA, 2015; ZYLBERSTAJN, 2016).

Neste cenário diversos estudos foram desenvolvidos na busca de analisar a situação financeira das empresas do Setor de Construção Civil. Dentre eles, um artigo publicado por

Cavallares, Santos e Rodrigues (2014) sobre análise econômica e financeira de empresas de capital aberto do setor imobiliário nos períodos de 2008 a 2011 demonstrou uma preferência pelo uso de capital de terceiros para financiamento das necessidades de capital de giro e mostrou ainda uma correlação negativa entre composição do endividamento e os indicadores de desempenho, aproximando-se da teoria de *Pecking Order*, onde empresas mais lucrativas seriam menos endividadas por utilizarem mais os próprios recursos.

Já Tavares (2008) defendeu em sua tese que no caso das empresas do setor de construção civil, apesar de apresentarem, de um modo geral, bons indicadores de resultados, devido principalmente às suas características próprias e a necessidade de financiamentos com prazos mais longos, essa busca por recursos adicionais contrariaria a teoria do *Pecking Order*.

De modo semelhante, outro estudo relatou que em períodos de crise econômica nacional quanto maior a rentabilidade das empresas, maior o seu grau de endividamento. Isto porque empresas com melhores resultados aproveitando as facilidades de captação de crédito junto ao mercado financeiro e as baixas taxas de juros, tornaram-se mais endividadas. Mas, o aumento posterior das taxas de juros do mercado e a consequente redução do crédito, levou muitas empresas a dificuldades junto aos seus credores (SILVA E FRANCISCO, 2014).

Diante dos estudos já realizados e entendendo que o sucesso e continuidade das empresas do setor da Construção Civil é fator necessário à redução do déficit habitacional, ressalta-se que as decisões financeiras que envolvem decisões de investimento, de financiamento e de dividendos, são um constante desafio gerencial. E, fatores externos como desequilíbrios nas taxas de juros, fragilização das contas públicas, desajustes de mercado, ausência de poupança, intervenções frequentes nas regras, entre outros dificultam esse processo de decisões exigindo maior atenção por parte de seus gestores (ASSAF NETO, 1997).

Assim, o presente trabalho propôs um estudo voltado aos desafios das Decisões de Financiamento do Setor Imobiliário em um caso real. Buscou-se desta maneira identificar: Qual o efeito das mudanças do Crédito Imobiliário Brasileiro nas Decisões de Financiamento de uma Construtora do Norte de Minas, no período de 2014 a 2017?

A dissertação foi desenvolvida através da metodologia de estudo de caso em uma Construtora do ramo de edificações, localizada no município de Montes Claros região Norte de Minas Gerais no período de 2014 a 2017.

O estudo limitou-se ao final de 2017 devido à paralisação das atividades da empresa neste período permanecendo apenas a contabilidade ativa em 2018. E, dificuldades de acesso às informações contábeis impediram o estudo de períodos anteriores a 2014.

1.1. Objetivos

O principal objetivo do trabalho consistiu em analisar as decisões de financiamento adotadas pela Construtora analisada no período de 2014 a 2017, identificando se as mudanças ocorridas na liberalidade do crédito imobiliário no Brasil, teriam afetado de alguma forma a sua estrutura de capital.

Para desenvolvimento do estudo, buscou então:

- Identificar as principais características do Setor de Construção Civil Brasileiro;
- Identificar as principais fontes de financiamento disponibilizadas às empresas;
- Identificar o desempenho financeiro da empresa no período entre 2014 e 2017, através de indicadores de desempenho financeiro e de rentabilidade;
- Identificar as mudanças nas Decisões de Financiamento da empresa neste mesmo período;
- Comparar os resultados financeiros de empresas de capital aberto atuantes no Setor de Construção Civil aos resultados da empresa analisada.

1.2. Justificativa

É notória a importância do Setor de Construção Civil na economia nacional, chegando a representar cerca de 5% do PIB brasileiro e empregando mais de 7 milhões de trabalhadores em 2011, conforme dados do IBGE. Associado a essa importância, destaca-se a perspectiva de melhores condições de moradia e redução do déficit habitacional no país, fatores que por si só justificariam a necessidade do estudo aqui proposto.

A escolha do setor Construção Civil deu-se pela experiência profissional da autora neste setor e na área de gestão financeira, e motivada principalmente pelo desejo de um aprofundamento em análise e consultoria financeira de tais empresas.

Ciente da paralisação de atividades de uma Construtora na região, onde seus gestores argumentavam a falta de liberação de créditos contratados junto à uma instituição financeira como causa para o seu declínio financeiro, escolheu-se então estudar os resultados desta empresa para entender o efeito do Crédito Imobiliário em suas decisões de financiamento.

A análise das demonstrações financeiras foi utilizada como um importante instrumento para verificar o desempenho econômico-financeiro da empresa em um determinado período passado, diagnosticando sua posição atual e produzindo resultados que

servam de base para a previsão de tendências futuras, através de reflexos identificados na sua liquidez, estrutura patrimonial e rentabilidade (ASSAF NETO, 2014).

Nessa perspectiva, a dissertação busca ainda demonstrar tanto aos gestores da Construtora analisada quanto de outras Construtoras a necessidade de maior atenção a eventos que, se ocorrerem, poderão afetar a organização de forma positiva ou negativa. Conforme Coso (2007):

Eventos de impacto negativo representam riscos que exigem avaliação e resposta da administração. Os eventos de impacto positivo representam oportunidades que são canalizadas de volta aos processos de fixação das estratégias e dos objetivos. Ao identificar eventos, a administração considera uma variedade de fatores internos e externos que podem dar origem a riscos e a oportunidades no contexto de toda a organização.

A análise dos impactos que mudanças no cenário de crédito imobiliário podem causar no desempenho financeiro dos negócios, possibilitará aos gestores de Construtoras um prévio planejamento definindo uma estrutura de financiamento adequada à suas atividades, que equilibre maiores retornos e menores riscos, proporcionando aos seus proprietários maior segurança na continuidade e sucesso do negócio.

Ao associar o sistema de crédito imobiliário no país às políticas de financiamento adotadas por uma empresa, a dissertação motiva o meio acadêmico a aprofundar os estudos neste sentido dado o impacto do setor Construção Civil na economia nacional, além de proporcionar ao meio acadêmico um olhar crítico da teoria aplicada num cenário real.

1.3. Estrutura

A presente dissertação está estruturada em 05 seções. Dando sequência a primeira seção de introdução, a seção 2 apresenta uma revisão literária sobre os temas abordados na pesquisa. Com o título de Referencial Teórico, a seção 2 divide-se então em três temas: Gestão Financeira; O Mercado de Crédito no Brasil e O Setor da Construção Civil. A terceira seção com o tema Metodologia discrimina as ferramentas utilizadas para o desenvolvimento do estudo e apresenta um relato histórico sobre a empresa analisada. A seção 4 aborda os Resultados do Estudo de Caso e por fim na última seção são apresentadas as Considerações Finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção apresenta-se uma revisão literária sobre os temas relacionados, visando embasar a dissertação e delineando os principais conceitos da área, divididos em três tópicos: Gestão Financeira, O Mercado de Crédito no Brasil e O Setor da Construção Civil.

2.1. Gestão Financeira

A velocidade das informações, o acesso a novas tecnologias, a instabilidade econômica, a busca constante de novas oportunidades exige dos administradores uma visão holística do negócio, para que as decisões financeiras proporcionem o sucesso e continuidade da empresa (GITMAN, 2010; SILVA, 2013).

Assaf Neto (2014, p. 3) reforça essa ideia dizendo que,

Esse processo decisório básico ao sucesso de toda empresa vem assumindo complexidade e riscos cada vez maiores na economia brasileira. Desequilíbrios nas taxas de juros, desajustes de mercado, ausência de poupança de longo prazo, intervenções nas regras de mercado da economia, comportamento das taxas de inflação, desafios do crescimento da economia, entre outros aspectos, vêm exigindo uma capacidade mais questionadora e analítica das unidades decisórias.

Historicamente, em períodos de crise e recessão econômica como a década de 1929/30, e também o período pós Segunda Guerra Mundial, destacaram-se estudos sobre solvência, liquidez, recuperação financeira da empresa. Em meados de 1950 e 1960, o elevado preço de mercado das ações de novas indústrias gerou uma redução na rentabilidade das empresas trazendo à tona a necessidade de maior enfoque aos custos de capital (ASSAF NETO, 2014a).

Com o aumento da complexidade dos negócios e os desafios de permanência no mercado, surgiram abordagens como a Teoria Econômica nas Finanças das Empresas que estuda o custo de capital e taxa de retorno dos investimentos, e destaca a importância do comportamento das variáveis econômicas, como taxas de juros, inflação, renda nacional, crédito, entre outros, para a qualidade das finanças das empresas (ASSAF NETO, 2014a).

Nesse mesmo período, duas correntes tornam-se a base das finanças modernas: Teoria do Portfólio iniciada por Markowitz (1952) e Finanças Corporativas por Modigliani e Miller (1958).

Modigliani e Miller (1958) destacaram em seus estudos que o valor de uma empresa é o mesmo, independente das decisões sobre a sua estrutura de capital ou da política de dividendos sobre o seu valor de mercado.

E, a Teoria do Portfólio difundida por Markowitz defende a proposta de diversificação de ativos para reduzir os riscos. Um investidor em suas decisões financeiras deverá buscar investimentos em diferentes ativos de modo a balancear os riscos, aumentando o retorno da empresa para certo nível de risco ou reduzindo o seu risco para determinado investimento. Assim, um investimento precisa ser avaliado pelos resultados que possa gerar e na gestão da empresa deve predominar o “reflexo que determinada decisão promove sobre toda a empresa” (ASSAF NETO, 2014a, p. 7).

Administrar as finanças de uma empresa passa então por três decisões que também são tratadas por Damodaran (2004) como princípios fundamentais: Decisão de Investimento; Decisão de Financiamento; e Decisão de Dividendos.

Nas Decisões de Investimento são tratadas as escolhas de aplicação de recursos, avaliando-se os retornos e riscos incorridos em cada processo. As Decisões de Financiamento decorrem da estrutura de capital que a empresa deseja manter, avaliando qual seria a combinação adequada dos financiamentos próprios e de terceiros, a curto e a longo prazos. E, por fim, as Decisões de Dividendos relacionam-se a escolha entre distribuir dividendos aos acionistas ou reinvesti-los na empresa diante de oportunidades de maiores retornos (HOJI, 2008; SILVA, 2013).

Por ser o foco do presente trabalho, os próximos tópicos abordarão os aspectos que envolvem as Decisões de Financiamentos, e sobre as Decisões de Dividendos por ser também uma fonte de financiamento das atividades da empresa.

2.1.1. Decisões de Financiamento

A política de financiamento entende que o conjunto de dívida (capital de terceiros) e patrimônio líquido (capital próprio) escolhido deve maximizar o valor dos investimentos feitos (DAMODARAN, 2004).

Silva (2013) relaciona três fontes básicas que podem ser utilizadas pelas empresas para financiar suas atividades: a) fundos provenientes de seus sócios ou acionistas, b) lucros gerados pelas suas operações e c) dívida com terceiros.

A captação de recursos junto a terceiros apresenta o aspecto positivo do benefício tributário, onde os pagamentos de juros são dedutíveis dos impostos. Por outro lado, existe o risco de caso a empresa não consiga cumprir com esses pagamentos, os credores possam assumir o controle de seus ativos (DAMODARAN, 2004).

As diferenças básicas entre dívida e patrimônio líquido seriam que primeiro a dívida concede ao portador um direito previamente contratado sobre o fluxo de caixa que compõe pagamento de juros e principal, enquanto patrimônio líquido confere ao portador o direito sobre os fluxos de caixa residuais, após todos os demais pagamentos. A segunda diferença seria que o portador de uma dívida possui direito prévio tanto sobre o fluxo de caixa quanto sobre os ativos da empresa, em caso de baixa da mesma, para quitação do principal e juros. A terceira diferença é que em alguns casos as despesas com dívidas representam vantagens tributárias ao deduzi-las dos impostos. Uma quarta diferença é o fato que a dívida possui um prazo fixado para cumprimento do pagamento, enquanto o patrimônio líquido não possui prazo. E, por fim, os investidores em ações, credores do patrimônio líquido, possuem total controle administrativo, e os credores de dívidas não tem controle, podendo no máximo votar em decisões financeiras importantes (DAMODARAN, 2004).

Os instrumentos ou fontes de financiamento também são agrupados em caráter temporal como curto prazo ou longo prazo (SILVA, 2013). Assim a decisão de financiamento pressupõe a análise não somente da possibilidade de tomar dinheiro emprestado, como também de que tipo de financiamento atende a determinado investimento. Se um investimento possui a característica de ativos de curto prazo, a dívida deverá ser de curto prazo, e *ceteris paribus*, ativos de longo prazo deverão ser financiados a longo prazo (ASSAF NETO, 2014; DAMODARAN, 2004).

2.1.1.1. *Estrutura de Capital*

Existiria então uma estrutura ótima de capital para uma empresa?

Há basicamente duas abordagens literárias a respeito dessa estrutura ótima de capital. A primeira conhecida como Abordagem de MM, elaborada por Franco Modigliani e Merton H. Miller, rejeita a existência de uma estrutura ótima de capital, pois entende que sem considerar os impostos, o custo total de capital não se altera, ainda que ocorra alteração no nível de alavancagem (HOJI, 2008; SILVA, 2013). Já a segunda, definida como Abordagem Tradicional, defende a existência de uma estrutura ideal de capital partindo da premissa que uma empresa pode maximizar suas riquezas através de uma combinação em suas fontes de financiamento que minimize seu custo de capital.

Modigliani e Miller fundamentam-se em duas proposições para justificarem sua teoria. Primeiro que o valor da empresa está associado ao risco inerente à geração de lucros operacionais e não à estrutura de capital, e segundo que o custo médio de capital não se altera,

independente da relação entre capital de terceiros e recursos totais. Infere então que o “custo do capital próprio cresce à medida que aumenta o grau de endividamento, devido ao aumento do risco financeiro” (HOJI, 2008, p. 188).

Por outro lado, Hoji (2008, p. 187) justifica que a abordagem convencional ou tradicional,

baseia-se na premissa que o custo médio ponderado de capital (CMPC), composto pelo capital próprio (K_e) e capital de terceiros (K_i), aumenta à medida que aumenta o grau de alavancagem financeira (GAF) a partir de um determinado nível de endividamento, pois os fornecedores de empréstimos elevam a taxa de juros para compensar maiores riscos.

E, neste sentido ele defende que “a melhor estrutura de capital para uma empresa é aquela que a relação entre o Exigível a Longo Prazo e o Patrimônio Líquido produza o menor custo de capital” (HOJI, 2008, p. 186 e 187).

Nota-se que Hoji faz referência a termos como Grau de Alavancagem, Custo de Capital Próprio, Custo de Capital de Terceiros, Custo Médio Ponderado de Capital. E, para melhor compreensão do estudo aqui proposto, nos tópicos seguintes serão apresentados conceitos de tais termos.

2.1.1.1. *Grau de Alavancagem*

O termo Alavancagem está associado ao estudo da física que analisa que uma alavanca possibilita o deslocamento de um corpo com menor esforço. Assim também, em administração financeira é necessário a decisão entre o uso de capitais de terceiros (empréstimos) e de capitais próprios como subsídio para alavancagem do negócio (SILVA, 2013).

Gitman (2011) define Alavancagem como o resultado do “uso de ativos ou fundos a custo fixo para multiplicar os retornos aos proprietários da empresa”. Quanto maior alavancagem, maiores riscos e retorno, e vice-versa, podendo desse modo afetar o valor da empresa de maneira significativa. Assim, o autor elenca três tipos básicos de alavancagem: Alavancagem Operacional, Alavancagem Financeira e Alavancagem Total.

Por Alavancagem Operacional entende-se o uso de custos operacionais fixos para ampliar os efeitos de variações nas vendas sobre os lucros da empresa antes dos juros e do imposto de renda - LAJIR (GITMAN, 2011).

Silva (2013) diz que

No mundo dos negócios, um alto grau de alavancagem operacional indica que um pequeno crescimento percentual nas vendas provocará um crescimento percentual muito maior no lucro. O efeito de alavancagem ocorre devido ao fato de os custos

fixos serem distribuídos por um maior volume de produção, fazendo com que o custo total de cada unidade produzida seja reduzido.

O grau de alavancagem operacional (GAO) é mensurado pela equação a seguir (GITMAN, 2011; SILVA, 2013):

$$GAO = \frac{\Delta\% \text{ do LAJIR}}{\Delta\% \text{ das Vendas}} \quad (1)$$

Sendo:

GAO = Grau de Alavancagem Operacional

$\Delta\%$ do LAJIR = Variação Percentual do Lucro antes do Juros e do Imposto de Renda

$\Delta\%$ das Vendas = Variação Percentual da quantidade vendida

Na Alavancagem Financeira, o capital de terceiros produz efeitos positivos ou negativos sobre o patrimônio líquido (HOJI, 2008).

Para Gitman (2011, p. 476) Alavancagem Financeira é o “uso potencial de custos financeiros fixos (juros da dívida e dividendos preferenciais) para ampliar os efeitos de variações no lucro antes de juros e imposto de renda sobre o lucro por ação”.

Para mensuração do grau de alavancagem financeira, Gitman (2011, p. 476) e Santos (2013, p. 571) definem a equação

$$GAF = \frac{\Delta\% \text{ no LPA}}{\Delta\% \text{ no LAJIR}} \quad (2)$$

Sendo:

GAF = Grau de Alavancagem Financeira

$\Delta\%$ do LPA = Variação Percentual do Lucro por Ação

$\Delta\%$ do LAJIR = Variação Percentual do Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda

Uma Alavancagem Financeira ocorre sempre que o GAF for superior a 1.

Já Hoji (2008) apresenta outra equação para alavancagem financeira:

$$GAF = \frac{RPL}{RAT} \quad (3)$$

E, para mensuração dos Retornos sobre o Patrimônio Líquido e sobre o Ativo Total, são utilizados os cálculos seguintes.

RPL significa o Retorno do Patrimônio Líquido, também conhecido como ROE (*Return On Equity*) é mensurado pela equação

$$ROE = \frac{LUCRO LÍQUIDO}{PATRIMÔNIO LÍQUIDO} \quad (4)$$

RAT significa o Retorno sobre o Ativo Total, conhecido também como ROA (*Return on Assets*) é mensurado pela equação

$$ROA = \frac{LUCRO LÍQUIDO}{ATIVO TOTAL} \quad (5)$$

Assim, na interpretação de Hoji (2008), confirmando Gitman (2011) e Santos (2013), os graus de alavancagem financeira serão considerados:

Alavancagem financeira nula, quando $GAF = 1$.

Alavancagem financeira favorável, quando $GAF > 1$.

Alavancagem financeira desfavorável, quando $GAF < 1$.

A Alavancagem Total realiza então uma combinação do efeito da alavancagem operacional e financeira sobre o risco da empresa, onde o uso de custos fixos operacionais e financeiros, seriam alavancas para aumentar os efeitos da variação das vendas sobre o lucro por ação da empresa (GITMAN, 2011).

Sua mensuração é dada por

$$GAT = \frac{\Delta\% \text{ no LPA}}{\Delta\% \text{ nas vendas}} \quad (6)$$

Sendo:

GAT = grau de alavancagem total

$\Delta\%$ no LPA = Variação percentual do Lucro por ação

$\Delta\%$ nas vendas = Variação percentual nas vendas

E, do mesmo modo que a Alavancagem Financeira, nota-se uma Alavancagem Total Favorável quando o GAT for superior a 1. Quanto maior o resultado, maior o grau de alavancagem total (GITMAN, 2011; SILVA, 2013).

Silva (2013) destaca algumas considerações relevantes sobre a alavancagem financeira, dentre elas, ressalta-se que:

- 1) O GAF independe da alíquota da tributação sobre os lucros.
- 2) O uso de capitais de terceiros sob a forma de empréstimos ou financiamentos pode elevar ou diminuir o ganho dos sócios ou acionistas.
- 3) Quando o ROA (Retorno sobre os Ativos) for maior que o custo da dívida após o efeito da tributação, haverá vantagem no uso dos recursos dos fundos de terceiros.
- 4) Mantidos constantes os demais fatores, o GAF mudará com a modificação no percentual de dívida em relação ao ativo total, no método que considera a estrutura de capitais.
- 5) Um elevado nível de endividamento eleva também o risco da empresa, piora seu *rating* de crédito e eleva o custo de captação de empréstimos.
- 6) Uma piora no cenário que provoque redução expressiva nas vendas da empresa poderá ter um efeito cruel na sua vida financeira.

2.1.1.2. *Custo de Capital*

Sanvicente (2008, p. 75) define “custo de capital como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital”. Aplicando recursos com retorno superior ao custo de capital, a empresa está no caminho para maximização dos seus resultados.

De forma sintética, custo de capital próprio pode ser interpretado então como a taxa de retorno exigida para investimentos em ações da empresa (SANVICENTE, 2008).

O custo de capital de terceiros por sua vez trata-se da taxa efetiva de juros ou o retorno que deve ser obtido em aplicações financiadas para que os lucros dos acionistas não sejam alterados (HOJI, 2008; SANVICENTE, 2008).

O autor Sanvicente (2008) também salienta Custo Médio Ponderado de Capital entendendo que esse custo é obtido por uma média das taxas de custos, após o Imposto sobre a Renda, ponderada pela participação relativa de cada modalidade de custo no total, determinando a estrutura financeira da empresa. Justifica a ponderação primeiro pelas diferentes taxas de retorno e risco oferecidas pelas fontes de financiamento diversas, e depois os custos de outras fontes de financiamento já usadas são afetados pela variação da estrutura financeira.

Gitman (2011, p. 492) concorda tratando o custo médio ponderado de capital (CMPC) como o resultado de “uma média ponderada do custo do capital de terceiros e do custo do capital próprio da empresa”. Por essa lógica, à medida que o índice de endividamento da empresa aumenta, a dívida substitui o capital próprio, e o CMPC diminui uma vez que o custo da dívida com terceiros tende a ser menor que o custo de capital próprio (GITMAN, 2011). A recíproca também ocorre, menor endividamento, maior CMPC.

Além do efeito da proporção de capital de terceiros na estrutura financeira de uma empresa sobre o lucro do acionista, existem outros aspectos que devem ser considerados na

decisão da fonte de financiamento a ser adotada pela empresa. A natureza das operações da empresa, inerentes ao seu setor de atuação deve também ser levado em conta na decisão de financiamento, tendo em vista as características próprias de cada setor (SANVICENTE, 2008).

Dentre os principais aspectos próprios de um setor de atividades estão: a taxa de crescimento das vendas futuras; a estabilidade relativa das vendas; a estrutura e condições de concorrência enfrentada pela empresa; e a estrutura do ativo total da empresa (SANVICENTE, 2008).

No próximo tópico serão apresentados as principais fontes de financiamento que os gestores de empresas brasileiras podem recorrer nas decisões de financiar suas atividades, independente do seu setor de atuação.

2.1.1.3. Principais Fontes de Financiamento

Na sequência, serão apresentadas as opções de financiamento de patrimônio líquido e de dívida, segundo a visão de Damodaran (2004) buscando-se enfatizar as possibilidades em empresas de capital fechado, por ser a realidade do estudo desenvolvido.

Devido à impossibilidade de emissão de ações, as empresas de capital fechado possuem menos opções de financiamento com capital próprio do que empresas de capital aberto, dependendo de um proprietário ou uma entidade privada que lhe forneça o capital necessário. Nesse caso, possuem basicamente duas opções: Patrimônio Líquido do Proprietário e Capital de Risco e Patrimônio Líquido Privado (ASSAF NETO, 2014; DAMODARAN, 2004).

No caso do financiamento pelo Patrimônio Líquido do Proprietário, os direitos do credor, no caso o proprietário, são os mesmos que numa empresa com capital aberto. A diferença básica é que em uma empresa com capital fechado a reivindicação aos fluxos de caixa residuais da empresa é muito mais direta (DAMODARAN, 2004).

Damodaran (2004) relaciona também outras opções de financiamento pelo Patrimônio Líquido como por exemplo um investidor de risco que financia a empresa, em troca de uma participação na propriedade da mesma. A proporção da sua participação dependerá do volume de capital com que o investidor contribui em relação ao valor estimado da empresa, ou, se a empresa puder negociar o financiamento por outras fontes, terá mais poder de negociação com o investidor reduzindo sua participação. Porém, se a empresa não tiver outras fontes para financiar sua necessidade, ficará dependente do investidor disposto a financiá-la.

Geralmente empresas menores e mais arriscadas são mais suscetíveis a essa forma de financiamento com capital de risco. E, o investidor de risco poderá contribuir para o crescimento dessa empresa, fornecendo inclusive credibilidade para que ela consiga mais financiamentos.

No caso das empresas de capital aberto, o financiamento pelo Patrimônio Líquido, as alternativas básicas são a emissão de ações ordinárias, *warrants* e direitos de valor contingente, dentre outras inovações (DAMODARAN, 2004).

A opção de financiamento das atividades por meio de dívida, é tomar dinheiro emprestado, criando um compromisso fixo de pagamento com direitos prioritários ao financiador, se a empresa passar por problemas financeiros (ASSAF NETO, 2014; DAMODARAN, 2004; HOJI, 2008; SANVICENTE, 2008; SILVA, 2013).

A forma mais convencional de empréstimo disponibilizado às empresas de capital fechado são as dívidas bancárias.

Essas dívidas podem ser de emissão pública que são títulos de dívidas das empresas como debentures, títulos garantidos, notas promissórias, etc, ou podem ser dívida direta, que são basicamente empréstimos e financiamentos junto a instituições financeiras (ASSAF NETO, 2014).

A emissão desses títulos públicos é semelhante à emissão de ações no mercado e devem ser registrados também na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e lançados como oferta pública.

No Brasil, as linhas de financiamento para o setor produtivo, possuem características que dificultam o crescimento e capacidade competitiva das empresas, como: altos encargos financeiros; baixa oferta de créditos de longo prazo; restrições a ofertas de novas ações e debentures no mercado (ASSAF NETO, 2014b). Além disso, Hoji (2008, p. 209) reforça que mesmo em situação de “estabilidade econômica, os empréstimos em moeda local continuam caros no Brasil, pois o nível de poupança interna não é suficiente para financiar as atividades empresariais”.

Nesse contexto, algumas empresas são levadas a buscar o mercado de crédito internacional, que está restrito a empresas de maior porte, subsidiadas por multinacionais, e num volume limitado (HOJI, 2008). Logo, apesar de a estrutura de capital ideal para as empresas ser composta de fontes de longo prazo, a dificuldade de acesso a esses recursos impõe o fardo às empresas de financiamentos de curto prazo.

A nível nacional, Hoji (2008) cita as modalidades mais comuns de empréstimos e financiamentos, relacionados a seguir:

- a) **Empréstimos para capital de giro:** operação de crédito voltado para financiamento do capital de giro das empresas, e tem suas condições como valor, vencimento, juros, garantias, estabelecidas em contrato.
- b) **Desconto de Títulos:** o banco repassa, antecipadamente, os valores de duplicatas e notas promissórias à empresa, com o desconto dos juros, e em troca a empresa transfere ao banco o direito de recebê-los no seu vencimento. Caso o cliente devedor não pague o título no vencimento, o banco tem o direito de receber da empresa o valor do título acrescido de multas e/ou juros de mora.
- c) **Conta Garantida:** equivalente a cheque especial utilizado por pessoa física. Trata-se de uma conta de crédito que pode ser utilizado até um determinado limite, podendo cobrir esse limite a qualquer tempo até o vencimento do contrato. Os encargos financeiros devem ser pagos periodicamente, e serve como crédito provisório para que a empresa ajuste seu fluxo de caixa.
- d) **Factoring:** operação de fomento comercial não sujeita a regulamentações do Banco Central. A empresa cede os direitos de recebimento de duplicatas a empresas de *factoring*, recebendo o seu valor antecipado com dedução dos encargos financeiros. Diferente do desconto de duplicatas, nessa operação não há direito de regresso, e a transferência das duplicatas é definitiva. Por outro lado, tem a desvantagem de custos mais altos do que as taxas bancárias, sendo geralmente utilizados por empresas de menor porte com dificuldades em obter crédito junto aos bancos.
- e) **Debêntures:** são títulos emitidos por sociedades anônimas de capital aberto, mediante aprovação da Assembleia Geral Extraordinária, para captação de recursos de médio e longo prazo no mercado financeiro. Os títulos emitidos podem ser remunerados com juros e prêmios ou com taxas de juros prefixadas.
- f) **Recursos do BNDES:** A maioria dos recursos de longo prazo no Brasil, são fornecidos pelo BNDES, conforme as políticas operacionais determinadas para cada setor de atividade. BNDES significa Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e é subsidiado pela Agência Nacional de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A (BNDESpar). O BNDES pode financiar diretamente ou intermediada pelas instituições financeiras credenciadas, e em alguns casos, o BNDESpar participa do capital social de empresas consideradas estratégicas ou com projetos prioritários. Seus encargos financeiros são baseados em Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

- g) *Leasing Financeiro*:** semelhante a um financiamento de médio ou longo prazo, com pagamento de prestações mensais, e ao final do contrato, a arrendatária terá o direito de aquisição do bem por valor previamente determinado, deduzindo o valor total das prestações pagas. O prazo mínimo é de dois anos para bens com vida útil de até cinco anos e de três anos para bens com vida útil maior que cinco anos. A manutenção do bem é responsabilidade do arrendatário. Por ser uma operação regulamentada pelo Banco Central, no Brasil somente as sociedades de arrendamento mercantil podem praticar *leasing* financeiro.
- h) *Leasing Operacional*:** parecido com o Leasing Financeiro, porém, nesse caso, é tratado com uma locação onde a locatária paga uma taxa periódica de arrendamento à locadora, e a manutenção do bem é responsabilidade dessa última. Não existe prazo mínimo podendo ser arrendado o bem por período pequeno de dias ou meses. Caso a locatária queira adquirir o bem, o preço de venda é estabelecido conforme valor de mercado. Diferente da anterior, essa operação não é regulamentada pelo Banco Central.
- i) *Lease Back*:** é considerado uma forma de capital de giro para empresas muito imobilizadas, onde uma empresa vende um bem de seu imobilizado a uma empresa de *leasing* e ao mesmo tempo arrenda-o como um *leasing* financeiro.

2.1.2. Decisões de Dividendos

A política de Dividendos discute a decisão de distribuir ou não lucros aos acionistas, a qual é avaliada como uma decisão de financiamento (ASSAF NETO, 2014, p. 575).

Damodaran (2004) destaca três escolas de pensamento sobre a política de dividendos. A primeira defende que os dividendos não tem maior relevância por não afetarem o valor da empresa. A segunda escola acredita que os dividendos são desfavoráveis para o acionista médio devido à desvantagem fiscal que eles criam, o que resulta em um valor mais baixo. E, a terceira escola diz que os dividendos são positivos porque pelo menos alguns acionistas os apreciam.

Em geral, não há um consenso sobre a influência da política de dividendos sobre o valor da empresa (ASSAF NETO, 2014; DAMODARAN, 2004).

O importante é que na decisão de dividendos mais adequada, sejam observadas as determinações da legislação do país, principalmente sobre o dividendo mínimo e tributação aplicada.

Para as empresas, o pagamento de dividendos reduz a liquidez de caixa e limita, ainda, a sua capacidade em promover novos investimentos (ASSAF NETO, 2014, p. 575).

A decisão de dividendos perpassa basicamente a decisão sobre reter os lucros líquidos de uma empresa para reinvestimento em sua própria atividade ou distribuí-los aos acionistas.

O que define mais adequadamente a decisão de dividendos, segundo Assaf Neto (2014, p. 575) é o índice de *Payout*, que apresenta a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos sócios, conforme a seguinte equação:

$$Payout = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (7)$$

Quanto maior o *Payout*, menor será a proporção de recursos próprios provenientes de retenção de lucros, enquanto baixos índices de *Payout* indicam grande importância à retenção de lucros para financiamento das atividades da empresa (ASSAF NETO, 2014).

Assim, o principal objetivo de uma política de dividendos deve ser maximizar a riqueza dos acionistas de uma empresa. Justifica-se então a retenção de lucros quando as oportunidades de investimento na própria empresa apresentarem uma possibilidade de retorno mais atraente, acima da taxa mínima exigida. Ocorrendo maior atratividade fora da empresa, os acionistas irão preferir receber os dividendos, uma vez que na empresa seriam ociosos (ASSAF NETO, 2014).

Mas, outros fatores poderão interferir na decisão de dividendos de uma empresa como as condições de liquidez para pagar os dividendos, a necessidade de retenção de todo o lucro (ou parte dele) quando adota-se o critério de preços de reposição, a preferência dos acionistas pela distribuição dos dividendos correntes por receio dos riscos inerentes à possibilidade de maiores retornos futuros, dentre outros (ASSAF NETO, 2014).

Um equilíbrio então seria a conjugação do volume a ser retido pela empresa e o volume a ser distribuído observando sempre a reação do mercado à decisão tomada, e principalmente ao objetivo maior da empresa que é a maximização da riqueza de seus acionistas.

É importante destacar ainda que a determinação da política ideal de dividendos depende também do potencial de uma empresa em captar recursos no mercado, e das condições dessas fontes de financiamento. No Brasil, devido a oscilação da inflação e dos altos custos do capital de terceiros, as empresas se veem muitas vezes levadas a reter os lucros como uma forma mais rápida de financiar suas necessidades (ASSAF NETO, 2014).

2.2. O Mercado de Crédito no Brasil

Assaf Neto (2014a, p. 36) ressalta que,

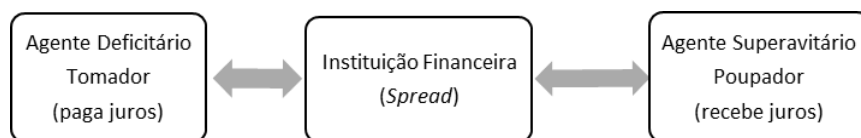
Não há como dissociar das decisões financeiras empresariais o desempenho futuro esperado da economia, o comportamento de suas taxas de juros e seus diversos mercados financeiros. Alguns indicadores da economia, como taxas de juros de longo e de curto prazo, índice do mercado de ações, medidas de mercados futuros, etc., constituem-se em excelentes referências para se prover a direção futura da economia, sinalizando as melhores decisões financeiras para as empresas.

Num ambiente financeiro de mercado complexo como o Brasil, o gestor financeiro precisa identificar as melhores alternativas de aplicação de recursos disponíveis, formando um mix equilibrado de financiamento, assumindo uma relação risco-retorno que venha maximizar o valor da empresa nas tomadas de decisões financeiras cotidianas.

Para financiar os investimentos necessários em setores produtivos da economia, fomentando também o Desenvolvimento Econômico, é necessário a formação de uma poupança. A intermediação desse processo de captação e distribuição de recursos, é regulamentado pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) que representa um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas que atuam através de diversos instrumentos financeiros (ASSAF NETO, 2014a, p. 37).

De forma direta uma instituição financeira capta recursos no mercado pagando uma remuneração de juros aos poupadores, e efetua operações de empréstimos cobrando uma taxa de juros. A diferença entre os juros recebidos dos tomados e pagos aos investidores é chamada de *Spread* e serve para cobrir as despesas e riscos dos negócios e remunerar a intermediação financeira, como na ilustração abaixo representada.

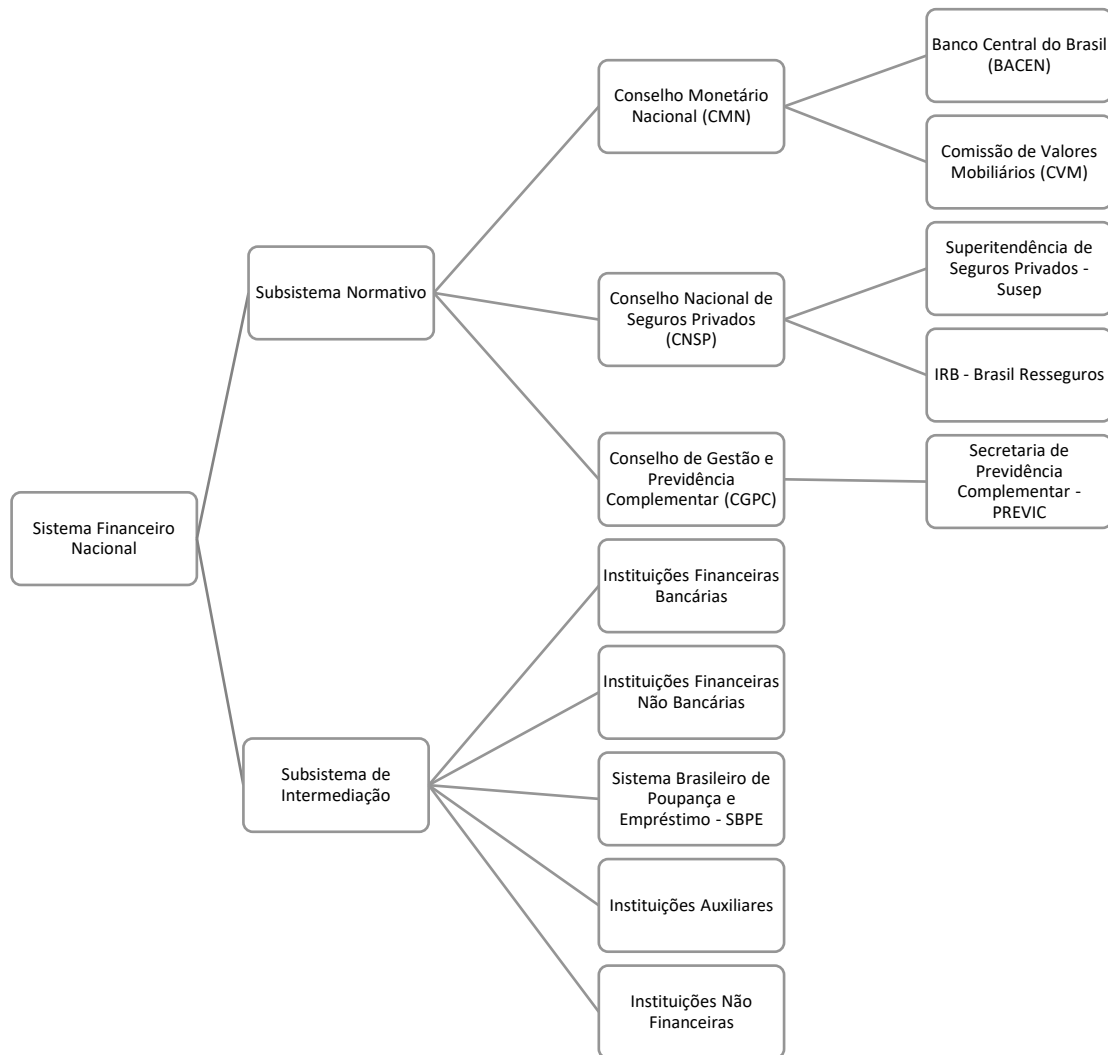
Figura 1 - Intermediação Financeira Direta



Fonte: ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 6ª ed. São Paulo: Atlas. 2014a, p.36

Assaf Neto (2014, p. 495) descreve que as instituições financeiras integrantes do SFN podem ser classificadas como bancárias ou monetárias que são representadas pelos bancos comerciais, e classificadas como não bancárias ou não monetárias que trabalham com instrumentos financeiros não monetários como Bancos de Investimento, Financeiras, etc.

Figura 2 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 6ª ed. São Paulo: Atlas. 2014a, p.37

O Conselho Monetário Nacional, vinculado ao Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) constituem o subsistema normativo do SFN, sendo responsáveis pelo funcionamento do mercado e suas instituições.

O Conselho Monetário Nacional, composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central, é o órgão que define as diretrizes de funcionamento do Sistema Financeiro Nacional e formula toda a política de moeda e crédito da economia (ASSAF NETO, 2014a).

O Banco Central do Brasil (BACEN), atua principalmente como fiscalizador do mercado financeiro, gestor do sistema financeiro e executor da política monetária do governo.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a responsável pelo controle e fomento do mercado de valores mobiliários (bolsas de valores) atuando em instituições financeiras, companhias de capital aberto e investidores.

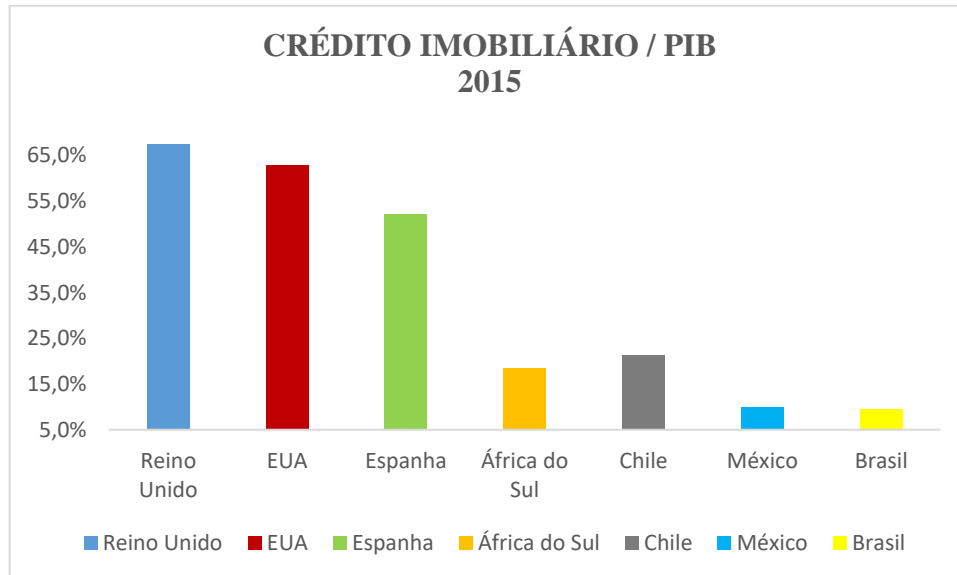
Os principais intermediários financeiros atuantes no mercado brasileiro, segundo Assaf Neto (2014a, p. 38-40) são:

- a) **Bancos Comerciais/Múltiplos** – consideradas as maiores instituições do sistema financeiro, atendem à demanda por crédito de recursos e também à aplicação de poupadores. Seus recursos são provenientes de depósitos à vista mantidos por seus clientes, aplicações financeiras, operações de câmbio, desconto bancário de duplicatas, promissórias, cheques, captações financeiras no exterior, etc. Suas operações são concessão de créditos para empresas, crédito pessoal, crédito rural, cheques especiais e contas garantidas, etc. Já os Bancos Múltiplos atuam também em crédito imobiliário, crédito direto ao consumidor e algumas operações de longo prazo e *leasing*.
- b) **Bancos de Investimentos** – atuam mais a longo prazo suprindo as necessidades de capital fixo e de giro das empresas. Também atendem a operações de maior escala como repasses de recursos oficiais de crédito, captações no exterior, financiamento de bens de produção, intermediação na colocação de títulos de dívidas emitidos por empresas etc.
- c) **Sociedades de arrendamento mercantil** – operações de *leasing* de bens nacionais, financiando suas operações através de recursos próprios, colocações de debêntures e empréstimos levantados no país e no exterior.
- d) **Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI)** – voltadas ao financiamento de bens duráveis a pessoas físicas através do Crédito Direto ao Consumidor (CDC). Sua principal fonte de recursos é o aceite e colocação de letras de câmbio no mercado.
- e) **Associações de Poupança e Empréstimos (APEs)** – atuantes no financiamento imobiliário. Junto a outras instituições voltadas à questão habitacional como Sociedades de Crédito Imobiliário, Bancos Múltiplos, Caixa Econômica Federal, etc, fazem parte do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

No Brasil, porém, o *funding* dos investimentos produtivos tem dificuldades em atender às necessidades de financiamento das empresas. Assim, os bancos privados direcionam a maior parte de seus recursos para empréstimos de capital de giro, de curto prazo, tendo dificuldades

em financiar o longo prazo. Isso faz com que o Brasil tenha uma relação Créditos Imobiliários / PIB bem abaixo dos padrões internacionais (ASSAF NETO, 2014).

Figura 3 - Crédito Imobiliário/PIB - países selecionados



Fonte: ABECIP, Coletiva de Imprensa 1º semestre de 2017. São Paulo: 2017

Um estudo do Instituto Assaf Neto no triênio 2008-2010 analisou empresas com ações negociadas em bolsa de valores e o resultado foi que: 41,4% do total dos seus ativos eram financiados com recursos próprios (Patrimônio Líquido), 28,7% é representada por dívidas sem ônus (Passivo de Funcionamento), e 29,9% é composta por dívidas com ônus, decorrentes de Empréstimos e Financiamentos (ASSAF NETO 2014, p. 507).

Dessa forma, infere-se que a empresa brasileira prioriza uma maior participação de capital próprio e de passivos sem ônus como fontes de financiamento de seus investimentos. Assim também, há uma alta participação de dívidas de curto prazo em relação às de longo prazo na estrutura de financiamento das empresas, sacrificando sua capacidade de investimentos e equilíbrio financeiro.

Em relação ao setor imobiliário, até meados do ano 1930 o setor habitacional no Brasil era financiado basicamente pelo setor privado. E, somente após esse período, com o advento da industrialização o problema da habitação irregular vem à tona, gerando a preocupação do Governo Brasileiro em solucionar o problema da moradia popular. Porém, devido ao gradativo aumento dos preços vivenciado pelo Brasil em meados de 1956 a 1961, e a falta de correção monetária para os contratos, os recursos destinados pelo setor privado ao financiamento imobiliário tornaram-se mais escassos. Assim, até meados de 1964, o financiamento

habitacional era algo bastante restrito devido à falta de correção monetária dos contratos e mecanismos de segurança aos investidores (MORAES, 2008; PINTO, 2015).

Visando então o atendimento às necessidades de maiores investimentos habitacionais, o Governo Brasileiro criou o Sistema Financeiro Habitacional, através da Lei nº 4.380 de 1964.

2.2.1. O Sistema Financeiro Habitacional

Em meados de 1964, o Brasil passou por uma grave situação em seu setor habitacional onde o aumento da demanda por habitações urbanas em um contexto econômico marcado pela inflação e altas taxas de juros retraiu os investimentos no setor e gerou um déficit habitacional aproximado de oito milhões de habitações (IBMEC, 1974 apud SANTOS, 1999).

Surge então, como uma tentativa de resposta ao problema, o Sistema Financeiro Habitacional (SFH), um mecanismo de captação de poupança de longo prazo para investimentos habitacionais, onde a aplicação de correção monetária sobre os saldos devedores e as prestações dos financiamentos habitacionais poderia viabilizar investimentos a longo prazo, mesmo em uma economia inflacionária (SANTOS, 1999).

Santos (1999) também ressalta as fontes de recursos do SFH, que se fundamentavam na arrecadação do Sistema Brasileiro de Poupanças e Empréstimos (SBPE – captação das letras imobiliárias e cadernetas de poupança), e no Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS – contribuições compulsórias dos trabalhadores formais).

No caso do SBPE os recursos provenientes das poupanças e títulos imobiliários eram captados pelos agentes financeiros do SFH e financiavam empreendimentos imobiliários propostos por empreendedores ou construtoras, sendo que os responsáveis pelo pagamento da dívida eram os consumidores finais (mutuários). Os construtores intermediavam o processo apenas.

Já os recursos provenientes do FGTS eram prioritariamente destinados à construção de casas à população mais pobre, conforme prioridades dos governos locais, e sua liberação estava condicionada à apresentação de projetos tecnicamente compatíveis com a orientação do Banco Nacional de Habitação - BNH.

O BNH não atuava apenas na esfera financeira, mas também na promoção da indústria da construção civil e do nível de atividade e emprego do país. No entanto, apesar da expectativa que o SFH seria um sistema capaz de se auto sustentar com recursos permanentes e em grande escala para financiamentos habitacionais que atendessem a todas as camadas sociais, tal sistema era dependente de fatores vulneráveis a flutuações macroeconômicas, como a capacidade de

arrecadação do FGTS e do SBPE e o nível de inadimplência dos consumidores (SANTOS, 1999).

Em meados de 1984, o país sofre uma aceleração inflacionária e os reajustes das prestações dos financiamentos das classes média e alta superaram seus reajustes salariais, o que provocou manifestações da população através da criação de associações, aumento de ações judiciais e expressivo aumento da inadimplência. E, nos anos que se seguiram ao regime militar, caracterizados pelo governo de Sarney (1985-1990) e Collor (1990-1992) a situação agravou-se, inviabilizando a ideia de um sistema autofinanciável (AZEVEDO, 1995; SANTOS, 1999).

O BNH enquanto órgão regulador do SFH, buscou introduzir alguns mecanismos para dar tranquilidade aos tomadores de financiamentos habitacionais, dentre eles o Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS que limitava a obrigação do mutuário que tivesse pago todas as suas prestações ao prazo contratual do financiamento, assumindo a absorção de eventuais saldos residuais devedores, gerados pelo descompasso entre a periodicidade de aplicação dos índices de correção monetária aos saldos devedores e às prestações e dos índices de reajuste dos saldos devedores e prestações (AZEVEDO, 1995).

Dentre as várias decisões dos novos governos que afetaram o SFH destaca-se a concessão indiscriminada de subsídios nos reajustes das prestações, o que contribuiu para a redução do grau de inadimplência, mas aumentou o desequilíbrio entre a evolução do passivo (cadernetas de poupança do SBPE e FGTS) e os ativos (prestações dos financiamentos), provocando um rombo no Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS, responsável pela equalização das contas (AZEVEDO, 1995).

O resultado desse rombo implicou numa insuficiência de caixa que permitisse a concessão de novos financiamentos em volume expressivo (SIMONSEN, 1991).

Para autores como Castelo e Garcia (1997), as principais falhas do SFH que contribuíram também na queda do desenvolvimento habitacional foram:

- a) A taxa de juros fixa que impedia o ajuste entre oferta e demanda;
- b) Falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais, o que impedia que recursos captados por outros instrumentos financeiros fossem direcionados para a habitação;
- c) A instabilidade do sistema, vulnerável a oscilações no contexto macroeconômico, uma vez que captava recursos de curto e médio prazos e emprestava-os a longo prazo; e
- d) O comportamento pró-cíclico do Sistema, onde o aumento na renda das famílias, também aumenta a captação de recursos provenientes da poupança, assim como

períodos de recessão geram mais saques que depósitos, reduzindo a captação líquida do sistema.

Mas, o que culminou a inviabilidade do SFH foi que além dos abalos no equilíbrio financeiro do sistema, o Banco Nacional Habitacional foi incorporado à Caixa Econômica Federal que por sua vez, não tendo a questão habitacional como sua atividade fim, relegou tal questão a um interesse setorial, agravando os problemas existentes, gerando uma crise institucional (AZEVEDO, 1995).

Em meados de 1980 a 1990, diante da instabilidade macroeconômica enfrentada pelo país, onde parte substancial dos fundos não retornava ao sistema nos prazos e valores previstos, fez-se necessário a busca de novos mecanismos para contornar a crise, reformulando o modelo de financiamento habitacional do Brasil, surgindo assim o Sistema Financeiro Imobiliário – SFI.

2.2.2. O Sistema Financeiro Imobiliário

O Sistema Financeiro Imobiliário – SFI foi criado pela Lei 9.514 de 20/11/1997 tendo como principais instrumentos a securitização dos créditos imobiliários e maior segurança jurídica aos contratos. Diferente do SFH, o SFI não possui um *funding* cativo, nem taxas de juros determinadas, captando recursos no mercado. Prevê, a captação de recursos em um mercado secundário de títulos de crédito e recebíveis imobiliários.

O SFI não estabelece limites de taxas, financiamento, valor de imóvel ou qualquer outra barreira em suas operações, sendo “livremente pactuadas entre as partes” e estabelecendo apenas algumas condições vitais ao equilíbrio financeiro e econômico contratual (ROYER, 2011). Tais condições são definidas no art. 5º da Lei 9.514:

- I- Reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste;
- II- Remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato;
- III- Capitalização dos juros;
- IV- Contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente.

Para securitização seus principais instrumentos são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e para segurança jurídica utiliza a alienação fiduciária.

Alguns autores, órgãos e associações de empresas (ABECIP, 1995; FGV PROJETOS, 2007; SANTOS, 1999; SINDUSCON/CBIC) acreditam que a criação do SFI seria uma solução aos problemas enfrentados pelo SFH, reformulando o sistema. Tal afirmação fica claro no

documento elaborado pela FGV Projetos (2007), quando diz que em um cenário desfavorável onde o SFH estava profundamente fragilizado, “buscaram-se mecanismos para contornar a crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)”.

O SFI foi um marco regulatório da participação e da operação de instituições financeiras e correlatas no financiamento imobiliário e no mercado de capitais, sendo ainda um sistema criado na expectativa de melhorar a segurança aos agentes envolvidos no processo do crédito imobiliário, principalmente os investidores (ROYER, 2011).

Ocorre, porém, que devido às altas taxas de juros e aos entraves institucionais e jurídicos como os altos custos de execução de hipotecas, o novo sistema não avançou muito em relação à questão habitacional, obtendo maior êxito em edificações comerciais (FGV PROJETOS, 2007).

Um debate promovido pela Câmara Americana do Comércio de São Paulo e pela Universidade de Colorado, em um Fórum ocorrido em 1999, apontava que para fomentar um mercado de crédito imobiliário o Governo Brasileiro precisaria considerar a criação de programas de seguro total ou parcial e garantia à securitização; o fornecimento de empréstimos a instituições do mercado secundário; envolvimento patrimonial e no mínimo a criação de uma instituição de propriedade do governo que pudesse assegurar diversos empréstimos hipotecários, garantindo liquidez aos recebíveis imobiliários, aumentando assim a oferta de financiamentos imobiliários e habitacionais (KAPLAN; MEIN, 1999).

Em concepção semelhante ao Fórum, Vedrossi (2002) e Royer (2011) concordam que para o mercado investidor sentir-se atraído pelas operações do SFI, deveria o governo brasileiro flexibilizar ao máximo as regras do financiamento imobiliário permitindo que o próprio mercado definisse o equilíbrio da oferta e da demanda, já que as decisões dos agentes econômicos no mercado tendem a gerar o equilíbrio.

A criação do SFI foi uma tentativa do governo de reaquecer o mercado imobiliário com a introdução de novos instrumentos de captação de recursos e a alienação fiduciária trazendo maior segurança às operações. Porém, graves crises externas, problemas econômicos internos, altas taxas de juros, baixo nível de crescimento, dentre outros fatores demonstraram que o novo Sistema não obtivera o êxito esperado, continuando o SFH a financiar mais que o SFI (PINTO, 2015).

Em meados de 1999, a falência da Encol, uma grande Construtora de imóveis habitacionais, deixando milhares de famílias sem o imóvel que já haviam quitado, fez-se sentir seu impacto financeiro reduzindo ainda mais a confiança no mercado imobiliário.

Em 2003, criou-se o Ministério das Cidades com a função de elaborar, acompanhar e avaliar os instrumentos necessários para implantação da Política Nacional da Habitação (PNH).

Em 2004, surge a Lei 10.931 que trata sobre o Patrimônio de Afetação e o Regime Especial de Tributação, com o objetivo de proporcionar maior segurança aos compradores em relação a conclusão da obra e entrega das unidades.

Mas até 2005 ainda haviam entraves que dificultavam as empresas no processo operacional para a produção de empreendimentos voltados à classe média impedindo sua alavancagem, como a falta de um sistema de financiamento adequado para comercialização dos imóveis, e ainda a ausência de instrumentos de captação de recursos de terceiros (ROCHA LIMA E GREGÓRIO, 2008).

Nesse cenário, as empresas precisavam adequar-se à capacidade de pagamento dos consumidores, retardando muitas vezes seu ciclo produtivo. Isso por um lado gerava maiores custos de produção e baixa produtividade, e por outro lado, impedidas de aumentarem os preços para não correrem o risco de redução na demanda, as empresas perdiam sua margem operacional, e conseqüentemente caía sua taxa de retorno reduzindo a atratividade de investimentos no setor. E, mesmo após os imóveis prontos, devido à carteira de recebíveis ainda pendente, estendia-se o *payback* dos investimentos, gerando queda na confiança dos investidores (BARZI, 2015).

Em 2007 com o objetivo de retomar as obras de infraestrutura urbana, social, logística e energética do país, o Governo Lula lança o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), onde a maioria dos recursos seria repassada para a promoção de expansão e desenvolvimento habitacional (PINTO, 2015). E, com a crise econômica mundial de 2008, o governo brasileiro injetou R\$ 41,8 bilhões no Programa em 2009, visando evitar o impacto da crise no ritmo do crescimento do país. Cerca de 83,9% dos recursos aplicados no PAC nesse período, foram destinados ao setor habitacional.

Nesse mesmo período, o governo brasileiro utilizou o setor habitacional como alvo prioritário na geração de emprego e crescimento econômico, criando o Programa Minha Casa Minha Vida - PMCMV (PINTO, 2015).

2.2.3. Programa Minha Casa Minha Vida

Criado através da Medida Provisória nº 459 de março de 2009 e transformado na Lei nº 11.977 em Julho de 2009, o Programa Minha Casa Minha Vida constitui-se numa tentativa do Governo Brasileiro em resolver o problema do Déficit Habitacional, tendo como finalidade

conforme art. 2º da referida medida “criar mecanismos de incentivo à produção e aquisição de novas unidades habitacionais pelas famílias com renda até dez salários mínimos”. Desde então, o Programa ajudou milhares de pessoas a realizarem o sonho da moradia própria, além de ser um importante incentivo à economia, principalmente ao Setor de Construção Civil.

Romagnoli (2012, p. 2) em artigo onde retrata as contribuições do Programa Minha Casa Minha Vida, salientou que

O Governo Federal, além de expedir medidas de incentivo à liquidez na economia doméstica (mudança nas regras do recolhimento sobre depósitos compulsórios) e das políticas de estabilização cambial (leilões de parte das reservas cambiais, com o objetivo de estabilizar a cotação do dólar), passa a criar estímulos diretos à atividade econômica.

Assim, dada a importância do setor de Construção Civil que impacta a economia nacional tanto na geração de empregos quanto no comportamento do PIB, parte desses estímulos foram destinados à Construção Civil e infraestrutura (ROMAGNOLI, 2012).

O programa foi originalmente criado para ser desenvolvido em três fases, com o foco principal na população de baixa renda. Atualmente encontra-se na terceira fase, tendo passado por modificações no início de 2017 ajustando principalmente as faixas de renda e condições de financiamento, conforme dados da Caixa Econômica Federal.

Conforme publicação do site Governo do Brasil em 2016, desde a sua criação até 2016 o Programa Minha Casa Minha Vida havia financiado mais de 4,6 milhões de casas, com mais de 2,6 milhões já entregues, demonstrando ser a maior iniciativa para enfrentar a questão habitacional da história do país.

O diretor do Departamento da Indústria da Construção (Deconcic) da FIESP em 2016, Carlos Eduardo Auricchio defendia a transformação do programa em uma política de Estado enfatizando que

Isso garantirá a sua continuidade até que a carência de moradias no País seja sanada, traria a regularidade e segurança necessárias para que os investimentos ocorram. A indústria da construção possui grande capacidade de atuar nesse processo, se houver condições financeiras.

Em outubro de 2015, por meio da Medida Provisória nº 698, alterou-se a Lei do Programa Minha Casa Minha Vida para dispor sobre operações de financiamento habitacional com desconto ao beneficiário concedido pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS para aquisição de imóveis no âmbito do Programa construídos com recursos do Fundo de Arrendamento Residencial – FAR. Em síntese, ficou definido uma “fonte alternativa de recursos ao PMCMV para assegurar o fluxo de pagamentos do FAR para obras em andamento,

com efeito positivo sobre a geração de emprego e renda no setor da construção civil, que é intensivo em mão de obra” (LAAN e PINTO, 2015).

O Programa passou por diversas modificações e ajustes desde a sua criação, e segundo a Caixa Econômica Federal, em parceria com os estados, municípios, empresas e entidades sem fins lucrativos, ainda oferece condições atrativas para o financiamento de moradias nas áreas urbanas para famílias de baixa renda.

As condições apresentadas atualmente segundo as faixas de renda de cada família, disponíveis no site da Caixa Econômica Federal (2018) são:

- **1ª faixa:** famílias com renda de até R\$ 1.800,00 mensal. O financiamento pode ser feito em até 120 meses, com prestações mensais que variam entre R\$ 80,00 e R\$ 270,00, conforme a renda bruta familiar. E, a garantia é o próprio imóvel adquirido. Nessa faixa, a maior parte do valor do imóvel é financiada pelo Governo.
- **2ª faixa:** famílias com renda de até R\$ 2.600,00 mensal. Aqui o financiamento do imóvel pode ser feito a uma taxa de juros de 5% ao ano e um prazo de pagamento de até 30 anos. Além de contar com subsídios do governo de até R\$ 47,5 mil reais.
- **3ª faixa:** famílias com renda mensal de até R\$ 4.000,00. A taxa de juros varia entre 5,5% e 7% ao ano e o prazo de financiamento é de até 30 anos. E, o Governo subsidia até R\$ 29 mil na compra do imóvel.
- **4ª faixa:** famílias com renda de até R\$ 7.000,00 mensais. A taxa de juros anual é de 8 %. E, o prazo limite para o financiamento também é de 30 anos.

O financiamento admite imóveis em alvenaria, novo, pronto ou na planta, localizado na área urbana. O recurso disponível no Fundo de Garantia pode ser utilizado para amortizar ou liquidar o saldo devedor do financiamento.

Outro aspecto importante do Programa é a oferta de linhas de crédito destinada à construção de empreendimentos habitacionais em parceria com o Poder Público, com recursos provenientes do FAR – Fundo de Arrendamento Residencial e do FGTS.

Conforme Vasconcelos e Mendes (2010)

É inegável que a construção civil ajudou o país a vencer a apatia econômica provocada pela crise mundial. Um dos números que melhor exemplifica essa afirmação vem do mercado de trabalho. Entretanto, o setor também sentiu os impactos da turbulência da economia mundial. As atividades declinaram especialmente a partir de setembro de 2008 [...]. No meio da dificuldade geral, o programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV) trouxe a esperança de volta, dando um novo impulso ao setor.

O setor de Construção Civil foi impulsionado pelo Programa Minha Casa Minha Vida, mas suas fontes de financiamento não se restringem ao Programa. Na próxima seção será discorrido sobre a importância do financiamento do setor.

2.2.4. Financiamento do Setor de Construção Civil

Uma das características do financiamento imobiliário é o fato de ser uma atividade de longo prazo, impulsionada por juros e renda. Nesse contexto, um estudo da FGV Projetos (2007) ressaltou que:

Um quadro econômico estável é condição necessária para as tomadas de decisões dos agentes participantes desse mercado, sejam tomadores de crédito, sejam intermediários financeiros. A estabilidade tem reflexos diretos sobre o custo do crédito e sobre o grau de riscos envolvidos nas operações.

Isso pressupõe que o bom funcionamento do mercado de crédito imobiliário requer políticas fiscal e monetária que reduzam o endividamento público, e a pressão sobre as taxas de juros, reduzindo também os custos regulatórios, eliminando as travas e restrições ao crédito (FGV PROJETOS, 2007).

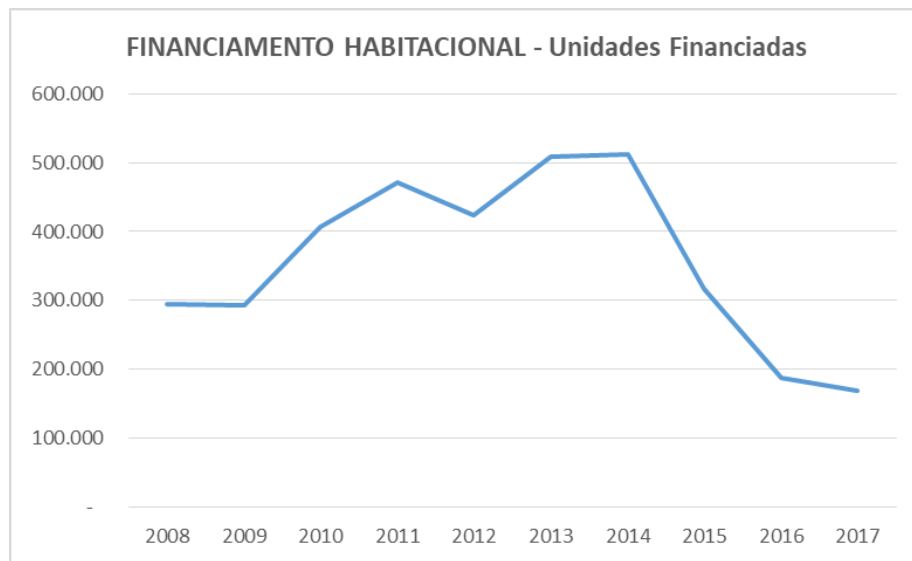
No Brasil, nota-se que houve uma oscilação do financiamento habitacional tanto em termo de quantidade de unidades quanto em valores financiados no período entre 2008 a 2017, conforme a tabela e figura abaixo:

Tabela 1 - Financiamento Habitacional em unidades e valores

FINANCIAMENTO HABITACIONAL				
Construção + Aquisição				
Período	Unidades	Varição %	Valor (R\$)	Varição %
2008	294.152		29.083.166.254,00	
2009	293.522	- 0,21	32.955.176.364,00	13,31
2010	406.263	38,41	54.078.012.184,00	64,10
2011	472.041	16,19	75.104.706.684,00	38,88
2012	423.019	- 10,39	76.529.259.812,00	1,90
2013	508.974	20,32	102.890.000.000,00	34,45
2014	512.562	0,70	105.840.000.000,00	2,87
2015	317.314	- 38,09	68.820.000.000,00	-34,98
2016	188.339	- 40,65	43.970.000.000,00	-36,11
2017	170.007	- 9,73	41.930.000.000,00	-4,64

Fonte: BACEN disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFHESTAT>. Acesso em 01 de maio de 2018

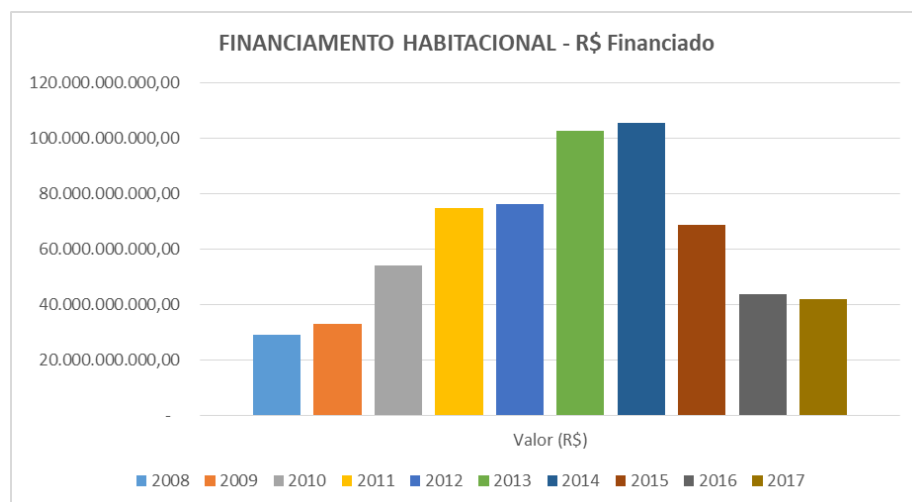
Figura 4 - Financiamento Habitacional por Unidades Financiadas



Fonte: BACEN disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFHESTAT>. Acesso em 01 de maio de 2018

Pelo gráfico exposto percebe-se que houve um aumento na quantidade de unidades financiadas no período de 2008 a 2014, e nos períodos seguintes entre final de 2014 a 2017 um declínio constante nos financiamentos habitacionais. De modo semelhante, o financiamento habitacional em valores apresentou oscilação, como demonstrado na figura a seguir.

Figura 5 - Financiamento Habitacional por Valor Financiado



Fonte: BACEN disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFHESTAT>. Acesso em 01 de maio de 2018

O setor da construção civil requer estabilidade macroeconômica para se expandir (FRANCO, 2012). Porém, ainda que o país apresente um desempenho econômico positivo favorecendo o setor, isso não garante a sua continuidade, “caso as fontes de financiamento não

sejam suficientes para alimentar a aquisição de moradias, ou o crédito não possua condições de prazo e juros acessíveis”.

Os principais financiamentos ofertados pela Caixa Econômica Federal para construção de empreendimentos habitacionais em áreas urbanas são:

- **Imóveis na Planta** – linha de crédito para produção de empreendimentos habitacionais por meio de financiamento direto a pessoas físicas.
- **Alocação de Recursos** – Financiamento para empreendedores, pessoa física ou jurídica, que produzem empreendimentos com recursos próprios ou de terceiros.
- **Apoio à Produção** – produto exclusivo para empresas do ramo de construção civil que querem construir rapidamente.
- **Plano Empresa para Construção Civil** – financiamento simplificado a empresas para produção de empreendimentos residenciais.

2.3. O Setor da Construção Civil

Um dos principais setores industriais do Brasil é a Construção Civil, com forte impacto sobre os demais setores e cadeias produtivas das atividades econômicas (BUILDIN, 2018; SEBRAE, 2008).

Estudos da FGV Projetos (2017) em parceria com a ABRAMAT (Associação Brasileira da Indústria Materiais de Construção) demonstraram que a cadeia produtiva da Construção Civil registrou um valor adicionado (PIB) de R\$ 460 Bilhões, respondendo a 7,3% do PIB brasileiro de 2016. Em toda a cadeia da construção, 11,6 milhões de ocupados geraram R\$ 200,8 bilhões em remunerações. O setor da Construção respondeu por 66,2% do valor gerado e 69% das ocupações.

Tabela 2 - PIB e Participação da Cadeia da Construção

	PIB		Pessoal Ocupado	
	R\$ milhão	(%)	Pessoas	(%)
Construção	305.027	66,24%	8.005.663	69,06%
Indústria de Materiais	54.334	11,80%	663.997	5,73%
Comércio de Materiais	39.432	8,56%	992.741	8,56%
Serviços	23.306	5,06%	553.085	4,77%
Máquinas e Equipamentos	3.150	0,68%	51.249	0,44%
Outros Fornecedores	35.230	7,65%	1.326.208	11,44%
Total da Cadeia	460.479	100,00%	11.592.943	100,00%

Fonte: FGV Projetos. Perfil da Indústria de Materiais de Construção. Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, set. 2017. Disponível em: <<http://www.abramat.org.br/datafiles/perfil-da-cadeia-2017-versao-site.pdf>> Acesso em: 06 mar. 2019

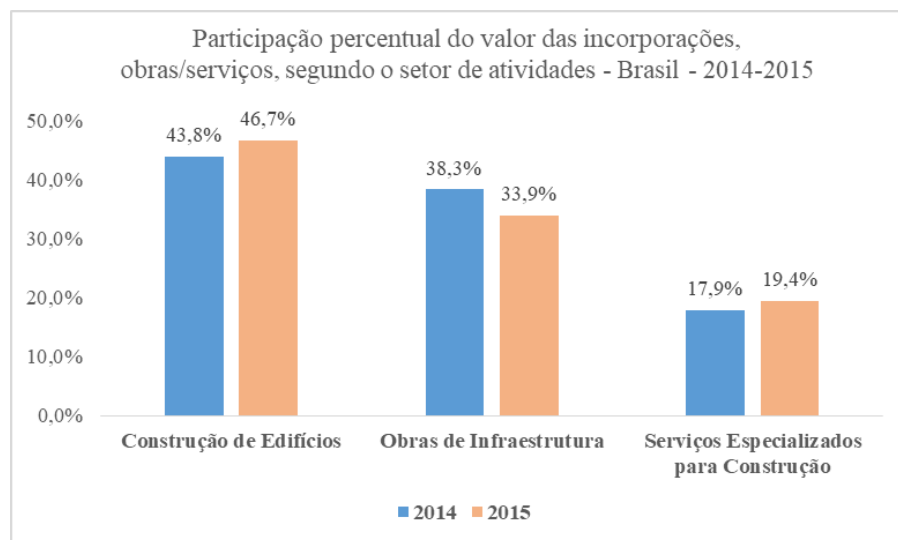
Os estudos revelam também que em 2016 os impostos e taxas gerados pela cadeia produtiva da Construção somaram R\$ 112,5 bilhões, representando uma carga tributária de 24,4% sobre o valor adicionado da cadeia.

No Brasil a Construção Civil é composta por uma complexa cadeia produtiva que envolve segmentos como: mineração, siderurgia de aço, metalurgia, vidro, cerâmica, madeira, plásticos, equipamentos elétricos e mecânicos, fios e cabos e diversos prestadores de serviços como arquitetos, engenheiros, empreiteiros etc. (AMORIM e MELLO, 2009).

O SEBRAE (2005) analisando o perfil setorial da Construção Civil, o classificou em três subsetores: Edificações; Construção Pesada; e Montagem Industrial.

Em especial o subsetor de Edificações, foco desse estudo, até 2015 manteve-se como o setor que mais contribuiu para o valor corrente das incorporações (R\$ 165,7 bilhões), representando 46,7% do total, conforme estudos do PAIC (2015).

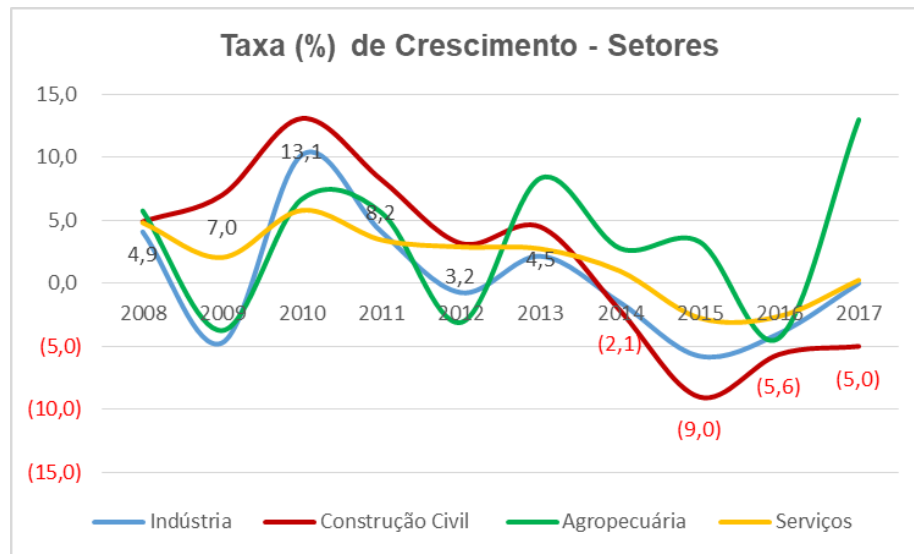
Figura 6 - Participação Percentual por subsetor de atividades



Fonte: IBGE, Pesquisa Anual da Indústria da Construção 2014-2015

Apesar do crescimento do subsetor no período apresentado acima, numa análise do setor de construção civil no período entre 2008 a 2017 notou-se uma redução na Taxa Real de Crescimento anual, demonstrando ainda ser o setor com maior crescimento e maiores quedas, chegando a crescer em média 13,1% em 2010 e a decrescer cerca de -9,0% em 2015, conforme tabela abaixo.

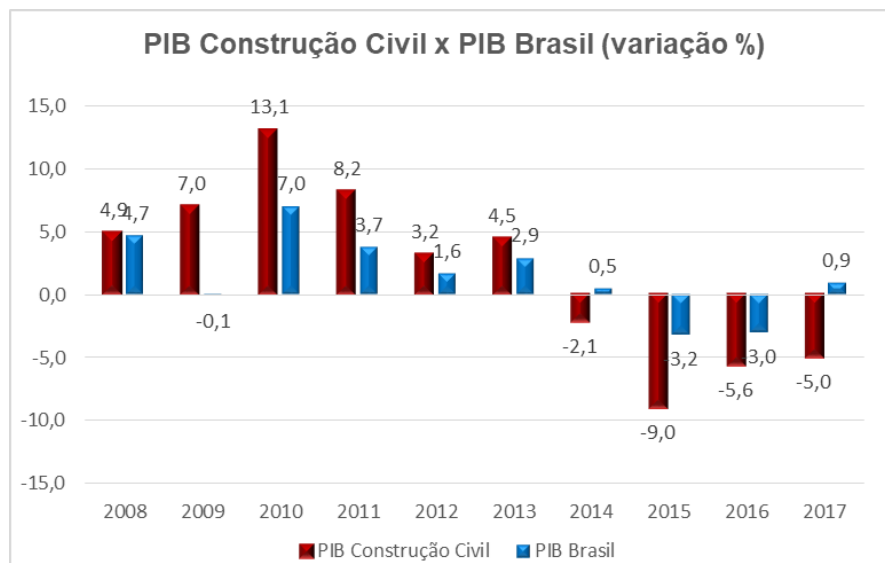
Figura 7 - Taxa (%) de Crescimento - Setores



Fonte: IBGE - Diretoria de Pesquisas. Coordenação de Contas Nacionais, disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/pib-e-investimento/pib-brasil-e-construcao-civil>. Acesso em 10 de maio de 2018.

Na sequência, nota-se a oscilação da participação do PIB Construção Civil em relação ao PIB Brasil, apresentando momentos de auge entre 2008 a 2011, e posteriormente, no final de 2014 a 2017 um forte declínio, chegando a apresentar variação negativa.

Figura 8 - Comparativo PIB Brasil x PIB Construção Civil (variação %) - 2008 a 2017



Fonte: IBGE - Diretoria de Pesquisas. Coordenação de Contas Nacionais, disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/pib-e-investimento/pib-brasil-e-construcao-civil>. Acesso em 10 de maio de 2018.

A redução no crescimento do setor mostra que o setor da Construção Civil pode ser afetado por fatores de risco conjunturais como: elevação da taxa de juros; volatilidade dos preços dos materiais e equipamentos da construção; queda dos preços de vendas dos empreendimentos; desequilíbrio entre prazos e taxas de juros contratados em financiamentos e concedidos em contratos de venda aos clientes; inadimplência dos clientes; taxas de inflação; políticas de distribuição de renda e de crédito, dentre outros, conforme afirma Tavares (2008, p. 52).

Importante ressaltar ainda que o Setor de Construção Civil, possui peculiaridades como: longo período de produção necessitando de fontes de financiamento de longo prazo; produção de bens de elevado valor que também requer concessão de prazos longos aos clientes; elevada variabilidade das margens rentabilidade devido as diferenças entre obras, locais; processo produtivo composto por etapas que em caso de dificuldade compromete a continuidade das demais.

Assaf Neto (2007, p. 343) confirma essas peculiaridades:

A complexidade do negócio de construção requer uma estrutura administrativa, que vai da área técnica que elabora o projeto até o setor jurídico que trata das relações entre os clientes e a empresa. Esses fatores, combinados, geram a demanda por indicadores internos altamente sofisticados para que sejam evitados os desperdícios comuns no processo de construção e para que se possa planejar, organizar, decidir e controlar (administrar) as atividades de uma empresa de construção civil.

E, reforça que “além do ciclo operacional maior, a relação entre um cliente e uma construtora que lhe vendeu um imóvel residencial, por exemplo, pode ser mais longa ainda, pois a empresa costuma oferecer uma garantia de, no mínimo, cinco anos” (ASSAF NETO, 2007, p. 338).

Assim devido ao ciclo operacional longo, bem como produtos de alto valor gerados no Setor de Construção Civil, é esperado que a atividade no setor seja muito sensível ao crédito nele injetado, de modo que o desafio das empresas é equalizar crescimento com endividamento, já que o setor expande com a contratação de crédito (FRANCO, 2012).

3. METODOLOGIA

Através deste trabalho buscou-se analisar os efeitos do crédito imobiliário brasileiro nas decisões de financiamento de uma empresa do Setor de Construção Civil. A escolha em analisar uma empresa desse segmento, deu-se primeiramente pelo anseio no desenvolvimento de um trabalho mais prático e que contribuísse na orientação aos gestores financeiros de Construtoras, evitando decisões que possam prejudicar o resultado financeiro dos seus negócios. Outro motivo, é a importância do Setor de Construção Civil no desenvolvimento econômico do país, suscitando a necessidade de empresas mais fortalecidas e com vitalidade contínua. E, por fim, a contribuição que poderá proporcionar ao meio acadêmico a junção da teoria à uma situação real, gerando um olhar crítico sobre os temas abordados e uma motivação ao aprofundamento dos mesmos.

Para classificação metodológica da pesquisa, tomou-se por base as taxionomias de tipos de pesquisa apresentadas por Vergara (2000), que propõe dois critérios básicos: a) quanto aos fins; b) quanto aos meios.

Quanto aos fins, foi desenvolvida uma pesquisa descritiva e explicativa. A pesquisa descritiva é definida como aquela que expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno, podendo estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza (VERGARA, 2000, p. 47). Assim, buscou-se expor as decisões de financiamento adotadas pela Construtora estudada e a influência das mudanças no Crédito Imobiliário Brasileiro nessas decisões.

O objetivo da pesquisa explicativa é esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno, justificando os motivos (VERGARA, 2000). A utilização deste modelo de pesquisa proporcionou a análise dos fatores que influenciaram o auge e declínio da Construtora objeto de estudo.

Quanto aos meios, a pesquisa foi desenvolvida através de um estudo de caso, utilizando também a pesquisa bibliográfica e documental. Bibliográfica para embasamento teórico dos temas: As decisões de financiamento; O Sistema Financeiro Nacional; O Sistema Financeiro Habitacional e Imobiliário no Brasil; O Crédito Imobiliário Brasileiro; Importância do Financiamento do Setor de Construção Civil. E, foi documental por que também utilizou documentos internos da Construtora, inerentes ao objeto de estudo.

O estudo de caso foi desenvolvido em uma Construtora, do segmento de Edificações, situada em Montes Claros na região Norte de Minas Gerais, que iniciou suas atividades em 2006, obtendo uma ascensão financeira em meados de 2008 a 2014, e posteriormente entre os

períodos de 2015 a 2017 enfrentou resultados negativos, culminando no declínio financeiro e paralização de suas atividades.

O uso do estudo de caso é adequado quando se pretende investigar o como e o porquê de um conjunto de eventos contemporâneos. É uma investigação empírica que permite o estudo de um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real (YIN, 2005). O que justifica a escolha do método para a pesquisa, uma vez que o objetivo era estudar o impacto causado pelas mudanças no Crédito Imobiliário Brasileiro nas Decisões de Financiamento de uma Construtora do Norte de Minas no período de 2014 a 2017.

Gil (2009) destaca que os estudos de caso têm alguns propósitos:

- 1) Explorar situações da vida real cujos limites não estão claramente definidos;
- 2) Preservar o caráter unitário do objeto estudado;
- 3) Descrever a situação do contexto em que está sendo feita uma determinada investigação;
- 4) Formular hipóteses ou desenvolver teorias e
- 5) Explicar as variáveis causais de determinado fenômeno em situações complexas que não permitam o uso de levantamentos e experimentos.

Desta forma, analisou-se as decisões de financiamento adotadas pela empresa no período de 2014 a 2017, relacionando o seu desempenho financeiro no período aos resultados apresentados por outras empresas do mesmo setor e atividades similares no mesmo período.

Para analisar o grau de relação entre as mudanças no crédito imobiliário (em termos de valores e unidades financiadas) e as decisões de financiamento adotadas pela empresa, foram utilizados os relatórios contábeis da empresa, e dados estatísticos do setor imobiliário publicados pelo Banco Central do Brasil, CBIC, IBGE e FGV.

O recorte temporal adotado na dissertação foi escolhido conforme o período de ocorrência das oscilações, auge e declínio, do desempenho financeiro da empresa analisada. No entanto, apesar do desejo em analisar um período maior, devido a mudanças na gestão contábil da empresa e principalmente à paralisação das suas atividades ao final de 2017, o período de análise limitou-se a 2014 a 2017.

O planejamento do estudo de caso foi feito através de um protocolo que é mais do que um instrumento, contendo procedimentos e regras a serem seguidas. O protocolo tem ainda a característica de “aumentar a confiabilidade da pesquisa de estudo de caso e destina-se a orientar o pesquisador ao conduzir o estudo de caso” (YIN, 2005, p. 89).

O protocolo foi elaborado conforme Yin (2005, p. 89-91):

- a) Visão geral do projeto do estudo de caso;
- b) Procedimentos de Campo;
- c) Questões do Estudo de Caso;
- d) Guia para o relatório do Estudo de Caso.

Além das técnicas quanto aos fins e aos meios, foram utilizados também reuniões com os sócios para entendimento da situação vivenciada pela empresa e conhecimento da sua história. Para análise da situação financeira da empresa foram utilizados Indicadores de Desempenho Econômico-Financeiro: Índices de Liquidez; Índices de Rentabilidade; Índices de Endividamento; e Custo de Capital.

O trabalho foi conduzido fora da empresa uma vez que suas atividades estavam paralisadas desde o final de 2017, e as entrevistas foram aplicadas aos sócios em seus escritórios particulares. A identidade e integridade da empresa foram preservadas mantendo-se o sigilo, definindo-a nesta dissertação como: Construtora MOC.

No próximo tópico apresenta-se o modelo de protocolo de estudo utilizado.

3.1. Protocolo do Estudo

3.1.1. Procedimentos

- A. Agendamento da visita inicial à empresa: 05/02/2018
- B. Contato: Sócio-administrador
- C. Objetivos do contato:
 - Obtenção das informações gerais da empresa como objetivos de sua criação, expectativas e planejamento estratégico, e sua atual situação;
 - Verificação da disponibilidade dos dados necessários à execução do trabalho;
 - Autorização para a realização do estudo da empresa e apresentação da proposta de tema, problema e objetivos do trabalho.
- D. Patrocínio: a própria empresa. É interesse do Sócio Administrador o estudo investigativo da sua situação financeira para efeitos de comprovação se houve influência do cenário de mudanças no Crédito Imobiliário em seus resultados.
- E. Leitura-base:
 - ASSAFNETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 6ª ed. São Paulo: Atlas. 2014a.

- DAMODARAN, Aswath. *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FGV Projetos. *O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios*. Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, 2007.

F. Procedimentos de campo:

Informações gerais:

- Dados gerais da empresa.
- Histórico da Empresa: visão dos processos de planejamento estratégico e financeiro adotados pela empresa no período de 2014 a 2017.
- Análise Bibliográfica sobre Decisões de Financiamento, Crédito Imobiliário Brasileiro e Setor de Construção Civil.

Verificação do desenvolvimento para coleta de dados:

- Autorização para desenvolvimento do estudo na empresa.
- Apresentação ao Sócio Administrador dos procedimentos que seriam adotados e a forma como o estudo seria desenvolvido.
- Contato com os sócios, funcionários e prestadores de serviço que forneceram as informações e dados necessários durante a pesquisa.
- Levantamento dos relatórios que seriam disponibilizados junto à assessoria Contábil e Econômica da empresa.

3.1.2. Questões para o Estudo de Caso

O ponto central do protocolo é um conjunto de questões substantivas que refletem a investigação real (YIN, 2005). Para tanto, as questões serviram de lembretes ao pesquisador sobre as indagações coletadas e seus motivos, e foram acompanhadas de uma lista de fontes prováveis de evidências.

Questão 1. Qual a disponibilidade dos gestores da empresa em acompanhar as análises realizadas e contribuir com as informações necessárias?

Questão 2. Os relatórios contábeis são suficientes para analisar o desempenho financeiro da empresa? Ou serão necessários dados gerenciais?

Questão 3. A empresa seguia um planejamento estratégico durante o período analisado?

Questão 4. Quem eram os responsáveis pelas decisões gerenciais e financeiras na empresa no período analisado? Eles estão dispostos a responder questionários e entrevistas durante a pesquisa?

Questão 5. Quais as opções de financiamento a empresa podia contar? Houve alguma restrição de crédito no período estudado?

Questão 6. Qual a expectativa da empresa quanto aos resultados da pesquisa?

Questão 7. Quais benefícios a pesquisa desenvolvida trará aos objetivos profissionais do pesquisador?

3.1.3. Fontes de Evidências

- Relatórios Contábeis e Financeiros;
- Relatório de Despesas Financeiras gerado por Perícia Econômica externa;
- Reuniões com os sócios;

3.2. O Caso Construtora MOC

3.2.1. Perfil da Construtora MOC

A partir de algumas reuniões com dois sócios da empresa, realizadas individualmente em tempos distintos, foi levantado a sua história e suas perspectivas no mercado imobiliário. Estas reuniões eram conduzidas pela autora onde foi solicitado aos sócios que relatassem livremente a sua visão sobre a história da empresa e também sobre as dificuldades enfrentadas que levaram ao seu declínio. Desta forma, os próximos parágrafos representam a fala destes sócios editada em formato textual para facilitar o entendimento.

A Construtora MOC, está inserida no setor da Construção Civil, localizada na cidade de Montes Claros, região Norte de Minas Gerais. Iniciou suas atividades no ano de 2006 como uma sociedade familiar, composta por um tio que já era administrador de outros negócios e um sobrinho estudante de engenharia civil e também empresário em um comércio do ramo de supermercados. Em 2012, a empresa aumenta o seu quadro societário com a entrada de um novo parceiro, formado em Arquitetura e que já desempenhava a função de Diretor Administrativo da Construtora desde a sua constituição.

O início da empresa deu-se a partir da mente visionária do seu sócio majoritário sempre atento às oportunidades do mercado. Com o advento da lei 10.931 de 2004 que trata sobre o

Patrimônio de Afetação e o Regime Especial de Tributação, e recordando que o investimento imobiliário foi um impulsionador à recuperação da economia de Nova Iorque na quebra da bolsa de valores em 1929, este sócio decide aplicar suas reservas financeiras neste mercado no intuito não apenas de obter melhor retorno financeiro como também contribuir com o crescimento imobiliário nacional, através de construções de qualidade.

Inicialmente empreenderam a construção de dois prédios residenciais pequenos, totalizando 44 unidades construídas. Em meados de 2010 já conseguem alavancar uma construção de condomínio financiado pelo Programa Minha Casa Vida, composto de 436 unidades com infraestrutura completa de lazer e segurança aos condôminos. A partir do sucesso deste projeto, a empresa foi contemplada com alguns certificados e premiações como o Prêmio Mineiro de Produtividade, Prêmio Mineiro de Excelência em Gestão, certificação de qualidade através do PBPQ-H, ISO 2001, dentre outros.

Em seu manual de planejamento estratégico relatam a missão de “atuar no mercado financeiro, através do negócio imobiliário, com o emprego da melhor tecnologia, conquistando a efetividade, a confiança e credibilidade”. Como valores destacavam: “Prosperidade – ir o mais longe possível contornando os obstáculos; respeito mútuo – atuar com ética; aprendizado – aprender e renovar sempre; racionalidade – fazer mais com menos”.

Numa análise de suas características destacaram como fortalezas tanto nas reuniões quanto nos planejamentos apresentados a cultura de qualidade presente na empresa desde o seu início; a agilidade na tomada de decisões; uma infraestrutura e equipamentos novos e próprios; a credibilidade no mercado apesar do pouco tempo de atuação; abertura a novas tecnologias; a racionalização de custos e processos e uma liderança qualificada.

E, como fraquezas sentiram a carência de uma estrutura administrativa adequada; de uma gestão contábil também voltada às necessidades do negócio; e o pouco conhecimento de normas, legislações e incentivos que pudessem favorecer o negócio.

Apesar de seus pontos fracos, a empresa que iniciou timidamente com apenas 15 funcionários, atingiu o patamar médio de 345 colaboradores fomentando a economia local pela geração de empregos e melhor qualidade de vida.

O sócio administrador relatou que “neste cenário que indicava uma propensão ao sucesso e entendendo que existia uma maior flexibilidade na liberação de créditos pelas instituições financeiras, até ousamos empreender novos projetos para atendimento a públicos com perfis mais sofisticados, e também expandimos investindo na aquisição de máquinas que poderiam ser locadas a outros construtores gerando mais uma fonte de renda”.

3.2.2. O declínio da Construtora MOC

Vislumbrando a expansão relatada pelos sócios, no início de 2014 a Construtora MOC efetivou a contratação de uma linha de crédito imobiliário que seriam investidos em um empreendimento voltado a um público alvo com perfil mais sofisticado.

Um Contrato Particular em Abertura de Crédito e Mútuo para Construção de Empreendimento Imobiliário com Garantia Hipotecária e outras Avenças, com Recursos do Sistema Brasileiro de Poupança – SBPE no montante de R\$ 4.210.736,84. O valor seria desembolsado conforme cronograma de obras, e deveria ser pago em 24 parcelas a partir do término da obra, tendo como garantia hipotecária fixada na data do contrato em R\$ 7.783.134,65 através de 28 unidades do empreendimento onde seria aplicado o montante financiado. O referido crédito seria aplicado na fase 1 do empreendimento.

Ocorre que em 30/11/2016, mesmo estando em dia com suas obrigações junto à instituição financeira, por decisão unilateral tal instituição bloqueou um montante de R\$ 805.874,86 referente ao residual de 35 unidades ligadas ao empreendimento. E, além do bloqueio do montante, as 35 unidades referenciadas permaneciam alienadas, perfazendo um total de R\$ 21.458.412,24 em unidades finalizadas e entregues.

Os sócios relatam que “Com do bloqueio do valor que esperávamos, tivemos que recorrer a outras fontes caras, pegando empréstimos com *factorings*, empréstimos pra capital de giro e até mesmo contratos de mútuos com parceiros, para cobrir o fluxo de caixa e isso nos endividou ainda mais”.

Com isso a estrutura de capital muda para uma maior dependência de capital de terceiros que associado à crise econômica e financeira instaurada no país no mesmo período assolando principalmente empresas do setor imobiliário, sua capacidade de liquidez decai prejudicando ainda mais os seus resultados. Sem liquidez e com um histórico de inadimplência, não conseguem acessar novos créditos e totalizam cerca de 12 ações de execução e pedido de penhora de garantias. Tendo que suprir suas demandas com recursos próprios e sem liquidez, acabam por desligar todo o seu quadro de colaboradores, ficando apenas os sócios e um gestor financeiro.

Atualmente, a Construtora MOC representada por seus sócios busca arduamente com o auxílio de consultores especialistas e advogados reaver os valores retidos pela instituição financeira, devidamente corrigidos, na expectativa de conseguirem cumprir suas obrigações pendentes e retomar suas atividades.

Diante deste cenário de decadência que acarretou prejuízos também à população local com o aumento de mais de 300 novos desempregados no mercado, buscou-se então entender o que de fato poderia ter ocasionado a paralisação das atividades desta empresa, avaliando principalmente o impacto da retenção do crédito contratado junto à instituição financeira sobre as suas decisões de financiamento.

Através dos relatórios fornecidos pelos contadores da Construtora MOC serão apresentados na próxima seção os resultados da análise realizada através de indicadores financeiros da sua situação no período de 2014 a 2017.

4. RESULTADOS DO ESTUDO DE CASO

Foram calculados indicadores baseados em Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultado do Exercício dos períodos de 2014 a 2017.

Destaca-se que, conforme notas explicativas disponibilizadas pela Contabilidade no período analisado:

- a) A apuração das Receitas obedeceu ao regime de caixa, assim como procedido para apuração fiscal dos impostos federais.
- b) A empresa é optante pela forma de tributação Lucro Presumido.
- c) A tributação dos imóveis vendidos de dois dos seus empreendimentos obedece ao Regime Especial de pagamento unificado de Tributos aplicáveis às incorporações imobiliárias – RET.
- d) A depreciação dos bens do imobilizado é calculada pelo método linear, em função da estimativa de vida útil dos bens fixada pela legislação fiscal.
- e) O capital social totalmente integralizado no valor de R\$ 2.500.000,00 (Dois milhões e quinhentos mil reais) está representado por 2.500.000 (Duas milhões e quinhentos mil) quotas no valor unitário de R\$ 1,00 (Um real) cada.
- f) Em 2014 apresentava um saldo devedor de Empréstimos e Financiamentos no montante de R\$ 3.934.742,21 (Três milhões, novecentos e trinta e quatro mil, setecentos e quarenta e dois reais e vinte e um centavos), sendo 27% deste valor referente à modalidade de Crédito para Construção; 25% para Capital de Giro e 48% para Financiamento de Máquinas, Equipamentos e Veículos.
- g) Em 2017 apresentava um saldo devedor de Empréstimos e Financiamentos no montante de R\$ 15.137.260,18 (Quinze milhões, cento e trinta e sete mil, duzentos e sessenta reais e dezoito centavos), sendo 52% na modalidade de Crédito para Construção; 23% para Capital de Giro e 25% para Financiamentos de Máquinas, Equipamentos e Veículos.

Para melhor análise, verificou-se também a média dos mesmos indicadores aplicados em 05 empresas do setor de Construção Civil e com público alvo e produtos semelhantes, listadas na BOVESPA.

Foram selecionadas primeiramente empresas listadas na B3 pelo setor de atuação Consumo Cíclico, Subsetor Construção Civil, Segmento de Incorporações. Nesta listagem constavam um total de 20 empresas, e verificando-as individualmente, selecionou-se as 5 que possuíam produtos pelo Programa Minha Casa Minha Vida e outros com estrutura semelhante

à empresa foco deste estudo. São elas: Construtora Tenda S.A; Rossi Residencial S.A; Inter Construtora e Incorporadora S.A; *Cyrela Brazil Reality S.A* e MRV Engenharia e Participações S.A.

Após selecionadas, calculou-se a média dos indicadores dessas empresas e seus resultados são apresentados nas tabelas e figuras sob o título de “Outras”, comparando-as à Construtora MOC.

O cálculo dos indicadores de análise econômico-financeira foi desenvolvido através de pesquisa exploratória dos dados dos demonstrativos anuais das empresas citadas, no período de 2014 a 2017, sendo tais demonstrativos obtidos através da BOVESPA, sendo em todos os casos adotados os balanços consolidados.

4.1. Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez avaliam a capacidade das empresas em cumprir suas obrigações, sendo importante ferramenta no processo de gestão financeira que visa a continuidade dos negócios (SILVA, 1999).

Indicadores de Liquidez maiores que 1 indicam que a empresa possui uma folga financeira para quitar seus compromissos. Iguais a 1 demonstram que os créditos se igualam às obrigações que a empresa tem a pagar. E, menores que 1 indicam que se a empresa precisasse quitar todas as suas atividades num curto prazo, ela não teria recursos suficientes.

Para este trabalho, buscou-se aplicar os indicadores de Liquidez Imediata, Corrente e Seca.

4.1.1. Liquidez Imediata

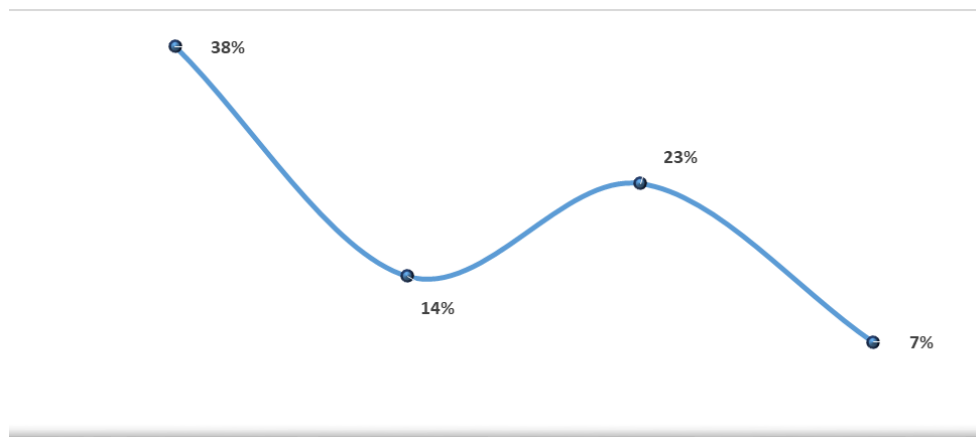
A análise da Liquidez Imediata tem por objetivo mensurar a capacidade da empresa em pagar suas contas de curto prazo, utilizando para tanto apenas os recursos disponíveis (caixa, bancos e equivalentes de caixa). Para tanto calculou-se:

$$Liquidez\ Imediata = \frac{Disponibilidades}{Passivo\ Circulante}$$

Dentre os períodos analisados, na figura a seguir, nota-se que a Construtora MOC apresentou uma redução da sua capacidade de liquidez imediata, ou seja, contando apenas com

recursos disponíveis. Apesar de em todos os períodos analisados apresentar um resultado inferior à 1, o ano de 2017 onde a empresa teve que paralisar suas atividades nota-se uma maior incapacidade de pagamentos.

Figura 9 - Liquidez Imediata 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

4.1.2. Liquidez Corrente e Seca

No indicador de Liquidez Corrente é mensurado a capacidade de liquidação dos compromissos da empresa, em um curto prazo de até 12 meses, enquanto a Liquidez Seca deduz deste cálculo o montante equivalente aos estoques, conforme equações abaixo representadas:

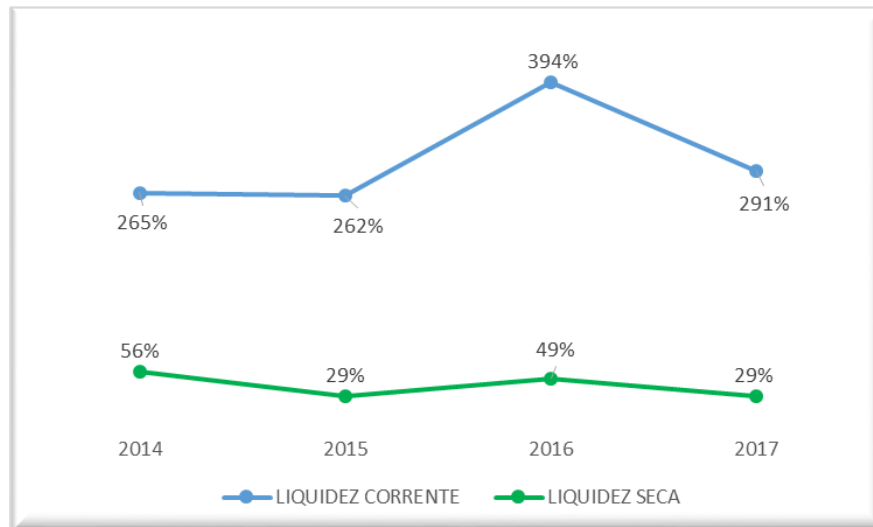
$$Liquidez\ Corrente = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$$

$$Liquidez\ Seca = \frac{(Ativo\ Circulante - Estoques)}{Passivo\ Circulante}$$

Através da Liquidez Seca é possível aos gestores verificar o grau de dependência da empresa em relação aos seus estoques no cumprimento de suas obrigações.

No caso analisado, apesar de apresentar um resultado positivo de liquidez corrente, considerando a liquidez seca a Construtora MOC demonstra conforme figura abaixo, uma dependência em relação aos produtos estocados em todos os anos analisados.

Figura 10 - Liquidez Corrente e Seca 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

4.1.3. Indicadores de Liquidez – análise comparativa

Numa análise comparativa entre a Construtora MOC e as Outras Construtoras analisadas, foram apurados os resultados abaixo:

Tabela 3 - Indicadores de Liquidez Comparativo

	Ano 2014				Ano 2015				Ano 2016				Ano 2017			
	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Outras	Máx	Min	C. MOC	Outras	Máx	Min
Liquidez Imediata	0,38	0,47	0,77	0,10	0,14	0,50	0,75	0,07	0,23	0,45	0,75	0,02	0,07	0,54	1,23	0,02
Liquidez Corrente	2,65	2,15	3,17	1,02	2,62	2,57	3,64	0,70	3,94	2,51	3,48	0,75	2,91	2,63	3,48	0,73
Liquidez Seca	0,56	1,45	2,31	0,67	0,29	1,59	2,66	0,45	0,49	1,55	2,31	0,43	0,29	1,56	2,21	0,46

Fonte: Elaborado pela Autora

Observa-se que quanto à Liquidez Imediata, a Construtora MOC possui capacidade inferior à média das demais empresas, especialmente nos anos 2016 e 2017. E, apesar de possuir uma capacidade de liquidez corrente maior que a média anual das outras empresas, a sua dependência dos estoques compromete essa liquidez.

Analisando que uma empresa teria capacidade de liquidez ao apresentar resultados superiores a 1, nota-se que na Liquidez Seca, a Construtora MOC não teria tal capacidade em nenhum período. Comparando este resultado às demais empresas percebe-se que a Construtora MOC ainda possui uma Liquidez Seca inferior ao menor resultado encontrado.

Tomando como exemplo o ano 2017, a cada R\$ 1,00 de compromissos para pagar em curto prazo, a empresa possui R\$ 2,91 para quitá-los, mas quando retiramos deste montante credor o saldo dos estoques, sua capacidade de pagamento cai para apenas R\$ 0,29, enquanto nas demais empresas a capacidade permanece.

4.2. Indicadores de Rentabilidade

Os Indicadores de Rentabilidade buscam avaliar os resultados obtidos por uma empresa em relação aos parâmetros que melhor a definam (ASSAF NETO, 2007). Desta forma o gestor poderá analisar seus resultados relacionando os lucros ao montante de vendas, ativos ou aos investimentos realizados pelos sócios/acionistas.

Utilizou-se neste estudo os indicadores de Margem Líquida, ROA e ROE.

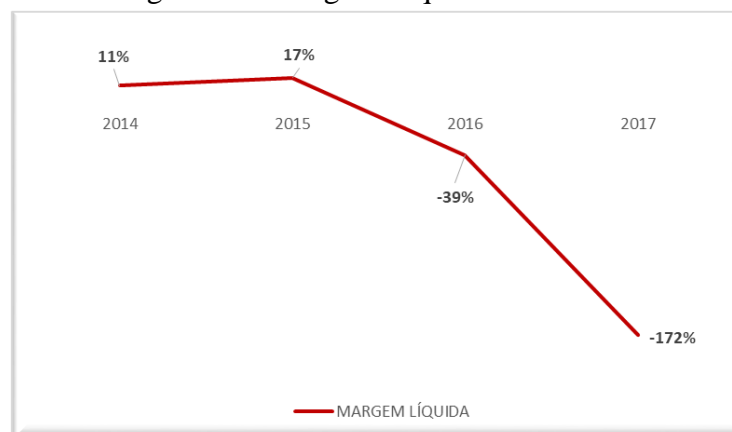
4.2.1. Margem Líquida

No cálculo da Margem Líquida aplicou-se a equação:

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

Na figura a seguir, a empresa apresentou uma margem líquida positiva nos períodos de 2014 a 2015 com uma média de 14% de retorno sobre o faturamento anual. Porém, nos períodos de 2016 a 2017 nota-se um declínio chegando a atingir um prejuízo de mais de 100% do total faturado em 2017.

Figura 11 - Margem Líquida 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

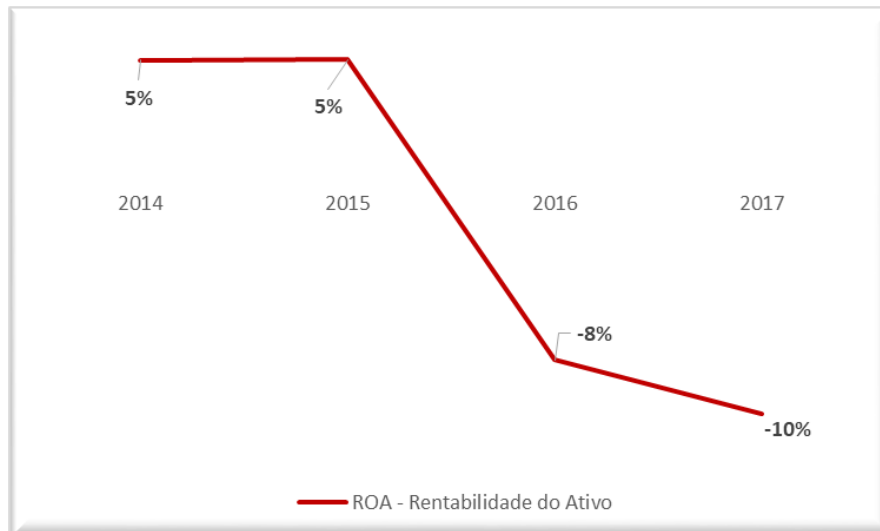
4.2.2. ROA (Return on Assets) – Rentabilidade do Ativo

O ROA é um indicador que busca demonstrar aos gestores qual está sendo a capacidade da empresa em gerar lucros com o total dos ativos que foram investidos nela. O seu cálculo dá-se pela equação:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

De modo semelhante à Margem de Lucro, na figura a seguir, analisando-se os períodos de 2014 a 2015 a empresa apresentou em média 5% de retorno sobre o valor do total investido em seus Ativos. Mas, entre 2016 e 2017 passa a ter um prejuízo de cerca de 10% em relação aos seus Ativos. Ou seja, por apresentar prejuízo nos períodos de 2016 a 2017, indica uma perda de valor dos ativos que ela possui.

Figura 12 - ROA (Rentabilidade do Ativo) 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

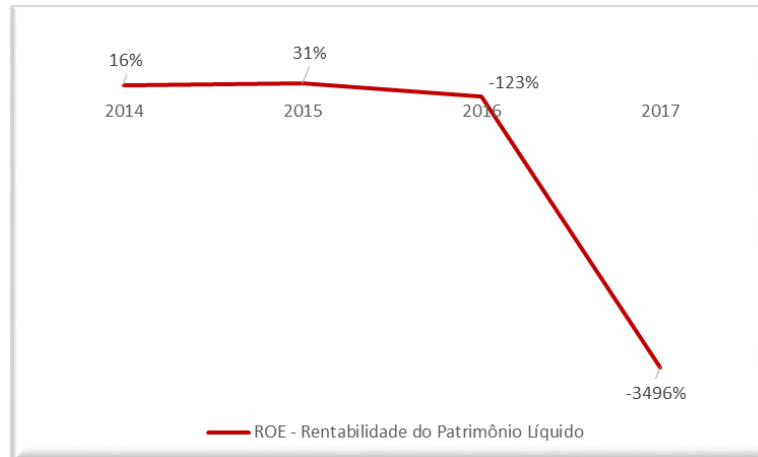
4.2.3. ROE (Return on Equity) – Rentabilidade do Patrimônio Líquido

O ROE indica o retorno do Patrimônio Líquido que representa o capital próprio investido na empresa, por isso, este indicador tem a capacidade de demonstrar o potencial da empresa em gerar lucro a partir dos recursos próprios dos seus sócios/acionistas. Identificado pela equação:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

Em 2014 e 2015, conforme exposto na figura a seguir, nota-se um retorno positivo sobre o capital próprio – Patrimônio Líquido. Porém, 2016 e 2017 marcam um prejuízo tal que no acumulado dos anos, representa montante superior ao capital investido pelos sócios, destruindo seu valor.

Figura 13 - ROE (Rentabilidade do Patrimônio Líquido) 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

4.2.4. Indicadores de Rentabilidade – análise comparativa

Numa análise comparativa dos indicadores de rentabilidade apresentados na tabela abaixo, nos anos de 2014 e 2015 a Construtora MOC apresentou Margem Líquida e Rentabilidade tanto do Ativo como do Patrimônio Líquido superiores à média do mercado analisado. No entanto, nos anos subsequentes, apesar de notar-se uma realidade também negativa nas demais empresas analisadas, os resultados da Construtora MOC são mais preocupantes principalmente por representarem um declínio maior, sinalizando uma maior instabilidade financeira do que a média do mercado.

Tabela 4 - Indicadores de Rentabilidade Comparativo

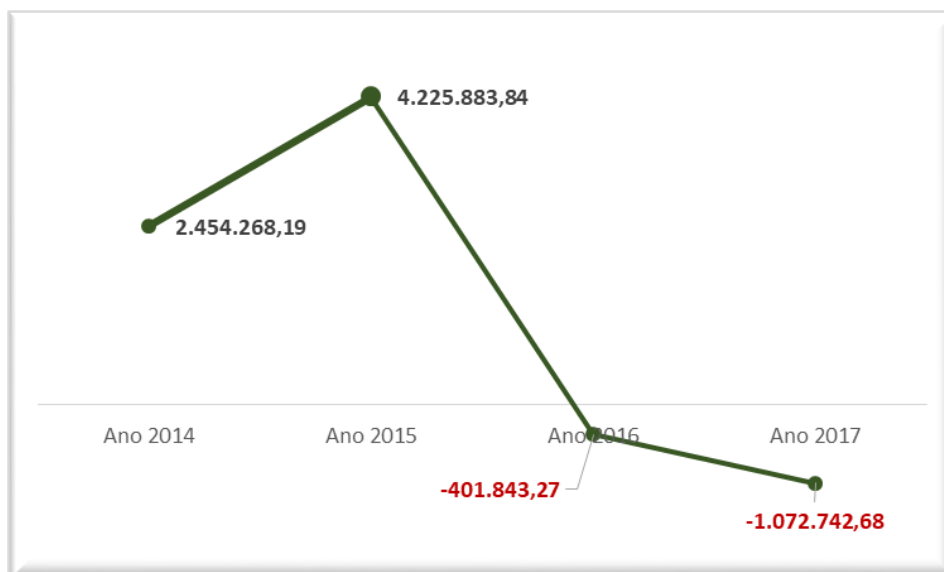
	Ano 2014				Ano 2015				Ano 2016				Ano 2017			
	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min
Margem Líquida	11%	-2%	18%	-38%	17%	-1%	13%	-45%	-39%	-15%	14%	-98%	-172%	-21%	15%	-108%
Rentabilidade do Ativo - ROA	5%	1%	7%	-9%	5%	1%	5%	-10%	-8%	-0,36%	5%	-11%	-10%	-1%	5%	-9%
Rentabilidade do PL - ROE	16%	-0,14%	16%	-33%	31%	-2%	12%	-43%	-123%	-11%	11%	-72%	-3496%	-16%	12%	-95%

Fonte: Elaborado pela Autora

4.3. EBITDA

Nesse contexto é válido também uma análise do EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, em português definido como LAJIDA - Lucro Antes do Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Através deste indicador, é possível aos gestores e investidores perceberem a capacidade operacional da empresa, já que é um indicador que retrata os seus resultados sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos (GITMAN, 2004) No caso da Construtora MOC, na figura a seguir, nota-se que como os demais resultados, apresenta um declínio também em suas atividades já não sendo mais capaz de cumprir com suas obrigações básicas, mesmo que não houvessem despesas financeiras com dívidas.

Figura 14 - EBITDA 2014 a 2017



Fonte: Elaborado pela Autora

4.4. Estrutura de Capital e Endividamento

Para análise da Estrutura de Capital praticada pela Construtora MOC, optou-se pelo levantamento de 4 fatores: Participação Capital de Terceiros; Composição do Endividamento; Imobilização do Capital Próprio; e Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros.

Tabela 5 - Estrutura de Capital e Endividamento

	Ano 2014				Ano 2015				Ano 2016				Ano 2017			
	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min	C. MOC	Média Outras	Máx	Min
Participação Capital de Terceiros	53%	68%	269%	96%	182%	64%	315%	69%	739%	87%	557%	72%	21661%	131%	938%	63%
Composição do Endividamento	47%	55%	65%	39%	43%	54%	76%	32%	24%	46%	65%	32%	19%	44%	58%	28%
Imobilização do Patrimônio Líquido	32%	3%	6%	2%	62%	3%	5%	2%	145%	3%	4%	3%	5881%	3%	4%	1%
Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros	127%	77%	105%	37%	42%	90%	146%	32%	11%	88%	139%	18%	0%	84%	158%	11%

Fonte: Elaborado pela Autora

Nota-se na análise da tabela acima que a Construtora MOC modificou sua estrutura de capital passando a uma total dependência do capital de terceiros. E, esta é uma realidade também percebida nas outras empresas do setor. Optam por maiores investimentos utilizando-se de Capital de Terceiros, principalmente nos anos 2016 e 2017, o que é justificável principalmente por todas trabalharem com créditos voltados para construção de empreendimentos imobiliários, onde a instituição financeira libera valores conforme evolução de suas obras.

Quanto à composição do endividamento em 2014 e 2015 há mais capital disponibilizado a curto prazo na Construtora MOC do que nos anos seguintes onde nota-se que em média 20% apenas são para retorno em curto prazo. Este fator analisado individualmente representa uma situação mais confortável devido a maiores prazos para quitação de seus compromissos junto aos investidores externos.

O que diferencia então a situação da Construtora MOC em relação às outras Construtoras analisadas, e ao mesmo tempo representa um risco maior, reside no fato de que além de possuir uma total dependência do capital externo a partir de 2015, o capital próprio investido na empresa encontra-se completamente imobilizado, além de não oferecer garantia aos terceiros já que seus valores são menores que as dívidas.

Nas outras Construtoras, apesar da dependência de terceiros, uma porcentagem pequena do seu capital próprio está imobilizado e apresenta uma média de 80% de garantia aos terceiros, ou seja, para cada R\$ 1,00 financiado por terceiros, R\$ 0,80 é garantido para cumprir este compromisso através do capital investido pelos sócios. Mesmo as empresas com maior participação de capital de terceiros em sua estrutura de financiamento, a imobilização do capital é menor do que 10% significando um maior giro dos seus ativos, e uma garantia mínima de 11% do capital próprio.

4.4.1. Custo de Capital

Outra análise diz respeito ao efeito da mudança na estrutura de capital apresentada anteriormente sobre o tema Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC também conhecido como WACC (*Weighted Average Capital Cost*).

A tabela e figura a seguir demonstram o CMPC da Construtora MOC comparando-o ao Endividamento e ao ROE que é a rentabilidade dos sócios.

Tabela 6 - Endividamento X CMPC X ROE

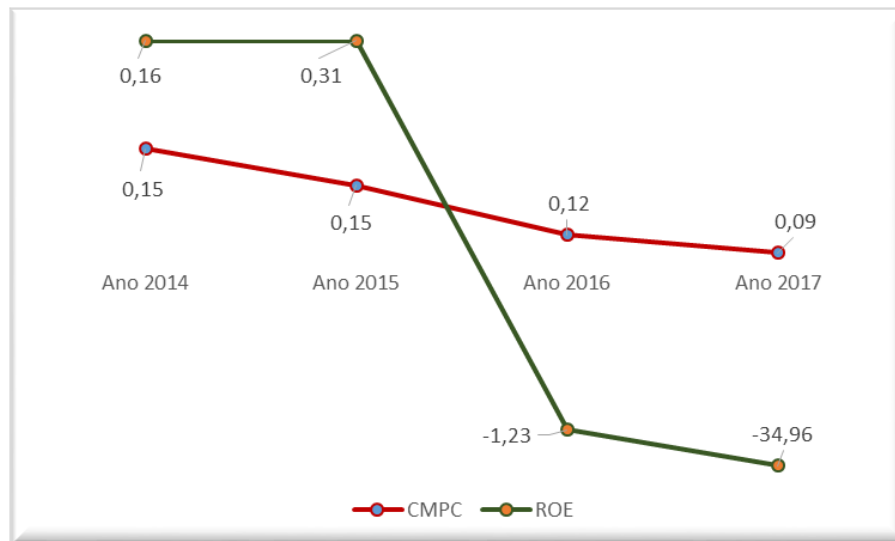
Índice	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017
Endividamento	0,53	1,82	7,39	216,61
CMPC	0,15	0,15	0,12	0,09
ROE	0,16	0,31	- 1,23	- 34,96

Fonte: Elaborado pela Autora

Percebe-se que à medida que cresce a dívida da empresa, aumenta a participação da dívida com terceiros que teoricamente é mais barata e diminui a participação do capital próprio que teria um custo mais alto. Nesta situação aumentando o endividamento, o CMPC diminui. Isso deixa claro que a mudança na estrutura de capital afeta o CMPC, porém, o que se observa é que apesar da sua redução isto não implica necessariamente em vantagem financeira se comparado ao ROE.

Tanto na tabela como na figura abaixo é notável que nos períodos de 2014 a 2015 a empresa mantém um ROE superior ao CMPC indicando uma estrutura de capital favorável. No entanto, com o aumento desordenado da dívida nos anos seguintes, apesar da redução em seu CMPC, a empresa começa a perder valor para os seus acionistas já que o ROE se torna negativo.

Figura 15 - Comparativo CMPC X ROE



Fonte: Elaborado pela Autora

4.4.2. Detalhamento do Endividamento

Um aspecto relevante a ser tratado também é o detalhamento da dívida da Construtora MOC nos períodos de 2014 a 2017, por tipo de Financiamento:

Tabela 7 - Tipos de Financiamento

	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017
R\$ TOTAL FINANCIADO	R\$ 3.934.742,21	R\$ 10.015.842,49	R\$ 15.577.449,28	R\$ 15.137.260,18
Crédito para Construção	27%	36%	53%	52%
Capital de Giro	25%	41%	23%	23%
Financ. de Máquinas/Equipamentos e veículos	48%	22%	24%	25%

Fonte: Elaborado pela Autora

Demonstra que nos anos de 2014 a 2015 a empresa captou mais créditos de terceiros para investimentos em Capital de Giro e Financiamento de Máquinas/Equipamentos e Veículos numa tentativa de ampliar suas atividades dedicando-se também a locação de máquinas e equipamentos, conforme relatado por seu sócio administrador.

Em 2016 e 2017 aumentam o uso de linhas de crédito específicas para investimento nas construções dos empreendimentos alcançando a mesma média das demais linhas.

4.5. EVA – *Economic Value Added*

O Economic Value Added – EVA^R traduzido para o português como Valor Econômico Agregado, busca identificar o desempenho operacional da empresa segundo os relatórios financeiros (ASSAF NETO, 2014). O valor econômico agregado (EVA^R) foca a eficiência gerencial em um determinado exercício demonstrando o excedente da remuneração mínima exigida pelos credores e acionistas, que por sua vez representa a capacidade da empresa em criar valor ou não em relação ao valor investido (BRIGHAM E EHRHARDT, 2012, p. 68).

Como o lucro contábil por si só não garante a remuneração do capital, o EVA^R surge como uma alternativa onde comparando o retorno sobre o investimento (ROI) com o custo médio ponderado do capital (CMPC) permite identificar se a empresa está agregando ou destruindo valor econômico (ARAÚJO e NETO, 2003; p. 27).

Sua mensuração pode ser feita pela equação (ASSAF NETO, 2002; MALMI, 2003):

$$EVA = (\text{Retorno sobre Capital Investido} - \text{Custo do Capital}) \times \text{Capital Investido}$$

Sendo o Retorno sobre Capital Investido (ROI) calculado segundo a equação:

$$ROI = \left(\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}} \right) \times 100$$

Calculando-se então o EVA da Construtora MOC nos períodos analisados, foram encontrados os resultados abaixo:

Tabela 8 - EVA da Construtora MOC de 2014 a 2017

	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017
EVA	- 592.870,19	973.746,76	- 3.460.363,65	- 3.304.813,80

Fonte: Elaborado pela Autora

Pelos resultados apresentados nota-se no ano de 2015 em que a empresa modifica a sua estrutura de capital utilizando mais recursos de terceiros em seus investimentos, porém mantendo um EBTIDA e os Retornos sobre o Ativo (ROA) e sobre o Patrimônio Líquido (ROE) positivos, ela possui um EVA também positivo demonstrando que está criando valor.

No entanto, nos anos subsequentes a Construtora MOC passa a destruir o valor dos seus acionistas o que denota uma ineficiência na gestão dos recursos reforçando a percepção de que o aumento continuado da dependência do capital de terceiros em períodos de recessão

econômica pode aumentar o risco de insolvência dos compromissos, causando perda de valor e paralisação das atividades.

4.6. Análise Geral dos Indicadores

No caso analisado percebe-se que até 2015 a empresa apresentava resultados positivos com um cenário que demonstrava possibilidades de melhores retornos. Mas, nos anos subsequentes, a aposta na utilização maior de capital externo tornou-a dependente excessivamente dos financiamentos, e mesmo aumentando sua dívida não conseguiu sustentar sua necessidade de capital. O descumprimento em seus compromissos gerou execução dos credores que são prioritários na apuração dos resultados.

Mas, as mudanças no crédito imobiliário teriam impactado os resultados da empresa e promovido alteração em suas decisões de financiamento?

Aproveitando as oportunidades de concessão de crédito, a empresa optou em financiar suas atividades utilizando mais capital de terceiros, alterando sua estrutura de capital. Ocorre que da mesma forma, em tempos de recessão de crédito, a empresa continuou buscando o capital de terceiros para financiá-la.

Dáí buscou-se entender então se a ausência da liberação de um crédito esperado pela empresa teria impactado em suas dificuldades financeiras e paralisação das atividades.

Apesar do bloqueio de um crédito no montante de R\$ R\$ 805.874,86 no final do ano de 2016, nota-se que ao final de 2015 a empresa já encerrava o seu exercício com uma dívida com terceiros de R\$ 10.015.842,49, superior ao crédito bloqueado, e desta dívida total em média 30% teria vencimento em curto prazo, até final de 2016.

Deste modo, pode-se inferir que ainda que o valor fosse liberado, a necessidade de fluxo financeiro para devolver o capital de curto prazo devido a terceiros seria maior que o recebido.

Para cumprir com seus compromissos, a empresa precisaria então possuir um resultado operacional positivo. Porém, conforme demonstrado no item 7.3 que trata sobre o EBITDA, a empresa no ano de 2016 já apresentava um resultado operacional negativo.

Diante de tais resultados pode-se deduzir que apesar da ausência ou possibilidade de financiamento das atividades de uma Construtora com capital de terceiros, tal fator por si só não afetaria significativamente os seus resultados. A possibilidade de captação de recursos através de dívidas afeta sim a estrutura do capital da empresa na medida da decisão dos seus gestores.

Confirmando o autor Assaf Neto (2014) “o administrador financeiro no tempo atual não pode assumir posições menos envolventes de centrar suas preocupações unicamente nos mecanismos de captação de recursos”, é necessário o gerenciamento eficaz dos recursos de modo a criar valor aos acionistas/proprietários da empresa.

Porém, no caso analisado há destruição de valor aos acionistas confirmando que a decisão por uma estrutura de capital mais dependente de terceiros em um período economicamente instável foi o causador do declínio financeiro apresentado pela empresa e não as mudanças na liberalidade do crédito imobiliário.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral desta dissertação consistiu em analisar o impacto das mudanças do Crédito Imobiliário Brasileiro nas decisões de financiamento de uma Construtora, nos períodos de 2014 a 2017. Para tanto, foi desenvolvido um estudo de caso de uma empresa denominada Construtora MOC, que sofreu um declínio em seus resultados financeiros gerando a paralisação de suas atividades, no mesmo período em que o país enfrentava uma recessão nas concessões de crédito.

A principal limitação enfrentada para o desenvolvimento deste estudo decorre da mudança de gestão contábil da Construtora MOC gerando dificuldades na obtenção dos relatórios de períodos anteriores a 2014. E, limitou-se a 2017 devido a paralisação de suas atividades ao final deste mesmo período. Além disso, o fato de não estar mais operacionalmente ativa limitou a entrevistas somente aos sócios, não sendo possível mais o contato com gestores das informações e decisões financeiras da época analisada.

Nas análises realizadas identificou-se uma mudança na estrutura de capital e no grau de endividamento da empresa, passando a uma alta dependência do capital de terceiros para a manutenção de seus compromissos.

A decisão de uma estrutura de capital financiada com recursos próprios ou dívidas pode alterar o risco financeiro da empresa alavancando-a de maneira favorável ou diminuindo sua possibilidade de liquidez.

Estudos anteriores sobre estrutura de capital e endividamento de empresas do Setor de Construção Civil apontaram que variáveis econômicas e fatores externos afetam a estrutura de capital das empresas. Em momentos de bons resultados como na fase de recuperação da economia pós crise mundial de 2008, empresas do Setor de Construção Civil aproveitando a facilidade de captação de crédito junto ao mercado e baixas taxas de juros, buscaram maiores recursos externos. Por outro lado, em momentos de instabilidade econômica, maiores taxas de juros, redução de liberação de créditos também levam a uma redução do endividamento destas empresas que optam por menores riscos financiando suas atividades com capital próprio.

Já a Construtora MOC apesar de recorrer as facilidades de acesso a recursos externos, tornou-se dependente destes recursos assumindo um risco maior ao financiar suas atividades apenas por este meio, não levando em consideração os demais fatores econômicos que poderiam impactar em suas atividades e comprometendo os seus resultados.

No setor de Construção Civil, percebe-se que é comum uma maior utilização de linhas de financiamento, principalmente o crédito imobiliário, onde possibilitam início do pagamento da dívida após a construção do empreendimento.

O que diferencia a empresa estudada neste trabalho da média das demais construtoras analisadas é a arriscada decisão de um grande volume de endividamento em um período economicamente instável marcado por altas taxas de juros, redução do crédito para aquisição de moradias, altos índices de inadimplência, aumento do desemprego, ocasionando devoluções de imóveis por incapacidade de pagamento, dentre outros fatores externos que afetaram também seus resultados operacionais, reduzindo sua receita.

Inicialmente a injeção de capital de terceiros na Construtora MOC proporcionou um avanço operacional e financeiro, mas posteriormente, diante da recessão no país e altos índices de desemprego reduzindo a venda de imóveis e a concessão de créditos imobiliários, a empresa deveria ter buscado um equilíbrio no financiamento de suas atividades utilizando mais capital próprio, aplicando novas estratégias de captação de recursos. No entanto, a empresa analisada comprometeu seus resultados ao optar por uma estrutura de capital totalmente dependente de terceiros, e principalmente utilizando também capital de curto prazo sendo que suas atividades são caracteristicamente de longo prazo.

O estudo reforça que a gestão de empresas do setor da Construção Civil, onde os produtos ofertados possuem um alto valor monetário, precisa de uma visão crítica focada no futuro e no ambiente onde está inserida, com análise constante dos dados internos e externos, bem como avaliando os cenários possíveis conforme sua condição atual. Além disso, não basta planejar estrategicamente, é preciso executar o planejamento mensurando os riscos inerentes de modo a minimizá-los alavancando e gerando valor ao negócio.

E, por fim, sugere-se o desenvolvimento de novos estudos simulando-se um cenário oposto ao vivenciado pela empresa, com utilização maior de recursos próprios em momentos de recessão econômica, e analisando suas decisões de investimentos. O Setor da Construção Civil por suas peculiaridades requer maiores estudos sobre sua gestão financeira possibilitando maior segurança às decisões cotidianas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP, Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **SFI: Um novo Modelo Habitacional**. VIII Encontro da ABECIP; Brasília-DF: nov 1995. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros>> Acesso em: 01 mar. 2018.

AZEVEDO, Sérgio de. O desempenho do poder público na área habitacional: um breve retrospecto. In: FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Déficit habitacional no Brasil**. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro, 1995.

ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade e a gestão baseada no valor. VI Congresso Brasileiro de Custos. (1999: São Paulo). Anais. São Paulo: USP, 1999.

_____. Finanças Corporativas e Valor. 7ª ed. São Paulo: Atlas. 2014.

_____. Curso de Administração Financeira. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2014a.

_____. A Dinâmica das Decisões Financeiras. Caderno de Estudos, FIPECAFI, v. 16, p. 9. São Paulo: FIPECAFI, Julho/Dezembro, 1997.

_____. Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

BRAGA DA SILVA, Ana Paula; DE SOUZA FRANCISCO, José Roberto. Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas do setor de construção civil: Uma abordagem durante e após a crise imobiliária. Enfoque: Reflexão Contábil, vol. 35, núm. 1, enero-abril, 2016, pp. 17-34. Universidade Estadual de Maringá. Maringá, Brasil. Disponível em: <<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/30759>> Acesso em 20 dez. 2019.

BRASIL. Sumário Executivo de Medida Provisória. Medida Provisória nº 698, de 2015. Altera a Lei nº11.977, de 7 de julho de 2009, para dispor sobre operações de financiamento habitacional com desconto ao beneficiário concedido pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço –FGTS para aquisição de imóveis no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida construídos com recursos do Fundo de Arrendamento Residencial –FAR. In: Diário Oficial da União: Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/sumarios-de-proposicoes/mpv698>> Acesso em 22 mar. 2018.

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO (CBIC). PIB Brasil x PIB Construção Civil (Variação %) – 2004 a 2018. Brasília: Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil, CBIC. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/home/>> Acesso em: 22 mar. 2018.

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO (CBIC). PIB e Construção Civil. Brasília: Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil, CBIC, mai. 2019. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/menu/pib-e-investimento/pib-brasil-e-construcao-civil>> Acesso em: 04 jun. 2019.

CASTELO, A. M.; GARCIA, F. O Sistema Financeiro da Habitação: Problemas Estruturais e Diretrizes para uma Reforma. São Paulo: SINDUSCON, 1997.

CAVALARI, Vinícius E.; SANTOS, David F. L.; RODRIGUES, Santiago Valcacer. Análise Econômica e Financeira das Empresas de Capital Aberto do Setor Imobiliário. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 10. 2014, Niterói. v. 1. P. 1-18. Disponível em: <http://www.inovarse.org/sites/default/files/T14_0096_0.pdf> Acesso em: 03 jan. 2020.

DAMODARAN, Aswath. Finanças Corporativas: teoria e prática. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DA SILVA, Ana Paula Braga; FRANCISCO, José Roberto de Souza. Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas do setor de construção civil: Uma abordagem durante e após a crise imobiliária. Reflexão Contábil: Universidade Estadual de Maringá-UEM, Paraná, v. 35, n. 1, p. 17-34, Jan/abr. 2016. Disponível em: <<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/30759/0>>DOI:<10.4025/enfoque.v35i1.30759> Acesso em 03 mar. 2018

DE SOUSA, Aline Amaral. O papel do crédito imobiliário na dinâmica do mercado habitacional brasileiro. In: *1º PRÊMIO ABECIP DE MONOGRAFIA EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA*. São Paulo: ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, 2007, p. 109-169. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros>> Acesso em: 05 mar. 2018

FERRO, Lilian Pacheco de Medeiros et al. Crédito e Formação de Domicílios no Brasil. In: *TRABALHOS PARA DISCUSSÃO, Nº 432*. Brasília, DF: BCB – Banco Central do Brasil, mai. 2016. 36 p. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps432.pdf>> Acesso em: 05 mar. 2018

FGV Projetos. O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios. Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, mar. 2007. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros>> Acesso em: 06 mar. 2018

_____. Perfil da Indústria de Materiais de Construção. Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, set. 2017. Disponível em: <<http://www.abramat.org.br/datafiles/perfil-da-cadeia-2017-versao-site.pdf>> Acesso em: 06 mar. 2019

FILHO, Mário Januário. O Sistema de Crédito Imobiliário Brasileiro: uma comparação pós 2008 da relação crédito imobiliário sobre o PIB do mercado interno com um grupo de país selecionados. Trabalho de Conclusão de Curso (MBA em *Banking, Financial Institutions and Economics*). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, out. 2014. Disponível em: <https://social.stoa.usp.br/articles/0039/3986/O_SISTEMA_DE_CR_DITO_IMOBILI_RIO_B_RASILEIRO.pdf> Acesso em: 05 mar.2018

FILHO, Orlando Cariello. As políticas federais de habitação no Brasil (1964 a 2002) e a reprodução da carência e da escassez da moradia dos trabalhadores. 215 f. Tese de Doutorado (Arquitetura e Urbanismo). Universidade de Brasília: Brasília, 2011. Disponível em:

<http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/11327/1/2011_OrlandoCarielloFilho.pdf> Acesso em: 20 mar 2018.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (FIRJAN). Construção civil: desafios 2020. Rio de Janeiro: Firjan, 2014. Disponível em: <<file:///C:/Users/Luciane/Downloads/Construcao-Civil-versao-completa.pdf>> Acesso em: 30 out 2019.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp. 261-297. Published by: American Economic Association. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1809766>>. Acesso em 20 de jan 2020.

FRANCO DE OLIVEIRA, Diego. Evolução e Financiamento do Setor da Construção Civil Residencial nos anos de 2001 a 2011. 2012. 50 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012. Disponível em: <www.bibliotecadigital.unicamp.br> Acesso em: 25 de mar 2018.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. Tradução Allan Vidigal Hastings. 12 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HOJI, Masakazu. *Administração Financeira e Orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais). *Sistema Financeiro de Habitação*. Rio de Janeiro: 1974.

KAPLAN, Marshall; MEIN, John. *A Report Based on the Proceedings of The Brazil-U.S. Aspen Global Forum, April 8 - 11, 1999*. American Chamber of Commerce - São Paulo and Institute for Policy Implementation / Graduate School of Public Affairs / University of Colorado at Denver. Mimeo, 1999. Disponível em: <http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/SAmerica_opportun.pdf>. Acesso 20 mar. 2018.

MIOTO, Beatriz Tamasso; PENHA FILHO, Carlos Alberto. Crise Econômica e o setor imobiliário no Brasil: um olhar a partir da dinâmica das maiores empresas de capital aberto (Cyrela, PDG, Gafisa e MRV). *FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS NA AMÉRICA LATINA*/organizado por Lucia Shimbo e Beatriz Rufino. – Rio de Janeiro: Editora Letra Capital, 2019. P. 29-59.

NAKAGAWA, Fernando. Valorização de imóvel no Brasil foi a maior do mundo nos últimos 5 anos. O Estado de S. Paulo, São Paulo, 17 jan 2014. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,valorizacao-de-imovel-no-brasil-foi-a-maior-do-mundo-nos-ultimos-5-anos,175663e>>. Acesso em: 03 mar. 2018

OLIVEIRA, Viviane Fernanda de. *Do BNH ao Minha Casa Minha Vida: Mudanças e Permanências na Política Habitacional*. Instituto de Geografia – UFU. Revista on-line

Caminhos da Geografia: Uberlândia, v. 15, n. 50, jun/2014, p. 36-53. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/caminhosdegeografia/>>. Acesso em: 20 mar. 2018.

OLIVEIRA DA SILVA, Roberto Carlos Evencio; MATSUNAGA KOYASHIKI, Maria Lucia; WESTARB CRUZ, June Alisson; AHLFELDT, Rony; VIEIRA DA SILVA, Wesley; DEL CORSO, Jansen Maia. Análise de Desempenho das Ações das Empresas do Setor da Construção Civil na Bovespa em Relação à Rentabilidade, Estrutura de Capital e Conjuntura Setorial. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, vol. 14, núm. 41, enero-abril, 2015, pp. 9-19. Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina Florianópolis, Brasil.

PAGANO, Livia et al. O comportamento dos preços de ativos imobiliários no Brasil: uma análise baseada nos impactos do Programa Minha Casa Minha Vida. *Revista da UIIPS, Centro Universitário do Sul de Minas, Unis – MG*, v. 3, n. 2, p. 24-43, set. 2015. Disponível em: <<https://revistas.rcaap.pt/uiips/article/view/14347>> Acesso em: 20 mar. 2018.

RAMOS, Jefferson da Silva; NOIA, Angye Cássia. A Construção de Políticas Públicas em Habitação e o Enfrentamento do Déficit Habitacional no Brasil: Uma Análise do Programa Minha Casa Minha Vida. *Revista Desenvolvimento em Questão*. Ano 14. N. 33. Editora Unijuí: jan/mar 2016. Disponível em: <<file:///C:/Users/lu/Downloads/3194-1-24731-1-10-20160104.pdf>> Acesso em: 20 mar 2018.

ROMAGNOLI, Alexandre J. O programa “Minha Casa, Minha Vida”: continuidades, inovações e retrocessos. In: TEMAP - Temas de Administração Pública. Edição Especial, v. 4, n. 7, 2012. Disponível em: <<http://seer.fclar.unesp.br/temasadm/article/view/6181>>. Acesso em: 21 mar. 2018.

SANTOS, Cláudio Hamilton M. Políticas federais de habitação no Brasil: 1964-1998. In: IPEA TEXTO PARA DISCUSSÃO, Nº 654. Brasília, DF: IPEA, 1999.

SANTOS, Luiz Fernando Pereira. *Uma avaliação das Políticas Federais de Habitação no Brasil – 1964/2011: Déficit, Demanda e Habitação de Interesse Social*. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP: 2012. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9206/1/Luiz%20Fernando%20Pereira%20dos%20Santos.pdf>> Acesso em: 20 mar. 2018.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Administração Financeira*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SILVA, J. P. *Análise financeira das empresas*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SIQUEIRA, Ana. Mercado Imobiliário sente impactos da crise econômica. *Jornal do Brasil*. 25 jul 2015. Disponível em <<http://www.jb.com.br/economia/noticias/2015/07/25/mercado-imobiliario-sente-impactos-da-crise-economica/>>. Acesso em: 02 mar. 2018.

SIMONSEN, M. H. *Poupança e crescimento econômico: o caso brasileiro*. Ensaio Econômico, EPGE, n.178, 1991.

_____. *Perspectivas do Sistema Financeiro Imobiliário*. In: SFI, um novo modelo habitacional. ABECIP, 1996.

SCHUH, Aline Beatriz et al. Estrutura de Capital do Setor de Construção Civil Brasileiro e sua relação com a Atividade Econômica Agregada. *Gestão & Planejamento-G&P*, v. 18, 2017. Disponível em: <<https://revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/download/4466/3208>> Acesso em: 20 jun. 2019.

STEINBERG, Richard M. et al. *Gerenciamento de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). AUDIBRA e PricewaterhouseCoopers: 2007. Disponível em: <<http://www.auditoria.mpu.mp.br/bases/legislacao/COSO-II-ERM-Executive-Summary-Portuguese.pdf>> Acesso em: 01 mar. 2018

TAVARES, Rosana. A estrutura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil incorporadoras de empreendimentos imobiliários: um estudo comparativo. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo – USP. Departamento de Administração. São Paulo: 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-01072008-104954/pt-br.php>>. Acesso em: 20 abr. 2018.

TEIXEIRA, Luciene Pereira; CARVALHO, Fátima M. Andrade de. A construção civil como instrumento do desenvolvimento da economia brasileira. **Revista Paranaense de Desenvolvimento - RPD**, Curitiba, PR, n. 109, p.09-26, jul./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.ipardes.pr.gov.br/ojs/index.php/revistaparanaense/article/view/138>>. Acesso em: 02 mai. 2018.

VASCONCELOS, Ieda; MENDES, Luís F. Melo. Construção Civil: Análises e Perspectivas. Banco de Dados da CBIC. Brasília: mar. 2010. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/media/anexos/03_Balanco_2009.pdf> Acesso em: 01 mai. 2018.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. *A securitização de Recebíveis Imobiliários: Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado) - Departamento de Engenharia de Construção Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

ZYLBERSTAJN, Eduardo. O auge e a queda do mercado imobiliário em uma década. *Especial Publicitário*. 01 abr 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/especial-publicitario/zap/imoveis/noticia/2016/04/o-auge-e-queda-do-mercado-imobiliario-em-uma-decada.html>> Acesso em: 02 mar. 2018.