

As grandes corporações da construção imobiliária: um estudo comparado das empresas de capital aberto nos Estados Unidos e Brasil no século XXI

Luis Maurício Martins Borges ¹

Resumo

A presente investigação objetiva considerar em que medida os novos determinantes de organização das grandes corporações, em especial o controle mais direto do acionista, a prioridade do pagamento de lucro e de valorização da ação, explicam a dinâmica da concorrência da produção imobiliária nos Estados Unidos e no Brasil. Considera-se também os limites desses determinantes, assim como, outros que se mostraram relevantes na análise, tais como poder e estratégia de mercado. Além da análise do contexto nacional e da lógica financeira das companhias, observam-se as especificidades verificadas em mercados desenvolvidos e subdesenvolvidos.

Palavras-chave: Corporação; Capital; Imobiliário; Valor; Poder.

Abstract:

The present investigation aims to consider to what extent the new organizational determinants of large corporations, especially shareholder, the priority of the payment of profit and valuation of the share, explain the competitive dynamics of real estate production in the United States and Brazil. It is also considered the limits of these determinants, as well as others that shows relevant in the analysis, such as power and market strategy. Besides the analysis of the national context and the financial logic of the companies, it is observed the specificities in developed and underdeveloped markets.

Keywords: Corporation; Capital; Real estate; Value; Power.

JEL G15, L14, O16.

1 Introdução

A organização da escala industrial de produção, distribuição e vendas nos diferentes países, evidencia historicamente no desenvolvimento do capitalismo a importância do mercado nacional, da crescente urbanização e das grandes corporações. A moderna empresa, por conta do alcance das suas decisões, constitui-se numa das instituições mais influentes, considerando sindicatos, órgãos públicos e comissões de regulação (McCraw, 1998, p. 170). Chama atenção de McCraw (1998, p. 172) o fato de que um número reduzido de pessoas decida o que vai ser produzido e a que preço, com alcance das “mercadorias” especiais como terra, trabalho e dinheiro, influenciando os preços de aluguéis, salários e créditos. Essa relação histórica entre a grande corporação, o emprego e a produção nacional se desenvolve junto com a produção capitalista, ainda que manifeste transformações a depender dos contextos econômicos regionais e mundiais.

Diante disso, o objetivo deste trabalho é caracterizar, no Brasil e nos EUA, as novas determinações da dinâmica corporativa, das quais se destacam o controle mais direto do acionista, a prioridade do pagamento de lucro e da apreciação das ações das companhias, observadas por meio da construção e realização do poder de mercado das grandes corporações da construção imobiliária de

(1) E-mail: luismmborges@yahoo.com.br.

capital aberto no início do século XXI. Mais especificamente procuramos analisar por meio de indicadores econômico-financeiros as marcas típicas da corporação sob a influência dos diretores e acionistas, tais como, o nível de capital imobilizado, a remuneração da diretoria, a evolução das vendas, dos lucros retidos e pagos aos acionistas. Além de considerar as especificidades do setor de construção residencial, percebidas por meio da evolução de estoques, das estratégias de preços de venda, das relações de trabalho e da massa salarial.

A evolução desses indicadores – à luz de novas determinações das grandes corporações – permite-nos compreender a estruturação do poder de mercado através da estratégia de compra da força de trabalho, de uso da propriedade da terra e das demais formas de capitais. A hipótese subjacente é de que ainda que as empresas de construção residencial de capital aberto expressem novas determinações típicas das grandes corporações, existem outras relações ligadas às estratégias de rentabilidade, de controle acionário e de organização produtiva que importam à apreciação das ações e elevação dos lucros das empresas, além das especificidades do desenvolvimento ou subdesenvolvimento dos países nos respectivos processos de formação do capitalismo.

Dentre os procedimentos metodológicos, o primeiro passo foi uma revisão bibliográfica concernente às principais características econômico-financeiras das grandes corporações contemporâneas, especialmente após a transformação do padrão de acumulação da década de 1970. Nesse sentido, destacamos como as empresas de construção tiveram suas condições de produção e realização alteradas pela maior financeirização da economia e do próprio espaço urbano.

Junto à revisão bibliográfica verificamos a evolução dos indicadores econômico-financeiros das firmas de capital aberto, segundo os dados disponíveis nos sites da Bolsa de Mercadorias e Futuro de São Paulo (MB&FBovespa) e da New York Stock Exchange (NYSE), além de publicações anuais empresariais. Essa estratégia justifica-se pelo fato de que o mercado acionário é marcado por certa institucionalidade pública, regulações e certificados que permitem comparar desempenho, rentabilidade e risco entre as ações de corporações nos Estados Unidos com outras no Brasil.

Os dados foram selecionados para as seis maiores empresas do segmento que detém um expressivo poder de mercado, compilados para os anos de 2006, 2010 e 2014. A escolha dos anos se deve à possibilidade de abranger distintos momentos no setor (auge-crise-retomada para os EUA e crescimento-auge-declínio para o Brasil) o que enriquece a análise dos indicadores e do comportamento estratégico das empresas. Além disso, no caso do Brasil, a escolha do ano de 2006 é significativa, pois data da abertura de capital por parte de grandes empresas da construção residencial.

O trabalho está estruturado em cinco partes, incluindo a introdução. A seguir expomos o paradigma da organização corporativa, que surge nos EUA no final do século XX, com os teóricos das agências que apontam a preponderância dos interesses dos acionistas como a prioridade da administração das corporações e algumas críticas a essa abordagem. Nas seções seguintes analisamos os setores de construção residencial nos EUA e no Brasil a partir dos indicadores econômico-financeiros selecionados. Por fim, tecemos algumas considerações na tentativa de apontar como as empresas de construção se adequam à lógica da corporação financeirizada contemporânea, ainda que preservem especificidades setoriais e dos países investigados.

2 O novo paradigma da organização corporativa

O modelo de organização gerencial das empresas se altera historicamente com o próprio desenvolvimento do modo de produção capitalista. Das firmas de propriedade familiar até as modernas corporações de capital aberto, a evolução está tanto na divisão hierárquica, quanto na estrutura técnico-financeira e nas estratégias possíveis de valorização de capital que se transformam de acordo com as condições da acumulação capitalista em escala local, nacional e global. Entre as condições fundamentais também estão a disponibilidade e a quantidade do capital financeiro disponível e a forma como os detentores influenciam a organização empresarial.

A moderna corporação de capital aberto, advinda junto ao processo de industrialização e urbanização da sociedade, desde os anos 1880, transformou profundamente a economia rural e das cidades. A partir da análise histórica de sociedades comparadas, observamos que as transformações das corporações em geral estão articuladas às especificidades do seu desenvolvimento, no bojo das mudanças nacionais e internacionais, do Estado (da política fiscal, social e de desenvolvimento) e, da organização da indústria, considerando que “*as histórias coletivas das empresas provê a história do crescimento e transformação econômica*” (Chandler 1990, p. 593). Os processos de distintas trajetórias nacionais, períodos e realidades específicas concretas, podem ser expressos pelo espaço físico das cidades, bem como, por meio dos padrões constituídos de corporações da construção de infraestrutura e de imóveis residenciais, assim como a lógica de capital que as dirige.

Nesse sentido, Hobson (1983), já no final do século XIX, apontava o fortalecimento do papel do financista no capitalismo e seu controle sobre todo tipo de indústria, que só seria interrompido com a crise de 1929, quando passaria a ser regulado pelo Estado Nacional. A condição para o maior controle das finanças sobre a indústria está na elevação e diversificação do nível de capital exigido para se iniciar a produção crescentemente mecanizada. Conseqüentemente, o financiamento privado e individual inicial sofre uma reestruturação empresarial, pela qual o capital adiantado para colocar em execução a produção, progressivamente, passa a se originar através de corporações, bancos e Estados.

As grandes corporações de capital aberto – modelo organizacional dominante nos estados Unidos até meados da década de 1970 – tinham sua estrutura corporativa marcada pela dispersão da propriedade da empresa junto ao público, pela participação dos gerentes e diretores nas várias divisões, sem a interferência direta dos acionistas. Sob essas condições, as vantagens da corporação aberta estavam na capacidade de espalhar o risco financeiro das atividades por todo o público (indivíduos e instituições).

A funcionalidade dessas características da grande corporação de capital aberto está associada ao próprio padrão de industrialização do pós-guerra. O ciclo virtuoso de crescimento do mercado em expansão permitia a incorporação dos custos fixos relacionados às novas plantas produtivas, por meio do incremento das economias de escalas. Sob essas condições, como destaca Chandler (1990, p. 595-596), a administração gerencial era mais adequada para controlar o fluxo e a quantidade crescente de insumos e sua transformação por toda a cadeia produtiva, até a sua comercialização: seja porque o maior tamanho da firma diminuía o custo de transação; seja porque a transmissão de informação era mais rápida e confiável dentro dessa forma de organização industrial.

Contudo, a corporação de capital aberto encontrou limites na sua expansão em setores com baixa taxa de crescimento, ainda ampliados pela crise de acumulação nos anos de 1970 e pela concorrência intercapitalista. Num sistema internacional pautado pela forte concorrência por mercados e por investimentos, a transformação de novas formas e das instituições financeiras, em meio a menor regulação, que alimentou a preponderância dos títulos e ações nos ativos das empresas, até por causa do câmbio flutuante e da liberação das taxas de juros que aumentaram a volatilidade dos fluxos de capital; as grandes corporações modernas do tipo *chandleriana* viram obstaculizadas as fontes tradicionais do financiamento e expansão produtiva. Assim, nos setores de bens de consumo, intermediários e matérias-primas/insumos, por exemplo, as oportunidades de inversão tornaram-se menores do que os fundos gerados internamente.

É nesse contexto que economistas de perspectiva conservadora (Jensen, 1998), atribuem às grandes corporações de capital aberto a perda de competitividade da economia americana e desenvolvem a *teoria de maximização do valor das ações* como o princípio de organização das corporações que reestabeleceria a eficiência. Segundo essa perspectiva, o mercado pode tanto financiar as empresas nas suas atividades quanto monitorar e controlar o funcionamento delas pela sinalização de estratégias empresariais que dão mais retorno ao acionista, através de preços das agências de avaliação. Por isso esses pesquisadores tornaram-se conhecidos também como “os teóricos da agência”.

Como o mercado é encarado como a instituição capaz de alocar os recursos na economia de forma mais eficiente, o “excessivo” poder dos gerentes e de diversificação das corporações, constituem-se em fonte de desperdício que limitam a competitividade das companhias. Esse fato leva a um conflito imanente entre gerentes (diretores) e acionistas, ou seja, entre aqueles que administram a empresa e aqueles que “correm” o risco. Como os gerentes têm como objetivo primordial o crescimento da corporação como um todo (em quantidade, divisões, diversificação de atuação e aumento das vendas) eles tendem a utilizar os recursos financeiros em novas estruturas físicas ou em investimentos em projetos que, do ponto de vista do mercado (especificamente de certos acionistas), não possuem um elevado grau de rentabilidade e reduzem a liquidez do capital.

De outro lado, os acionistas possuem pouca capacidade de influenciar a administração e as estratégias das empresas de capital aberto: seja por que os produtos a serem produzidos nos novos projetos provavelmente encontram uma demanda na economia capaz de justificar as inversões em custo fixo; seja por que os diretores das empresas tem pouca capacidade de monitorar as decisões estratégicas das diversas unidades. Dessa forma, os acionistas enxergam nas medidas da gerência de retenção de recursos uma fonte de desperdício, uma vez que dificulta a transação das ações, bem como, pode reduzir o nível dos dividendos.

Diante da estagnação da corporação norte-americana de capital aberto, no final dos anos de 1970 e da visão dos acionistas de que o poder dos gerentes e diretores culminava em ineficiência e desperdício de recursos, a partir da década seguinte observa-se novas formas de organização das corporações através do (re)nascimento do “investidor ativo”. Jensen (1998, p. 446) define os investidores ativos como: “instituições financeiras que possuem um controle substantivo de direitos acionários, da estrutura do passivo das empresas e dos assentos no conselho diretor que os tornam capazes de influenciar as estratégias empresariais, chegando inclusive a dirigi-las”. Segundo o autor, a nova forma de organização potencialmente permite eliminar o conflito entre gerências e acionistas,

e as fontes de desperdício, o que aumenta a competitividade das empresas e a capacidade de diversificação de riscos e liquidez dos ativos.

Assim, a nova estratégia corporativa expressa uma profunda mudança produtiva e financeira em relação à grande corporação de capital aberto que vingou até a década de 1960. Pois, sob o princípio anterior de “reter e reinvestir”, a organização gerencial procurava aumentar o valor de mercado da corporação através do desempenho expansivo nas várias linhas produtivas que controlava. Essa estratégia se mostrava benéfica não apenas para a gerência e acionistas individuais, como para os trabalhadores que recebiam salários maiores e tinham melhores condições de trabalho, assim como os fornecedores e distribuidores que, em produção crescente e em bases nacionais, ampliavam a escala dos negócios. Sob o novo lema do “encolher e distribuir”, os gerentes influenciados pelos interesses dos acionistas, utilizam as receitas corporativas na tentativa de aumentar os dividendos ou recomprar o estoque de ações disponível para valorizar o preço das ações.

Evidentemente, essa reestruturação das corporações norte-americanas sofreu severas críticas. Como de Lazonick e O’Sullivan (2000, p. 26) que questionam o fato de que o aumento de produtividade somente poderia ser restabelecido através da apreciação da ação e da maior liberdade de fluxo de caixa. A crítica à teoria da maximização do preço das ações, enquanto princípio organizativo da corporação, diz respeito às fontes de apreciação do capital, que contemporaneamente baseiam-se em fortes processos de especulação de ativos e elevação fictícia dos preços.

A perspectiva dos teóricos das agências não só olvida o fato de que os acionistas não são os únicos a assumir o risco na firma, como há extrema relevância do capital humano, além de outros fatores (tangíveis, intangíveis e financeiros) que se relacionam na geração da quase-renda, estratégica sob a expectativa da distribuição de renda (Aglietta; Riberioux, 2005, p. 38). De fato a “*valorização do capital como uma realidade que abrange um conjunto de mecanismos pelos quais os detentores de capitais podem realizar um lucro sem ter de passar pela produção*” (Chesnaix, 1996, p. 82), conduz as corporações à busca por rendas, por meio de lucros especulativos com estoques estratégicos de imóveis, títulos financeiros e mercadorias em geral.

Uma observação importante é a de que a expansão de mercado associada à valorização dos preços das ações pela elevação do pagamento de lucro pode não se realizar completamente caso as empresas vendam ou não renovem os ativos necessários (a elevação da produtividade, do produto, do emprego e da renda) à sustentação da lucratividade corporativa e valorização concreta das ações (Milberg; Winkler, 2009). Ou ainda a valorização pode ser comprometida caso a produção de ativos intangíveis reduza-se a mera criação financeira (inflação de preços), com o respectivo distanciamento dos preços dos ativos tangíveis da empresa (Serfati, 2008, p. 47-50).

No caso específico do setor de construção, o objeto de produção da indústria imobiliária, a terra, é um tipo especial de mercadoria, que além de sustentar a vida, também pode ser trocada no mercado com certa liquidez e capacidade de reserva de valor no tempo. Assim a produção imobiliária resulta em imóveis, tanto pelo seu valor de uso, como o de venda e do direito a renda de aluguel aos proprietários. Diante dos maiores obstáculos à introdução generalizada de inovação tecnológica e de escopo de produtos, o setor de construção se constitui num manancial de extração de valor pelo amplo uso de trabalho barato (Maricato, 1983, p. 81). Algumas empresas do setor procuram ampliar a

verticalização da produção, a introdução de bens de capital e inovações em geral (principalmente de insumos) para conseguir expandir a obtenção do lucro-extraordinário nesse segmento, à custa de empresas com menor composição técnica de capital.

Nesse sentido, os empresários contemporâneos de “lugares” têm diferentes relações com a mercadoria-propriedade da terra, como pontuam Logan e Molotch (1987, p. 19): i) o proprietário comum, o clássico rentista, tem comportamento passivo frente à perspectiva de valorização do imóvel; ii) o empresário ativo, de pequena e média escala, seleciona o lugar ou valor de uso, e procura antecipar os movimentos fundiários de valorização de preços; iii) o especulador estrutural, o incorporador com capacidade de intervir no futuro da cidade, determina o padrão de uso e vantagens locais a serem construídas, por diversos produtos, estruturas de mercados e diferenciais de renda.

O especulador estrutural é mais relevante para a presente investigação, devido ao alcance das suas ações e à criação de condições de intensificação do uso e valorização da propriedade da terra. O resultado do poder do especulador estrutural é a constituição de coalizões de interesses e de articulação pro-crescimento urbano, com o poder simbólico advindo da enorme produção de valor agregado, de emprego de trabalho e de impostos, possibilitando à associação com as unidades governamentais, e a constituição do que Logan e Molotch (1987, p. 32) chamaram de “máquina de crescimento”. No Brasil, o mesmo arranjo de interesse, dada a maior fragilidade fiscal dos municípios², requer que o sistema de produção imobiliária ainda receba aporte substancial do governo federal.

Esse debate importa à circunscrição da investigação, no período analisado (2006, 2010 e 2014), a fim de se considerar em perspectiva histórica as respectivas articulações das maiores corporações da construção residencial, e suas estratégias de uso da terra, trabalho e de capital nos Estados Unidos e Brasil. Para isso partimos das informações públicas para a constituição de bases relevantes de dados sobre: i) Capital: preço das ações (fechamento no fim do ano), investimento imobilizado e intangível, retenção e pagamento de dividendos; ii) Trabalho (número e salário total) e diretoria (número e remuneração); iii) Terra: estoque de terra (terreno, imóvel em construção e construído). Com essas informações observamos em que medida os determinantes da avaliação dos mercados de capitais (interesses dos acionistas) relacionam-se no âmbito das decisões de concorrência de mercado (venda e preço) e da gestão interna (diretoria) da corporação.

3 Estrutura do mercado produtivo imobiliário nos EUA

A abertura pública de capital em bolsa não abrange todas as corporações da construção, havendo empresas com sociedades fechadas. Entretanto, o setor imobiliário, como confirma o sítio do Builder³, em sua lista das 100 maiores construtoras, registra as principais em escala, junto com outras de porte grande e mediano, constituindo dois grupos: um de capital aberto, caso de 23 firmas, que produziram em 2014 o total de 150 mil unidades, com faturamento de U\$ 54 bilhões e preço médio de U\$ 360 mil a unidade, constituindo um grupo bastante heterogêneo, que em média vendeu

(2) Ver o trabalho de Resende (2001, p. 337) sobre a arrecadação própria e receita disponível dos níveis de governo no Brasil, comparada a estratégia de receita e financiamento das despesas em outros países, como os municípios no país tem uma menor capacidade de tributação, especialmente sobre a propriedade da terra (Resende, 2001, p. 248).

(3) Disponível em 14 fev. 2016: <https://www.builderonline.com/builder-100/builder-100-list/2014/>.

6.500 unidades e teve receita no ano de US\$ 2,3 bilhões; além de outro, de empresas de capital com participação fechada ao público, caso de 77 firmas, que venderam pouco mais de 70 mil unidades, com US\$ 25 bilhões de valor agregado, em um conjunto mais homogêneo, com empresas predominantes de porte mediano, com venda média de menos de 1.000 unidades vendidas e receita média de cerca de US\$ 330 milhões. Essa distinção explicita a concentração e escala dominante das grandes corporações da produção residencial no mercado dos EUA.

Muito embora tenha se relacionado todas as empresas de capital aberto, só um grupo seletivo de 6 companhias estadunidenses constituiu o conjunto de análise que é representativo de 59% de toda a oferta no mercado corporativo no país. Além do elevado nível de concentração do mercado, muitas das empresas marcam-se também por seu escopo de produtos imobiliários, em diversos segmentos construtivos de infraestrutura, comerciais (escritórios), de serviços (shopping-centers, hotéis, resorts e etc.), comércio de terras, desenvolvimento urbano, além do segmento residencial, com subsequentes linhas de produtos entre o popular e o luxo, em condomínios verticais e horizontais.

Tendo em vista as características explicitadas das empresas mais desenvolvidas econômica e financeiramente, em grandes corporações de produção residencial, investigamos a sua relação com os novos determinantes do processo de reorganização industrial e financeira, a partir de um breve histórico da indústria da construção norte-americana. Na sequência, por meio de informações incorporadas de relatórios exigidos pela NYSE (tais como: Annual Report e Proxy Statement), apresentamos a pesquisa empírica sobre as relações de poder de mercado das firmas de construção residencial, no início do século XXI (nos respectivos anos de 2006, 2010 e 2014). Nessa trajetória, refletimos ao fim sobre como as novas determinações, com vistas ao lucro imediato, têm interferido ou se relacionado, nos âmbitos corporativos da concorrência e poder de mercado, da gestão interna da estratégia com relação à coordenação do trabalho, terra e capital na indústria da construção residencial.

3.1 Um breve histórico da produção imobiliária nos Estados Unidos

A estrutura do setor da construção foi profundamente alterada em consequência da crise de 1929, da recessão, das guerras e pós-guerras, com o planejamento de políticas públicas que se associam à trajetória de consolidação de segmentos da construção de infraestrutura e de imóveis. Isso por conta de aspectos centrais do setor, como destaca Fix (2011, p. 7; 12): que além do produto físico; tem a relevância econômica para o PIB, emprego e renda (ainda maior se considerado a cadeia dos serviços imobiliários complementares e associados ao uso); e a ideologia do “sonho americano” da casa própria, partilhado pelos dois principais partidos norte-americanos.

Com essas raízes surgem nos anos 1930 nos Estados Unidos um mercado estruturado de capitais específico para o sistema de hipotecas (Fix, 2011, p. 9). É criado o Federal Home Loan Bank (FHLB), como forma de constituir reserva de crédito a ser ofertado no mercado habitacional. Além de outras instituições como Home Owners Loan Corporation (HOLC) que aperfeiçoou as hipotecas, por meio da uniformização dos pagamentos e elevação do prazo. De maneira que o mercado habitacional passa a ser altamente dependente de serviços de crédito. Até meados dos anos 1970, o FHLB praticou um padrão de discriminação das “boas vizinhanças”, do ponto de vista da valorização imobiliária, que balizaria a destinação das hipotecas pelo HOLC.

A estrutura desconcentrada da construção residencial, dominada por grande número de pequenas empresas, até os anos 1950-1960, já apresentava grandes empresas locais. Na década de 1970 as empresas passam a ser regionais, quando nos anos 1990 inicia-se a abertura de capital em bolsa, dando substância ao surgimento a empresas de escala nacional, com poder de mercado e financierizadas (Fix, 2011, p. 13). Conta-nos Fix (2011, p. 15) que as 10 maiores empresas, já no início do século XXI, destacavam-se em sua participação nos lançamentos, com mais de ¼ do mercado nacional. As construtoras concentraram seu poder de mercado, por meio da inflação de preços dos ativos imobiliários, dos valores intangíveis e do alcance do incremento dos fluxos financeiros.

A desmontagem do sistema de Saving and Loans Association (S&L) ou thifts, vulneráveis à elevação das taxas de juros, deu lugar nos anos 1980, ao sistema de hipotecas com taxa de juros flutuantes. Observa Fix (2011, p. 24) que: “A nova regulamentação cria oportunidades de investimento para que o poder social do dinheiro prevaleça sobre o poder da terra”. A combinação da busca de imóveis para moradia e especulação alimentaria a elevação de preços, na sustentação do sistema de refinanciamento de empréstimo. Assim, a terra foi liberada para circulação de capital a juros substituindo o proprietário do imóvel por agente financeiro (Ibid, p. 34).

As conexões entre os mercados financeiros e imobiliários alteraram as relações entre as escalas territoriais nacional-local, na qual o mercado imobiliário antes era conduzido pela política federal, e depois passa a ser dirigido conforme os desígnios do fluxo de capital em escala global-local. Entre 1950 a 1990, a valorização dos preços imobiliários acompanhou os índices de inflação. Essa tendência altera-se em meados dos anos 1990 até 2005, quando se eleva em 45%. A capacidade de elevar preços, e alimentar a expectativa de permanente “valorização”, em meados de 1990, segundo Fix (2011, p. 40; 43; 50) explica a elevação da demanda à frente da produção, que se interrompe com a crise imobiliária, explicitada em 2007, em sua estupenda “falha de avaliação de preços”, mas que não poria fim ao fabuloso negócio, pelo suporte da política pública fiscal.

3.2 Desempenho, estratégia e controle das corporações imobiliárias

As relações entre o Desempenho, Estratégias e Controle das Corporações são a seguir estudadas considerando alguns aspectos. No caso do Desempenho, o resultado da concorrência é observado sob o aspecto do poder de mercado, em termos de participação no faturamento e nas vendas do conjunto, além do preço médio da venda e da margem de lucro unitário das Corporações estudadas. As estratégias das empresas são consideradas sob o aspecto das decisões de alocação de recursos, pertinentes ao controle interno ou à diretoria da firma, tais como em estoque imobiliário (terrenos e imóveis em construção e construídos), em trabalho (em geral e da diretoria, pessoas e remunerações) e em capital (imobilizado, tangível e intangível). Por fim, refletimos sobre o interesse do capital acionário (através do preço da ação) observado tanto a partir da relação entre lucro pago, retido e imobilização de capital, como do poder de mercado denotado pela participação da firma, margem de lucro e preço médio da venda.

Entre as empresas analisadas a DR Horton liderou as vendas em todo o período, e na participação do faturamento, subiu da 2ª para a 1ª colocação no último período. A Lennar que tinha a liderança do faturamento no mercado no início do período, e a 2ª posição na participação de unidades vendidas, passa a 2ª posição nas duas dimensões de participação até o fim do período. A Pulte mantém

em quase todos os períodos a 3ª posição na participação em ambos os aspectos, com um melhor desempenho em 2010, indicando alguma estabilidade da concorrência no conjunto. Com exceção das empresas de menor participação: KB Home caiu da 4ª posição para a 6ª, tanto em participação em faturamento como em vendas de unidades, com a NVR chegando a 4ª e a Ryland na 5ª posição na participação em ambas às categorias (faturamento e vendas) em 2014.

O conjunto analisado atingiu o auge de faturamento em 2006 com US\$ 83,6 Bilhões, com preço reajustado ao nível de 2014, e mais de 152 mil unidades vendidas. O nível de faturamento e vendas em 2010 reduziu-se muito, por causa da crise causada pela expansão das hipotecas subprime, chegando a US\$ 19,6 Bilhões e pouco mais de 60 mil unidades. Mesmo em 2014 o faturamento tinha se recuperado pouco, em torno de US\$ 30,9 Bilhões e cerca de 86,8 mil unidades.

Tabela 1

Participação das corporações imobiliárias estadunidenses no conjunto analisado de faturamento e de venda, em percentual e total do conjunto em Milhões de US\$ Reajustados* em Unidades em 2006, 2010 e 2014

Participação no Faturamento e nas Vendas	Faturamento Total			Unidades Vendidas		
	2006	2010	2014	2006	2010	2014
D.R. Horton	22,0%	24,7%	27,3%	28,4%	31,3%	30,4%
Lennar Corp.	24,2%	17,6%	24,6%	23,0%	16,4%	23,3%
Pulte Group	21,3%	25,5%	18,4%	18,5%	22,7%	17,6%
NVR	9,0%	17,1%	14,0%	7,2%	14,1%	12,6%
The Ryland Group	7,1%	6,1%	8,1%	6,1%	5,6%	8,1%
KB Home	16,4%	9,1%	7,6%	16,7%	9,8%	8,0%
Conjunto Analisado (Milhões de US\$ e Residências)	83.628	19.603	30.879	152.468	60.066	86.878

* Dados atualizados para o nível de preços de 2014, através do Producer Price Index (PPI), 2010 = 100. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-ppi.htm#indicator-chart>. Acesso em: jul. 2017.

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Sob o aspecto do preço médio do imóvel vendido, a NVR apresentou o maior valor assim como a 1ª participação da margem de lucro unitária sobre o preço médio, indicando uma alta capacidade de geração de lucro. Das empresas com maior participação a Lennar representava também tanto o 2º maior preço médio, assim como, respectiva posição na proporção de margem de lucro sobre o preço médio. A DR Horton que tinha em 2006 a 2ª maior proporção de margem de lucro sobre o preço médio, ainda que com uma estratégia de imóveis mais baratos, passa a 6ª posição na relação com a margem unitária e a 5ª do preço médio em 2014. A Ryland também perdeu posição, decaindo da 2ª posição de maior preço médio e 3ª melhor margem unitária para a 4ª em ambas.

A KB Home apresentou a menor participação da margem em 2006 e 2014, com o 2º pior prejuízo em 2010, nesse ano atrás somente da Pulte. Importa destacar também que o nível médio dos preços de 2006 reajustados, cerca de US\$ 484 mil, cai como um todo em 2010, para US\$ 303 mil, em consequência da crise de 2007/2008, voltando a crescer em 2014, chegando a US\$ 334 mil. Entretanto, as empresas mudaram substancialmente de posição antes e depois do ocorrido, com diferentes resultados em sua recuperação de poder de mercado, mas em conjunto sob uma maior margem de lucro unitária (6,4% em 2006 e 7,2% em 2014), ainda que sob um menor preço médio.

Tabela 2

Preço médio reajustado* em US\$, com representação percentual da Margem de Lucro Líquido (%), do total do conjunto analisado e das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Preço Médio Relacionado ao Lucro Líquido Unitário	Preço Médio			Lucro Líquido Unitário		
	2006	2010	2014	2006	2010	2014
D.R. Horton	353.845	229.988	274.102	8,4%	5,7%	6,2%
Lennar Corp.	480.187	313.366	353.162	3,7%	3,1%	8,2%
Pulte Group	524.307	336.030	349.649	4,8%	-24,7%	8,1%
NVR	570.373	353.789	375.061	9,7%	6,9%	9,4%
The Ryland Group	532.414	320.350	335.159	7,6%	-8,0%	6,8%
KB Home	446.998	270.173	317.292	4,4%	-4,4%	4,0%
Conjunto Analisado (US\$ e Residências)	484.687	303.949	334.071	6,4%	-3,6%	7,1%

* Dados atualizados para o nível de preços de 2014, através do Producer Price Index (PPI), 2010 = 100. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-pi.htm#indicator-chart>. Acesso em: jul. 2017.

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

A estratégia imobiliária das Corporações, considerando o estoque relativo de terrenos, de imóveis em construção e construídos mostraram em geral um baixo valor, com relação à receita total (faturamento), que em conjunto cresceu de 0,544 em 2006 e chegou a 0,884 em 2014. Já no ano de 2010, posterior à crise, havia um estoque imobiliário importante no conjunto, de cerca de 0,866, mas em especial em algumas firmas, como a Lennar, Pulte e KB Home, provavelmente por efeito de aumento do estoque concomitante à redução das vendas. Ainda que o aumento desse estoque imobiliário total seja inerente ao processo de investimento, produção e lançamento, mesmo assim algumas firmas como a NVR, Ryland e DR Horton, mantiveram uma média mais baixa de imobilização em propriedades de imóveis do que as demais em todo o período, ainda que progressiva após o ano de 2006 (ou seja, da crise hipotecária).

Tabela 3

Relação entre Estoque Imobiliário Total e Receita de Vendas Total das Corporações Imobiliárias do EUA em 2006, 2010 e 2014

Estoque Imobiliário Total/ Receita Total	2006	2010	2014
D.R. Horton	0,768	0,800	0,890
Lennar Corp.	0,481	1,356	0,994
Pulte Group	0,657	1,075	0,754
NVR	0,188	0,145	0,529
The Ryland Group	0,583	0,751	0,796
KB Home	0,587	1,067	1,339
Conjunto Analisado	0,544	0,866	0,884

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Sobre a composição do valor do estoque imobiliário em terreno comparado aos imóveis em construção e construídos, em geral vemos que após o ano de 2006, a partir do ano de 2010, a representatividade do estoque de terra cresce sobre o construído, para o maior conjunto das empresas especialmente para a Pulte, Lennar e Ryland, em 2014, seria o caso Ryland e KB Home. Isso se

explica em grande medida pela redução da construção de novas unidades, até o término da construção das unidades em operação e da venda das construídas, num período de grande incerteza e estagnação do mercado.

A retomada de novos projetos como se percebe já no ano de 2014, reflete um maior dinamismo do mercado, com maior nível de produção de unidades sobre o estoque de terra, caso da DR Horton, Pulte e NVR que reduzem desde 2010 substancialmente sua relação estoque de terra com relação ao estoque de imóveis em construção e construído. O caso da Lennar, Ryland e KB Home indicam outro padrão que envolve um maior banco de terra comparado aos outros imóveis. Esses padrões de estratégia imobiliária também refletem composições de estoques específicas por conta das oportunidades de negócios.

Tabela 4

Relação entre estoque imobiliário de terrenos, imóveis em construção e construídos das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Estoque Imobiliário (Terreno / Construção e Construído)	2006	2010	2014
D.R. Horton	1,558	1,682	1,174
Lennar Corp.	0,761	1,796	1,492
Pulte Group	0,495	2,591	0,460
NVR	0,548	1,107	0,339
The Ryland Group	1,323	1,457	1,571
KB Home	0,500	0,307	2,331
Conjunto Analisado	0,864	1,490	1,228

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

O indicador de produtividade do trabalho considerado deve ser ponderado pela terceirização das atividades⁴, como dois fatores que compõe o resultado analisado. O conjunto de empregados diretos nas corporações cai de 46,2 mil em 2006, para 12,7 mil em 2010 e chega a 23,7 mil em 2014. O maior nível de vendas que ocorre em 2006, de 152,5 mil unidades, representava 60 mil em 2010 e 86,9 mil unidades em 2014. O maior nível de vendas eleva a produtividade do trabalho, assim como a magnitude do emprego, da mesma forma que a redução restringe a produtividade e a ocupação de trabalhadores. Apesar da distribuição diferenciada das perdas e menor recuperação entre as corporações, como no caso observado da DR Horton, Lennar e KB Home. A Pulte e NVR apresentaram o aumento da produtividade em quase todos os períodos, enquanto a Ryland, primeiro reduz a produtividade em 2010 elevando-a depois, acima do nível do início do período.

(4) A terceirização é um fenômeno internacional que pôde ser evidenciado no caso brasileiro por relatórios da Gafisa, que a frente será comentada, mas registra-se aqui apenas que a mesma evidência apesar de não ter sido encontrada no mercado norte-americano, ainda assim é considerada como muito provável.

Tabela 5

Produtividade do trabalho, segundo unidades vendidas por empregado, das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Produtividade por Empregado	2006	2010	2014
D.R. Horton	5,9	6,5	5,1
Lennar Corp.	3,3	0,0	3,2
Pulte Group	2,7	3,5	4,0
NVR	2,9	3,3	3,0
The Ryland Group	4,0	3,7	5,1
KB Home	6,0	5,0	4,8
Conjunto Analisado	4,1	4,4	4,2

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Outro aspecto do trabalho é o das classes hierárquicas dos profissionais, que abstrai os níveis gerenciais (nos relatórios disponíveis) e constitui dois grupos, um dos trabalhadores em geral e o grupo das diretorias. O primeiro de mais de mil até pouco mais de 10 mil, e o outro grupo variando entre 4 e 6 pessoas, em geral 5 diretores por firma. Além da representatividade das classes hierárquicas profissionais, muda radicalmente o recebimento de renda (salário, bonificações e participações). Por isso o indicador busca expressar a relação entre representatividade de renda e da classe de trabalhador, por corporação e ano. Enquanto certas corporações premiaram suas diretorias antes da crise, como se vê na Pulte e Ryland em 2006, outras o fizeram depois como se observa na NVR em 2010 e 2014 e Lennar em 2014. O que parece guardar relação direta com o resultado do desempenho da empresa (poder de mercado, como antes analisado).

Tabela 6

Relação entre representatividade de classes profissionais e de pagamentos, das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

(Remuneração/Diretores) / (Salário/Empregados)	2006	2010	2014
D.R. Horton	77,8	30,5	71,1
Lennar Corp.	61,1	-	204,4
Pulte Group	213,5	31,8	49,7
NVR	69,0	247,4	199,6
The Ryland Group	126,2	50,5	40,8
KB Home	21,1	43,3	44,8
Conjunto Analisado	94,8	80,7	101,7

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

A capacidade de produção é percebida pelo investimento em capital imobilizado em propriedades (não à venda), como em lojas, armazéns, máquinas e equipamentos com relação às receitas totais das firmas. Esse tipo de capital, que em parte se deprecia, também guarda relação com o mercado secundário, a conjuntura econômica e o nível de preço em geral; mas permite visualizar o nível de investimento imobilizado, que cai consideravelmente após 2006, da razão de 0,41 no conjunto, especialmente em 2010, quando chega a 0,02, recuperando-se pouco no fim do período em 2014, com 0,04. Mas muito longe da mobilização inicial.

Tabela 7

Relação entre investimento imobilizado e as receitas totais, das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Investimento Imobilizado/ Receitas Totais	2006	2010	2014
D.R. Horton	0,11	0,01	0,03
Lennar Corp.	0,31	0,03	0,16
Pulte Group	1,58	0,02	0,02
NVR	0,19	0,01	0,02
The Ryland Group	0,11	0,01	0,01
KB Home	0,15	0,00	0,01
Conjunto Analisado	0,41	0,02	0,04

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Por outro lado, a relação entre o investimento intangível, que no conjunto analisado era de 2,84 em 2006, supera em proporção o investimento imobilizado das companhias, notadamente, antes da crise de 2008 e para as que têm acumulado piores resultados, como a KB Home e Ryland. As demais têm reduzido seu componente intangível, caso da NVR, Lennar, DR Horton e mesmo da Pulte, que apresentara resultado elevado de capital intangível (acima do capital imobilizado) em 2010, mas que conjunto seria 2,49 e alcançaria 1,26 em 2014, a menor razão do capital intangível sobre o imobilizado.

Tabela 8

Relação entre Investimento Intangível e Imobilizado, das Corporações Imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Investimento Intangível/ Investimento Imobilizado	2006	2010	2014
D.R. Horton	4,41	0,26	0,51
Lennar Corp.	4,59	0,17	0,32
Pulte Group	3,00	7,02	1,64
NVR	0,30	0,00	0,12
The Ryland Group	1,00	0,00	1,21
KB Home	3,73	0,00	3,75
Conjunto Analisado	2,84	2,49	1,26

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Os acionistas logram receber lucro, quando acumulado anteriormente ou obtido no período, e sempre que não haja possibilidade de retenção de lucro para a realização de investimentos de interesse comum de acionistas e diretores. Esse aspecto fica claro no início do período investigado, cujo maior nível de lucro disponível ainda assim evidencia a pequena magnitude de lucro pago aos acionistas nas corporações em geral, justamente pelas oportunidades de negócios do período. Mas há padrões entre as empresas como a NVR e KB Home que são as que menos pagaram lucros, proporcionalmente ao lucro gerado e retido. Outras empresas importantes como a DR Horton, Lennar e a Pulte que elevaram a proporção de pagamento de lucro aos acionistas após 2006, o fizeram mesmo em situação de prejuízo, caso da Pulte em 2010.

Tabela 9
Relação entre Lucro Pago e Retido,
das Corporações Imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Lucro Pago/Retido	2006	2010	2014
D.R. Horton	0,34	2,34	0,99
Lennar Corp.	0,39	2,58	1,19
Pulte Group	0,24	-3,54	1,78
NVR	0,18	0,24	0,27
The Ryland Group	0,00	0,00	0,00
KB Home	0,00	0,82	0,00
Conjunto Analisado	0,29	0,61	1,06

Fonte: NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

Esse aspecto do lucro retido e pago não esgota o entendimento de por que os acionistas valorizam certas ações e não outras. Como no caso da NVR e KB Home, as quais apresentaram a menor proporção de lucro pago sobre o retido, mas que no primeiro caso apresentou a ação mais valorizada do mercado, enquanto a outra a ação foi menos valorizada, ao longo do período analisado. A exceção da NVR (que reteve substanciais lucros em todo o período), todas as demais ações apresentaram uma queda do preço médio da ação ON em 2010, nos anos subsequentes a crise que se explicita em 2008. Algumas empresas como a DR Horton, Lennar e Pulte não recuperariam até o fim do período analisado, o nível do preço da ação no início da série. A Ryland e KB Home recuperariam ainda menos o seu valor anterior à crise.

Tabela 10
Evolução do preço reajustados* em dólares das ações ordinais (on),
das corporações imobiliárias dos EUA em 2006, 2010 e 2014

Preço da Ação* (US\$)	2006	2010	2014
D.R. Horton	33,01	13,29	25,29
Lennar Corp.	65,37	20,89	44,81
Pulte Group	41,27	8,38	21,46
NVR	803,72	769,80	1.275,33
The Ryland Group	68,06	18,97	38,56
KB Home	63,90	15,03	16,55

* Dados atualizados para o nível de preços de 2014, através do Producer Price Index (PPI), 2010 = 100. Disponível em: <https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-ppi.htm#indicator-chart>. Acesso em jul. 2017.

Fonte: Yahoo-Finanças – Empresas Listadas – Preços Históricos. Elaboração própria.

3.3 Algumas considerações sobre o setor norte-americano

Pode a valorização das ações ser entendida sem as estratégias internas da companhia (estratégia, organização e operação da diretoria e trabalhadores) e a realização do poder de mercado na competição entre capitais, que produz o lucro a ser controlado por diretores e acionistas? A NVR como empresa mais apreciada no segmento do mercado da construção imobiliária dos EUA (com a maior preço da ação no período analisado), apesar de não apresentar a maior concentração de mercado, em termos de faturamento e vendas (somente a 4ª posição); apresentava o maior preço

médio de venda, maior margem de lucro unitário e maior massa de lucro retido em todo o período analisado. Na sua estratégia imobiliária apresentava a menor proporção de estoque total e de terrenos. Na estratégia com relação ao trabalho, a companhia marcava-se por baixa produtividade ou maior terceirização, com relação ao conjunto de corporações, além de expressivo estímulo aos diretores especialmente observado nos dois últimos períodos.

A estratégia de capital coloca a NVR numa posição próxima ao das empresas com maior participação de mercado (DR Horton, Lennar e Pulte) com maior proporção de capital imobilizado, com relação à receita total produzida. Igualmente a relação entre investimento intangível e imobilizado, que separa a NVR, DR Horton e Lennar, por sua menor proporção, com relação a Pulte, Ryland e KB Home, com maior concentração de capital intangível. Esse conjunto de relações ajuda a explicar porque a ação da NVR apreciou-se-se no período, assim como porque certas empresas recuperam-se mais rapidamente depois da crise, sob o aspecto do preço da ação, com relação às outras. O que se liga à construção e realização de poder de mercado, mesmo que concentrado, e marcado pela variedade de estratégias de produtos, dentre eles, a venda de terrenos.

4 Estrutura do mercado produtivo imobiliário no Brasil

Ainda que a abertura pública de capital em bolsa não seja geral a todas as corporações, havendo diversas empresas com sociedades fechadas, é possível considerar que muitas das maiores empresas têm capital aberto. Como não há uma mídia brasileira que forneça a lista dos maiores construtores, como nos Estados Unidos, com os requisitos para a mesma comparação (vendas, faturamento e se de capital aberto), a estratégia de pesquisa considerou as empresas listadas na Bovespa. As 18 empresas listadas em 2014 representaram um valor gerado de mais de R\$ 31 bilhões, com mais de 190 mil unidades lançadas, e preço médio dos imóveis de mais de R\$ 164 mil e uma média por firma de venda de 10.000 unidades e faturamento no ano de R\$ 1,7 bilhão.

Apesar de se considerar todas as empresas de capital aberto do país, selecionamos o grupo das 6 maiores corporações da construção residencial brasileiras, constituindo um conjunto representativo de 66% de toda oferta de lançamento corporativo do país. Essa relação retrata o elevado nível de concentração da produção imobiliária que em muitas das empresas estende-se em segmentos de produtos construtivos de infraestrutura, comerciais (escritórios), serviços (shopping-centers, hotéis, resorts etc.), de loteamento e desenvolvimento urbano, além do predominante segmento residencial, com subsequentes demandas de produtos (em diversas linhas entre o popular, o econômico e o luxo, condomínios verticais e horizontais).

A partir das características das empresas mais desenvolvidas econômica-financeiramente, em grandes corporações da construção imobiliária, investigamos a sua relação com os novos determinantes no processo internacional de reorganização industrial e financeira, a partir do histórico brasileiro da indústria da construção. Na sequência, por meio das informações incorporadas dos relatórios exigidos e certificados pela Bovespa, tais como os relatórios Formulário de Referência e Demonstrativo Financeiro Padronizado, realizamos a pesquisa empírica no início do século XXI com relação ao poder de mercado e aos novos determinantes corporativos. Ao fim, refletimos sobre como as novas determinações, com vistas ao lucro imediato, têm interferido ou se relacionado no âmbito corporativo à concorrência, gestão interna da estratégia com relação à coordenação do trabalho, imobilização de capital em imobiliário, imobilizado, tangível e intangível, bem como tem afetado a construção poder de mercado, pagamento de lucro ao acionista e valorização dos preços das ações.

4.1 Um breve histórico da produção imobiliária

A partir de 1930, também no bojo das transformações relacionadas à crise de 1929 e as grandes guerras, o desenvolvimento do processo de industrialização, urbanização e planejamento da ação do Estado e das políticas públicas dariam suporte ao desenvolvimento da indústria e da construção capitalista no Brasil, ainda que com certa defasagem no tempo e capacidade, com relação ao caso dos Estados Unidos. A política habitacional inicial, por causa da menor substância de recursos, como os disponibilizados pelos Institutos de Aposentadorias e Pensões (IAP's), não chegaria a constituir um sistema de financiamento habitacional. Os recursos dos IAPS eram disputados por grandes projetos imobiliários e desenvolvimento industrial, com predominância dos últimos. O que marcaria o aluguel como uma das principais formas de acesso à moradia do trabalhador (Fix, 2011, p. 52), até meado do século XX.

O processo de inovação na indústria da construção toma certo fôlego já nos anos 1930-1940, com novos materiais e processos (tijolos cerâmicos, uso de aço, lajes mistas, verticalização e grandes operações), tanto por conta da urbanização, como para controle do trabalho, em resposta a combatividade dos sindicatos do início do século XX. O aprofundamento do processo de industrialização, urbanização e migrações contribuiria para formação do complexo da construção, ao longo dos anos de 1950 e 1960. Ainda que o desenvolvimento das incorporadoras se restringisse às firmas de pequeno capital.

A constituição do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e do Banco Nacional da Habitação (BNH), junto à reforma fiscal e financeira, a partir de 1964, alteraria as bases dinâmicas da política fiscal, financeira e do capital imobiliário nacional. Isso ocorreu por meio da constituição do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que sustentariam dois circuitos imobiliários integrados a tipos de demanda de habitação. Na prática instituíam-se os segmentos de mercado habitacional: popular (até 3 salários) a cargo das Cohabs; econômico (entre 3 e 6 salários) atendido por cooperativas habitacionais e pequenas empresas; e médio (mais de 6 salários) ofertado por incorporadores com recursos do SBPE. Essa estrutura possibilitaria profundas alterações do processo de trabalho, por introdução de novos materiais e componentes, padronização e simplificação de produtos e aumento do ritmo do trabalho no canteiro (Fix, 2011, p. 99).

O Sistema Nacional de Infraestrutura Urbana e de Financiamento Habitacional marca a nova fase da articulação do Estado e indústria da construção imobiliária, particularmente para o subsetor de edificações (Fix, 2011, p. 90). O SFH incorpora a habitação como mercadoria e o BNH centraliza a gestão dos dois subsistemas (SBPE e FGTS) na relação direta com fortíssimos interesses (bancos, construtores, financeiras, associações de poupança e crédito, estruturando um sistema nacional de acumulação).

Contudo, com o esgotamento do processo de industrialização, marcado por forte instabilidade financeira, monetária e das contas públicas, implodiria a política habitacional. Ainda assim, o colapso e desarticulação do SFH nos anos 1980 ocorreria junto ao esgotamento da indústria em geral, com a drástica redução das contratações de financiamentos habitacionais. O ajuste do mercado é marcado pelo retrocesso ao padrão dos anos 1930-1950, com a produção em pequena escala e para alta renda (Fix, 2011, p. 112) e a redução do ritmo de obras das empresas que sobreviveram à recessão do período. O capital incorporador ampliaria a divisão social do trabalho na construção, a fim de elevar

a captura da renda da terra e trabalho no setor, seja pela direta integração direta (produção do lote, construção do edifício e venda) ou pela coordenação indireta (terceirização ou finalização da construção e venda).

Nesse drástico cenário, com o rompimento do sistema financeiro da habitação, redução do emprego e renda promover-se-ia a concorrência de empresas da construção. Além disso, novas empresas associadas a firmas tradicionais do setor da construção pesada, entraram na disputa no ramo imobiliário residencial. Nesse período há também o ineditismo de certas soluções de escalas, com a limitação do financiamento na época, empregando-se diferentes estratégias de produtos, tecnologias, financeiras, com relação ao trabalho e propriedade da terra. A Encol seria símbolo da reorganização industrial da construção imobiliária, pela adaptação do ritmo da obra às limitações do financiamento, composto por empreendedores, bancos privados e clientes (Fix, 2011, p. 113).

Com a redução do volume financeiro da política urbana nacional e dos recursos dos fundos do FGTS e SBPE, outra tendência da construção foi torna-se mais dependente do capital financeiro privado ao longo dos anos 1990. A articulação entre promotores imobiliários e financeiros como observa Fix (2011, p. 122), seria “*típica do funcionamento de uma máquina imobiliária de crescimento*”, promovendo a construção de escritórios e complexos multiusos. A estabilização dos preços dos anos 1990 possibilitaria a oferta de ativos imobiliários, mais como alternativa de renda (estratégia de valorização do patrimônio e pagamento de renda de aluguéis), do que como reserva de valor (anterior forma de proteção da riqueza contra os efeitos da inflação).

Inovações financeiras como advindas com os Fundos de Investimento Imobiliário (FII's) buscaram integrar o mercado imobiliário com o de capitais, em uma nova articulação do Sistema Financeiro Imobiliário. Por essa via, grandes corporações imobiliárias passaram a disputar os recursos dos investidores institucionais (Fundos de Pensão, Seguros, Investimentos e etc.), para a venda de ativos classificados pelas consultorias como de alta rentabilidade (“tríplo A”), tais como: lançamentos de alto padrão (comercial e residencial), grandes resorts, shoppings centers etc. (Fix, 2011, p. 126). Ainda que os primeiros FII's, como o Projeto Água Branca, não tenham realizado a expectativa dessa nova fronteira de expansão da valorização imobiliária, tanto pela baixa ocupação como pela pouca força do mercado secundário. O Caso do Panamby, dos poucos FIIS imobiliários com êxito, o sucesso deu-se pelo peso dos compradores, grandes investidores institucionais (Previ, Valia, Petros e etc.).

A política nacional de infraestrutura e habitação, a partir de 2004, alimentaria a Máquina de Crescimento Imobiliário, transformando-a com recursos de diversas fontes: Orçamento Geral da União; Fundo de Amparo ao Trabalhador; Fundo de Arrendamento Residencial, o FGTS entre outros. A política urbana federal mantém-se, conforme as condições de autonomia e da capacidade de realizar a política fiscal, com a promoção da habitação como política de crescimento, resignificando o segmento de demanda residencial econômica, que possibilitaria a ampliação da escala produtiva das empresas. Não por acaso o programa Minha Casa Minha Vida de 2009 torna-se uma linha-mestre do governo, por causa da crise (Miotto, 2015). Essas mudanças, junto a outras institucionais, repercutiram sobre as estratégias das empresas de construção residencial por meio de novas marcas e produtos; fusões e aquisições; abertura de capital na bolsa (especialmente a partir de 2006) e expansão da abrangência territorial, com alguma internacionalização, inclusive pela participação acionária de investidores estrangeiros.

4.2 Desempenho, estratégia e controle das corporações imobiliárias

As relações entre o Desempenho, Estratégia e Controle das Corporações são agora investigadas considerando-se alguns aspectos. No caso do Desempenho, o resultado da concorrência é observado sob o aspecto do poder de mercado, em termos de participação no faturamento e vendas do conjunto, além do preço médio e margem de lucro unitário das Corporações. As estratégias de capitais, decisões de alocação de recursos pertinentes ao controle interno ou à diretoria da firma, são consideradas sob o aspecto do estoque imobiliário (terrenos, imóveis em construção e construídos), do trabalho (em geral e da diretoria, pessoas e remunerações) e do capital (imobilizado e intangível). Por fim, refletimos sobre o interesse do capital acionário (preço da ação) observado pela relação entre lucro pago, retido e valorização do preço da ação.

Tabela 11

Participação do faturamento e da venda, no conjunto analisado das corporações imobiliárias brasileiras, em percentual, e o total em milhões de R\$ reajustados* e em Unidades em 2006, 2010 e 2014

Participação no Faturamento e nas Vendas	Faturamento Total			Unidades Vendidas		
	2006	2010	2014	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	40,0%	21,9%	28,1%	17,9%	19,7%	20,4%
PDG Realty S.A.	10,6%	24,2%	20,6%	24,8%	12,6%	15,4%
MRV Eng. e Part. S.A.	3,6%	13,5%	20,2%	15,0%	27,9%	40,6%
Even Const. E Incorp. S.A.	7,5%	9,1%	10,7%	10,3%	6,2%	6,9%
Gafisa S.A.	24,1%	16,6%	10,4%	27,0%	22,4%	9,9%
Brookfield Incorp. S.A.	14,1%	14,7%	10,0%	5,1%	11,2%	6,8%
Conjunto Analisado (Milhões de US\$* e Residências)	4.666	28.758	20.687	12.564	111.203	101.844

* Reajustado pelo IGP-DI, disponível no Ipeadata, ao nível de preço de 2014.

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

As empresas com maior participação em termos de faturamento e vendas de unidades apresentaram diferentes estratégias de oferta, tais como: a Cyrela apresentou a primeira posição em termo de faturamento e a 2ª em vendas, no fim do período; a MRV passou a 1ª posição em vendas de unidades, mas com a 3ª posição em faturamento, em 2014; a PDG que cresceu em 2010, a 1ª posição em faturamento ainda que na 4ª posição em vendas, em 2014 vai para a 2ª posição em faturamento e 3ª em vendas (pela alteração de estratégia de produto); e a Even chegaria ao 3ª lugar em faturamento e 5º em vendas, entre 2006 e 2014. Enquanto a Gafisa e Brookfield perderam participação em todos os períodos, seja em faturamento como em vendas.

As estratégias de poder de mercado das empresas ficam mais claras se observadas pelo preço médio reajustado, para o nível de preço de 2014, em que muitas firmas apresentaram a redução ou manutenção do valor do preço, caminhando na direção do segmento popular e econômico, como no caso da Cyrela, Brookfield e Gafisa. A PDG apresentou no primeiro ano um preço médio muito baixo, por causa do pequeno número de unidades vendidas, ainda no início da operação da companhia, mas que teria um preço mais robusto em 2010 e seguiria a competição de preços mais baixos em 2014. A MRV, e Even com suas específicas estratégias de preços médios respectivamente consolidaram níveis específicos de mercado popular e classe média e média, acompanhando a redução relativa de preços médio do conjunto analisado.

O preço médio, na sua relação com a margem de lucro unitária, explicita a magnitude do poder de mercado das respectivas corporações, ainda que relacionada com a sua fatia de mercado. O

poder de mercado da Cyrela, MRV e Even ao longo do período contrasta com o desempenho da Gafisa, PDG e Brookfield. Esse poder de mercado verificado no período analisado tem maior substância em 2006 (11,4%) e 2010 (14,4%), quando em 2014, a economia nacional e o mercado imobiliário passaram a ter uma menor demanda, com relação à oferta disponível, repercutindo sobre a queda do preço médio (R\$ 246,4 mil), prejuízo unitário (-4,7%) e do poder de mercado do conjunto analisado.

Tabela 12

Preço médio reajustado* em R\$, com representação percentual da margem de lucro líquido (%), das maiores corporações imobiliárias do Brasil e do total do conjunto analisado em 2006, 2010 e 2014

Preço Médio Relacionado ao Lucro Líquido Unitário	Preço Médio			Lucro Líquido Unitário		
	2006	2010	2014	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	831.261	287.386	279.654	20,9%	14,0%	14,3%
PDG Realty S.A.	71.548	598.653	271.121	7,9%	14,6%	-11,2%
MRV Eng. e Part. S.A.	89.675	125.142	101.299	12,4%	22,4%	17,9%
Even Const. E Incorp. S.A.	269.208	379.547	312.583	10,4%	12,4%	12,4%
Gafisa S.A.	332.122	191.611	213.605	6,6%	11,8%	-2,0%
Brookfield Incorp. S.A.	1.037.945	339.301	300.375	10,3%	11,1%	-59,5%
Conjunto Analisado (US\$ e Residências)	438.626	320.273	246.439	11,4%	14,4%	-4,7%

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

A realidade da estratégia imobiliária em geral em 2006 era de que o estoque total (MRV, Brookfield e Even) na maioria das firmas superava a receita total das empresas. Essa realidade muda já no ano de 2010, quando a maior parte dos estoques totais é superada pelas receitas das firmas. Enquanto em 2014 algumas companhias (Gafisa e Brookfield) vão ter uma proporção de estoque maior que a receita, ou uma receita menor do que o estoque; outras vão ter uma estratégia de redução de imobilização de capital em estoque bastante abaixo do nível da receita total das demais firmas (caso da Even, Cyrela e MRV), que se reduz desde o nível de 2006, com o dinamismo dos anos posteriores.

Tabela 13

Relação entre estoque imobiliário total e receita de vendas total das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Estoque Imobiliário Total/ Receita Total	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,844	0,746	0,824
PDG Realty S.A.	0,651	0,751	0,974
MRV Eng. e Part. S.A.	2,244	0,603	0,955
Even Const. E Incorp. S.A.	1,025	0,294	0,409
Gafisa S.A.	0,632	0,561	1,152
Brookfield Incorp. S.A.	1,087	0,735	1,417
Conjunto Analisado	1,080	0,615	0,955

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

As diferentes composições de estoques imobiliários (de terrenos, de imóveis em construção e construídos) ligam-se por um lado à estratégia de lançamentos imobiliários, de outro se relacionam

às oportunidades de negócios com expectativas favoráveis e também à condição da demanda. A proporção do valor do estoque imobiliário em terrenos, com relação ao valor do estoque em imóveis em produção e construídos, diminui em 2010, quando o valor do estoque dos terrenos de diversas firmas é superado pelo valor dos imóveis em produção e construído, a exceção da MRV e Cyrela.

Tabela 14
Relação entre estoque imobiliário de terra e em construção e construídos das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Estoque Imobiliário (Terreno / Construção e Construído)	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	1,221	1,537	1,039
PDG Realty S.A.	0,978	0,582	1,642
MRV Eng. e Part. S.A.	1,801	2,184	1,894
Even Const. E Incorp. S.A.	1,960	0,460	1,377
Gafisa S.A.	0,571	0,693	1,125
Brookfield Incorp. S.A.	2,120	0,936	1,514
Conjunto Analisado	1,442	1,065	1,432

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

No período de 2006 e 2014, há maior predominância do estoque de terrenos com relação ao estoque de imóveis em construção e construídos no conjunto analisado. Even, Gafisa e Cyrela em 2014 apresentaram menor nível de terrenos com relação a estoque de imóveis em construção e construídos. Um aspecto que reflete as especificidades das estratégias de concorrência no mercado nacional. Outro aspecto que chama atenção está na elevada participação dos terrenos na composição do estoque imobiliário de firmas que também tem uma maior proporção do seu estoque com relação a receita, caso da PDG e Brookfield, um pouco menos da Gafisa, e um pouco mais da MRV.

A noção de produtividade do trabalho do indicador considerado deve ser ponderada pela terceirização das atividades das empresas⁵, como fatores que compõe o resultado analisado. O conjunto de empregados diretos nas corporações aumentou de 31,5 mil em 2006, para 118,9 mil em 2010 e caiu para pouco mais de 75 mil pessoas ocupadas em 2014. O nível de vendas em 2006 de cerca de 12,5 mil unidades, alcançou em 2010 mais de 110 mil e chegou a pouco mais de 100 mil unidades em 2014. Isso indica que o nível maior de vendas, progressivamente, ocorreu por meio da coordenação da produção fora da firma (terceirizada), o que aumentou a produtividade relativa, como corrobora o caso da Cyrela, Even, MRV e Gafisa. A sua vez, a elevação da produtividade da MRV e Even, juntamente a da sua escala de venda ocorre de forma distinta. O aumento da produtividade da Even cresceu mais em produção de unidades do que emprego, ao contrário da MRV, o que evidencia a maior integração da MRV e maior terceirização da Even.

(5) O relatório Gafisa comenta que em 2014, para o total de 2.162 empregados diretamente ocupados, existia uma rede de profissionais terceirizados (Outsourced Professionals) que ocupavam cerca de 9433 postos de trabalho (Gafisa 20-F 2014, p. 104; Annual and Transition Report (foreign private issuer).

Tabela 15
Produtividade do Trabalho, segundo total de unidades vendidas por Empregado,
das Corporações Imobiliárias Brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Produtividade por Empregado	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,3	1,4	2,2
PDG Realty S.A.	9,8	0,5	1,1
MRV Eng. e Part. S.A.	0,3	1,6	1,7
Even Const. E Incorp. S.A.	0,4	1,0	2,0
Gafisa S.A.	0,2	0,7	1,0
Brookfield Incorp. S.A.	1,3	1,3	0,5
Conjunto Analisado	2,1	1,1	1,4

Fonte: Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

Outro aspecto do trabalho são as classes hierárquicas profissionais, que (nos relatórios) abstrai os níveis gerenciais em trabalhadores em geral, em contraposição à diretoria, constituindo dois grupos, um variando por corporação em mais de 3 mil até mais de 30 mil pessoas, e outro entre 9 e pouco mais de 30 diretores⁶, por empresa. Além da representatividade das classes hierárquicas profissionais, muda radicalmente a substância da renda (salário, bônus e participações). Por isso o indicador busca expressar na medida do crescimento da magnitude da relação entre representatividade do tamanho da renda e da representatividade da classe de trabalho (diretoria e empregados) por corporação e ano. Não havendo registro nos anos de 2006⁷, os períodos seguintes mostram que as empresas que mais remuneraram a sua diretoria, no caso Brookfield e PDG, não tiveram nenhum desempenho extraordinário; outras companhias mais competitivas, caso da Cyrela, Even e MRV, mantinham uma remuneração mais horizontal.

Tabela 16
Relação entre representatividade de classes profissionais e de pagamentos,
das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

(Remuneração/Diretores) / (Salário/Empregados)	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,0	0,0	24,2
PDG Realty S.A.	0,0	392,0	66,0
MRV Eng. e Part. S.A.	0,0	52,3	39,1
Even Const. E Incorp. S.A.	0,0	26,7	38,3
Gafisa S.A.	0,0	78,8	26,6
Brookfield Incorp. S.A.	0,0	106,7	260,8
Conjunto Analisado	-	131,3	75,8

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

A capacidade instalada de produção, por sua vez, foi percebida pelo investimento em capital imobilizado em propriedades (não à venda), como lojas, armazéns, máquinas e equipamentos com

(6) A Gafisa em 2010 apresentava o maior Tabela de diretores em 2010, provavelmente por causa, das suas três companhias Alphaville, Gafisa e Tenda, esta última recentemente incorporada.

(7) Antunes et al. (2012) nos auxiliam a compreender a adoção no Brasil, das normas internacionais de contabilidade (IFRS), a partir de 2008, que trazem alguns aprimoramentos aos relatórios usados. Em especial para a investigação, surgiriam dados novos ou detalhados dos recursos pagos à diretoria, capital intangível e de capital imobilizado.

relação às receitas totais das firmas. Esse tipo de capital, que em parte se deprecia, também se relaciona com o nível de preço em geral e do mercado secundário. Sobre essa capacidade, foi possível distinguir dois comportamentos. Enquanto um grupo de empresas reduziu proporcionalmente o investimento imobilizado em todo o período, caso da Cyrela, Even e Brookfield, e a MRV, que manteve constante.

Tabela 17

Relação entre investimento imobilizado e as receitas totais, das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Investimento Imobilizado/ Receitas Totais	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,12	0,03	0,03
PDG Realty S.A.	0,01	0,03	0,01
MRV Eng. e Part. S.A.	0,02	0,02	0,02
Even Const. E Incorpor. S.A.	0,02	0,01	0,01
Gafisa S.A.	0,01	0,02	0,02
Brookfield Incorpor. S.A.	0,03	0,02	0,02
Conjunto Analisado	0,03	0,02	0,02

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

Outro grupo é marcado pela variação do nível de investimento imobilizado após 2006, especialmente em 2010, quando sobe, no caso PDG e Gafisa, especialmente pela fusão e aquisição de empresas, mantendo-se o investimento imobilizado da Gafisa e caindo o da PDG em 2014, num cenário cujas receitas relativas das empresas eram fortemente atingidas. Indicando a variedade de estratégias de investimento e resultados, como das consequências sobre o maior ou menor poder de mercado (participação, preço e margem unitários), e como veremos de desvalorização das ações das empresas.

Por outro lado, destaca-se a relação entre o investimento intangível, quando supera em proporção o investimento imobilizado, nas companhias que têm acumulado piores resultados, caso da Brookfield e PDG. As demais têm um menor peso do seu componente intangível, no caso da Cyrela, Even, MRV, e mesmo a Gafisa que obteve um resultado mais expressivo de investimento intangível em 2014.

Tabela 18

Relação entre investimento intangível e imobilizado, das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Investimento Intangível/ Investimento Imobilizado	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,00	0,54	0,59
PDG Realty S.A.	0,00	4,04	11,10
MRV Eng. e Part. S.A.	0,00	0,58	0,92
Even Const. E Incorpor. S.A.	0,00	0,12	0,37
Gafisa S.A.	0,17	2,60	1,58
Brookfield Incorpor. S.A.	0,00	9,27	5,28
Conjunto Analisado	0,17	2,86	3,31

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

O Controle Acionário logra receber lucro quando acumulado ou obtido no período do exercício anual da firma, e quando não haja possibilidade de retenção de lucro para a realização de investimentos de interesse comum entre diretores e acionistas. As empresas que pagaram lucros, especialmente em 2010 e 2014, o fizeram dentro do mínimo previsto em contratos, que é de 25% do lucro líquido, após as despesas financeiras e fiscais, gerando uma relação quantitativa de X R\$ de lucro pago para cada 3X R\$ de lucro retido. No caso da PDG, Gafisa e Brookfield, o prejuízo das empresas não permitiu o pagamento de lucro em 2014, se bem que tenha sido paga, em 2010, uma proporção igual ou até maior que as demais, no caso Brookfield (2,51).

Tabela 19
Relação entre lucro pago e retido,
das corporações imobiliárias brasileiras em 2006, 2010 e 2014

Lucro Pago/Retido	2006	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	0,58	0,24	0,31
PDG Realty S.A.	0,28	0,31	*
MRV Eng. e Part. S.A.	0,05	0,33	0,31
Even Const. E Incorpor. S.A.	0,33	0,31	0,31
Gafisa S.A.	0,31	0,31	*
Brookfield Incorpor. S.A.	0,00	2,51	*
Conjunto Analisado	0,31	0,67	0,31

* Empresas que tiveram prejuízo no período.

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). Elaboração própria.

Cabe explicitar que a proporção de lucro retido e pago não configura a única questão para o entendimento de por que os acionistas valorizam mais certas ações do que outras. Como no caso da Cyrela, MRV e Even que obtiveram as menores desvalorizações das ações ON, se comparadas às demais (Gafisa, PDG e Brookfield⁸, esta última para a qual não foi possível obter esses valores). A depreciação do mercado de ações de diversas companhias como PDG e Gafisa, expõe-nas a riscos, entre outros, de alteração do controle acionário, como no caso da Brookfield, em que houve o fechamento do capital.

Tabela 20
Evolução do preço reajustados*, em R\$, das Ações Ordinárias (ON),
das corporações imobiliárias analisadas do Brasil em 2006, 2010 e 2014

Preço da Ação (R\$)	2006/2007	2010	2014
Cyrela Brazil Realty S.A.	32,92	28,09	11,06
PDG Realty S.A.	35,43	10,43	0,99
MRV Eng. e Part. S.A.*	49,89	20,07	7,50
Even Const. E Incorpor. S.A.*	21,56	11,05	5,44
Gafisa S.A.	51,57	15,48	2,20
Brookfield Incorpor. S.A.	-	-	-

Fonte: Yahoo-Finanças - Empresas Listadas – Preços Históricos.
Elaboração própria.

(8) A Brookfield Incorporações S.A., segundo o relatório Demonstrativo Financeiro Padronizado (2014, p. 10), tinha como acionista controlador a Brookfield Ltda., controlada indiretamente pela Brookfield Management, empresa de capital aberto listada nas bolsas de Nova Iorque e Toronto. A empresa de construção manteve seu capital aberto na BMY Bovespa até 2015. Em 2016 o capital passou a ser fechado, adotando o novo nome comercial de Tegra Incorporadora Tegra (DFP, 2016, p. 11), mas com o fim da série histórica dos preços e da disposição dos dados da Companhia.

4.3 Algumas considerações sobre o setor brasileiro

O êxito da Cyrela, MRV e Even que apresentaram as menores desvalorizações, do preço reajustado das ações para valores de 2014, assentava-se no poder de mercado, principalmente em termos de participação e margem, além do menor nível de investimento em estoque imobiliário, especialmente em terrenos, ainda que variando ao longo do tempo. Isso também ocorria junto à elevação da produtividade do trabalho, por produção direta ou coordenação terceirizada, com menores estímulos de pagamentos por resultados das diretorias; e tendência à redução do investimento imobilizado, com relação à receita e do capital intangível. Em conjunto possibilitaram a Cyrela, MRV e Even produzir maior lucro. Essa conjuntura explica porque na evolução das ações do segmento, algumas firmas têm conseguido resistir melhor à péssima expectativa dos acionistas.

Em outra via, PDG, Gafisa e Brookfield, além de perder poder de mercado, demonstraram menor habilidade na sua estratégia imobiliária, de relações com trabalho, capital, estoque imobiliário e investidores, e por isso, apresentaram um maior derretimento dos preços das ações. Como essas empresas não têm tido sucesso na competição de mercado, por meio das decisões da diretoria, a resposta dos investidores na manutenção das ações têm sido amplamente desfavorável, apresentando maior risco de tomada acionário, fechamento de capital, mudanças de diretoria ou de estratégias.

Considerações finais

O presente trabalho procurou caracterizar as empresas de construção no Brasil e nos EUA, considerando o novo e o velho paradigma da organização corporativa. A partir do final do século XX, a corporação capitalista, especialmente a norte-americana, passou a se organizar tendo em vista a avaliação não só do mercado, como do acionista, sob o objetivo de maximizar o preço das ações, a despeito das estratégias de expansão vertical e horizontal. Não por menos o mote dos teóricos que defendem esse princípio organizacional, como Jensen (1998), é de “encolher e distribuir” em oposição ao de “reter e reinvestir”, como síntese de interesses da grande corporação, após os anos de 1970.

Entre as especificidades do setor da construção residencial no Brasil e nos EUA, e das relações específicas com a economia nacional como um todo, deve-se considerar os processos históricos, de formação social, industrial e urbana, que se desdobra em distintos níveis de renda per capita, taxas de inflação e de juros do mercado. Se de um lado, o desemprego no período recente no Brasil esteve abaixo do nível dos EUA, e com elevada taxa de crescimento econômico; de outro, a renda per capita ainda era de menos de 1/3 e a distribuição muito pior, constituindo maior desigualdade social. Essas relações também se estabelecem e marcam a dinâmica da produção imobiliária, desde a formação do preço dos imóveis (as diferenças das classes sociais), das estratégias de estoques de imóveis, da especialização da oferta e da relação com a política pública urbana e habitacional.

A questão central investigada, sobre a influência dos novos determinantes do controle dos acionistas, visando lucro e valorização do preço das ações, e como se relacionam com as estratégias de mercado e de produção das corporações pode ser respondida pelas evidências coletadas. Ao se analisar a evolução das empresas de construção com base nos indicadores econômico-financeiros constatamos que a adequação dessas empresas não é direta. O nível de estoques e capital imobilizado assume proporções relativamente elevadas e estratégicas ao desempenho, enquanto a retenção de

lucro não aparenta ser explícita a favor dos acionistas (nos EUA o maior nível de distribuição de lucro se deu nos momentos de crise estagnação imobiliária e no Brasil, a partir de 2010, manteve-se próximo ao pagamento mínimo de 25% do lucro líquido da companhia, a exceção dos anos de prejuízo, que se cessou o pagamento de lucro líquido).

Então, mais do que considerar o aspecto da apreciação financeira, é imprescindível observar a dinâmica da produção de lucro nos respectivos segmentos econômicos nacionais. Sob o aspecto do poder e da concentração da estrutura de mercado, não se vê grandes diferenças entre as companhias. Sob o aspecto da conduta de preços médios as firmas brasileiras apresentam uma maior diferenciação, na direção de imóveis mais baratos, por efeito da política pública habitacional e financeira. Além da heterogeneidade de preços, outra diferença está na elevada margem de lucro unitário brasileiro⁹, ainda que sobre imóveis mais baratos, do que o realizado no padrão das corporações dos EUA.

As estratégias imobiliárias mostram uma marca do Brasil, primeiro de um maior nível de estoque imobilizado especialmente em terrenos, além de outros imóveis, com relação às firmas dos EUA. Na comparação entre os anos de maior e menor dinamismo entre os mercados no Brasil (2010 e 2014) e Estados Unidos (2006 e 2010) vimos que as grandes corporações da construção, tinham maior proporção de valor de terrenos no estoque imobiliário total aqui do que lá. A estratégia com relação ao trabalho apresentava nas corporações brasileiras uma produtividade bastante inferior à norte-americana, mas com uma terceirização conhecida (caso da Gafisa) de 4,3 vezes o emprego direto, que no conjunto norte-americano pode chegar a ser maior. Além disso, as corporações nacionais ocuparam muito mais empregados e diretores, quase o dobro no primeiro caso e ao menos 3 vezes nos cargos de comando, com uma diferenciação similar de remuneração.

Os baixos investimentos imobilizados (em meios de produção) foram menores nas corporações nacionais, a exceção da Cyrela especialmente em 2006, e o padrão estrangeiro mostrou-se mais elevado em geral, notadamente na Pulte e Lennar. A relação do investimento imobilizado com o intangível indicou uma relação considerável da existência desse capital fictício nas corporações que sofreram os maiores prejuízos. Ainda que as dos EUA tivessem menor composição desse tipo de capital. Outra característica financeira das corporações de lá é o maior histórico, frequência e volume de pagamento de lucro aos acionistas. As corporações aqui têm pagado lucro aos acionistas, quando possível, e algumas vezes além do possível mostrando a inconsistência da estratégia de influência da apreciação dos preços de ações (caso da Gafisa¹⁰, PDG¹¹ e Brookfield¹²).

É possível compreender a apreciação das ações sem considerar as estratégias internas da companhia (a relação da diretoria e trabalhadores), posições acumuladas e a realização do poder de mercado na competição entre capitais, e que de fato produz o lucro a ser controlado por diretores e

(9) O circuito imobiliário evidencia alguns dos desdobramentos específicos da natureza da articulação do Estado no bojo do capitalismo dependente brasileiro, cuja repercussão dos privilégios licenças, regras, concentração de investimentos públicos e privados, promove a extraordinária valorização dos ativos imobiliários (Lessa; Dain 1982, p. 10). O capital imobiliário determina as condições de realização da produção em amplo espectro da indústria, diretamente pela demanda de insumos, e indiretamente por meio do emprego e investimento urbano. Comenta Lessa: “Há um mistério nos processos de desenvolvimento urbano latino-americano que talvez seja parcialmente esclarecido se encararmos a cidade como locus de operações de lucros hipertrofiados dos capitais não-industriais e examinarmos a localização estratégica que ocupa o circuito imobiliário para a administração da segunda cláusula do pacto básico” (Lessa; Dain 1982, p. 11).

(10) Apresentaria dificuldade com a fusão de capital com a Tenda em 2008, e a cisão dessa firma em 2017.

(11) Entraria em recuperação judicial em 2017.

(12) Fecharia o capital da Companhia em 2015, a se transformar em Tegra.

acionistas? O conjunto de relações verificadas no trabalho, considerando a realização do poder de mercado (em termos de participação e lucro), mostra que as estratégias de coordenação do capital, fornecem uma explicação mais satisfatória de por que a ação da NVR apreciou-se no período nos Estados Unidos, ou como a Cyrela e Even conseguiram se desvalorizar menos no mercado brasileiro, e o porquê as empresas deterioraram-se, mais ou menos, e se recuperaram ou não da crise.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michael; RIBERIOUX, Antoine. *Corporate governance adrift. A critique of shareholder value*. Edward Elgar, 2005.

BROOKFIELD Incorporações S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

CHANDLER, Alfred. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, MA; London: Belknap: Harvard University Press, 1990.

CHESNAIS, Françoise. *A mundialização do capital*. São Paulo: Ed. Xamã 1996.

CYRELA Brazil Realty S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

D.R. HORTON. Annual report. Fiscal year: 2006, 2010 and 2014.

EVEN Construtora e Incorporadora S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

FIX, Mariana Azevedo Barreto. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese (Doutorado)–IE/Unicamp, 2011.

GAFISA S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

HOBSON, John. *A evolução do capitalismo moderno*. Editora Abril, 1983.

JENSEN, Michael C. O eclipse da corporação de capital aberto. In: MONTGOMERY, Cynthia A. et al. *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*. Rio de Janeiro: Campus, 1998. p. 441-468.

KB HOME. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

LAZONICK, William; O’SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LENNAR Corporation. Annual report. Fiscal year: 2006, 2010 and 2014.

LESSA, Carlos; DAIN, Sulamis. Capitalismo associado: algumas referências para o tema Estado e desenvolvimento. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga; COUTINHO, Luciano. *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1982.

LOGAN, John; MOLOTCH, Harvey. *Urban fortunes: the political economy of the place*. University of California, 1987.

MARICATO, Ermínia. *Indústria da construção e política habitacional*. Tese (Doutorado)–FAU-USP, 1983.

McCRAW, Thomas. Introdução: a odisséia intelectual de Alfred D. Chandler, Jr. In: CHANDLER, Alfred Dupont. *Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*. Thomas K. McCraw (Org.). Rio de Janeiro: Editora FGV, 1998.

MILBERG, William; WINKLER, Deborah. Financialization and the dynamics of offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics Advance Access*, 2009.

MIOTO, Beatriz Tamaso. *As políticas habitacionais no subdesenvolvimento: os casos do Brasil, Colômbia, México e Venezuela (1980/2013)*. Tese (Doutorado)–IE/Unicamp, 2015.

MRV Engenharia e Participações S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

NVR. *Annual report of NVR*. Fiscal year: 2006, 2010 and 2014.

PDG Realty S. A. *Demonstrações financeiras padronizadas*. Ano fiscal: 2006, 2010 e 2014.

PULTE Group. *Annual report*. Fiscal year: 2006, 2010 and 2014.

REZENDE, Fernando Antonio. *Finanças públicas*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

SERFATI, Claude. Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. *Journal of Innovation Economics – De Boeck Université*, n. 2, 2008.

THE RYLAND Group. *Annual report*. Fiscal year: 2006, 2010 and 2014.