

Análise de empreendimento não é análise de investimento.

O que muda quando você entende que o objeto da análise é o empreendimento — não os recursos do empreendedor.

O QUE A PESQUISA DIZ

O TT/PCC/06 da Escola Politécnica da USP parte de uma distinção que parece simples mas muda a lógica inteira da análise: o objeto do estudo não é o investimento do empreendedor — é o empreendimento em si.

Rocha Lima Jr. propõe que a terminologia correta seja *análise de empreendimentos* — a *qualidade dos investimentos*, não simplesmente "análise de investimentos". A distinção não é semântica. É estrutural: a qualidade que se mede está presa ao comportamento do empreendimento, não à capacidade financeira de quem investe.

O texto separa dois planos de análise que com frequência são confundidos na prática:

Plano financeiro — fecha a equação de fundos. Avalia se o empreendedor tem recursos suficientes para sustentar a produção. Esse plano depende das condições específicas de quem empreende. Um mesmo empreendimento pode ser viável para um empreendedor e inviável para outro, a depender da sua estrutura de capital.

Plano econômico — mede indicadores intrínsecos do empreendimento: prazo de recuperação do investimento (pri) e taxa de retorno (tret). Esses indicadores são propriedade do empreendimento, não do empreendedor. É aqui que vive a análise de qualidade em sentido estrito.

"O que se analisa, em verdade, é a qualidade do empreendimento, que, para manter o regime de custeio da produção no ritmo programado, exigirá a aplicação de recursos do empreendedor."

Rocha Lima Jr., TT/PCC/06, EPUSP, 1993

POR QUE ESSA DISTINÇÃO IMPORTA NA PRÁTICA

Quando o empreendedor confunde os dois planos, acontecem distorções graves na tomada de decisão. O mais comum: usar como argumento de viabilidade econômica o fato de ter recursos disponíveis — quando isso é um dado financeiro do empreendedor, não econômico do empreendimento. Ter dinheiro para fazer não significa que o empreendimento tem qualidade.

O texto de Rocha Lima Jr. também desfaz a ilusão de que a taxa interna de retorno (TIR) é sempre o indicador adequado. A TIR pressupõe que os recursos do empreendedor giram continuamente a uma taxa homogeneizada — hipótese que raramente se sustenta em empreendimentos do setor da construção civil, que têm ciclo de vida definido, são únicos no portfólio do empreendedor e não se repetem em série.

Para esses casos, o texto introduz a **taxa de retorno restrita (trr)**: o empreendedor começa o ciclo de produção "pronto para investir" com uma massa de recursos aplicada ao custo de oportunidade. Esse conceito desacopla a remuneração dos investimentos do desempenho interno do empreendimento — tornando a medida mais realista e mais honesta para empreendimentos de prazo médio a longo.

"A taxa interna de retorno só pode ser medida para uma certa tipologia de empreendimentos em que, no seu ciclo de vida, se tenha a garantia que os recursos do empreendedor alocados para o empreendimento estejam girando a uma taxa uniformizada com esta tir — o que é um caso particular."

Rocha Lima Jr., TT/PCC/06, EPUSP, 1993

TIPOLOGIAS: CADA EMPREENDIMENTO TEM SEU PRÓPRIO FLUXO

O texto classifica os empreendimentos do setor em três grandes tipologias, cada uma com estrutura própria de investimento, retorno e lastro:

Serviços por empreitada	Investimentos em custeio antes do recebimento das parcelas. Retorno regular durante a obra. Lastro representado pelas contas a receber.
Produção para venda	Investimentos concentrados no pré-operacional. Retorno a partir do momento em que a receita de vendas supera o custeio. Lastro no estoque físico não comercializado e nas contas a receber já vendidas.
Base imobiliária (locação/renda)	Ciclos de produção e operação separados. Investimentos para cobrir todo o custeio da produção. Retorno derivado da receita operacional. O empreendimento lastreia toda a operação porque permanece como propriedade do empreendedor.

Essa classificação importa porque o modelo de simulação — e, portanto, os indicadores de qualidade — precisa ser calibrado para a tipologia do empreendimento. Usar o modelo errado para o tipo errado de empreendimento é uma das origens mais silenciosas de erro em análises de viabilidade.

COMENTÁRIO VIESTRA

Na prática, a maioria das análises apresentadas ao decisor mistura os dois planos sem aviso. O estudo mostra o empreendimento como viável porque o empreendedor tem os recursos para fazê-lo — quando a pergunta deveria ser outra: independentemente de quem está investindo, o empreendimento tem qualidade intrínseca suficiente para justificar o risco de imobilização?

A distinção de Rocha Lima Jr. é uma ferramenta de clareza para o decisor. Ela obriga a separar o que é atributo do projeto do que é atributo do caixa disponível. São perguntas diferentes, com respostas independentes, e precisam ser respondidas nessa ordem.

IMPLICAÇÃO PRÁTICA

Antes de apresentar ou receber qualquer análise de viabilidade, vale fazer três perguntas separadas — e exigir que sejam respondidas na sequência certa:

1 O empreendimento tem qualidade econômica independente?

Os indicadores econômicos — pri, tret ou trr — são favoráveis considerando apenas o comportamento do empreendimento, sem nenhuma consideração sobre o caixa do empreendedor?

2 A equação financeira fecha?

O empreendedor tem capacidade de gerar os fundos necessários para sustentar a produção no ritmo programado? Há dependência de financiamento? Como os riscos de atraso na receita afetam essa equação?

3 O indicador usado é o correto para a tipologia?

A TIR é adequada apenas para empreendimentos com ciclos repetitivos e uniformes. Para empreendimentos de prazo médio a longo — a maioria dos imobiliários — a taxa de retorno restrita (trr) é o conceito mais honesto e mais útil para a decisão.

Tags: Análise de Empreendimentos · TIR · Taxa de Retorno Restrita · Viabilidade Econômica · Tipologia · Rocha Lima Jr.

ROCHA LIMA JR., João da. *Análise de Investimentos: Princípios e Técnicas para Empreendimentos do Setor da Construção Civil. Texto Técnico TT/PCC/06. Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo: EPUSP, 1993.*

VIESTRA

DECISÃO EM REAL ESTATE · viestra.com.br