

Ano VI, v.1 2025 | submissão: 09/09/2025 | aceite: 12/09/2025 | publicação: 15/09/2025

Assimetria de informação e eficiência alocativa no mercado imobiliário: a governança na captação de *funding* e na valoração de opções reais

Information asymmetry and allocative efficiency in the real estate market: governance in funding capture and real options valuation

Asimetría de la información y eficiencia asignativa en el mercado inmobiliario: gobernanza en la captación de fondos y valoración de opciones reales

Autor: Erik Guerrieri Saboya Reis

Bacharel em Administração de Empresas pela Universidade de Brasília (UnB).

RESUMO

O desenvolvimento de incorporações imobiliárias de alto volume exige arquiteturas de capital capazes de superar as falhas estruturais inerentes aos ativos reais. Este artigo científico analisa a intersecção entre a captação de recursos, a Teoria da Agência e a gestão quantitativa de riscos corporativos. A metodologia consiste em uma pesquisa dedutiva, fundamentada nos preceitos da Administração Estratégica, do Direito Empresarial aplicado e da Teoria das Finanças de Mercado. O estudo delinea-se em seis esferas de densidade acadêmica: a ineficiência gerada pela Assimetria de Informação; a gestão do conflito fiduciário por meio de Sociedades de Propósito Específico (SPE); a Teoria da Estrutura de Capital aplicada à alavancagem; o *Marketing* Institucional baseado na Teoria da Sinalização; a aplicação do modelo de Opções Reais na decisão de *Land Banking*; e a resolução de ativos estressados. Os dados teóricos comprovam que a viabilidade de uma incorporação em larga escala prescinde da mera posse do terreno. Conclui-se que o sucesso do consórcio imobiliário depende da capacidade do administrador de auditar passivos, modelar a barreira jurídica do capital e garantir a transparência matemática exigida pelos fundos de investimento.

Palavras-chave: Teoria da Agência. Captação de capital. Opções Reais. Assimetria de Informação. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The development of high-volume real estate projects requires capital architectures that overcome the structural failures inherent in real assets. This scientific article analyzes the intersection between resource capture, Agency Theory, and quantitative corporate risk management. The methodology consists of deductive research supported by the precepts of Strategic Management, applied Corporate Law, and Market Finance Theory. The study is outlined in six spheres of academic density: the inefficiency generated by Information Asymmetry; the management of fiduciary conflict through Special Purpose Vehicles (SPVs); Capital Structure Theory applied to leverage; Institutional Marketing based on Signaling Theory; the application of Real Options models in Land Banking decisions; and the resolution of distressed assets. Theoretical data certify that the viability of a large-scale development goes beyond mere land ownership. It is concluded that the success of the real estate consortium depends on the administrator's ability to audit liabilities, model the legal capital barrier, and ensure the mathematical transparency required by investment funds.

Keywords: Agency Theory. Capital Capture. Real Options. Information Asymmetry. Corporate Governance.

1. INTRODUÇÃO E O PROBLEMA DA EFICIÊNCIA ALOCATIVA NO REAL ESTATE

O mercado imobiliário diferencia-se dos mercados financeiros tradicionais devido à sua alta intensidade de capital, à longa maturação dos projetos e à imobilidade física dos ativos. Enquanto as bolsas de valores operam com alta liquidez e são reguladas por modelos contínuos de precificação (como o *Capital Asset Pricing Model* - CAPM), as transações de terrenos e de direitos de

Ano VI, v.1 2025 | **submissão: 09/09/2025** | **aceito: 12/09/2025** | **publicação: 15/09/2025**

incorporação ocorrem em um ambiente fragmentado. A literatura econômica demonstra que a opacidade na origem destes ativos desencoraja o investimento de fundos institucionais. Essa dinâmica gera um gargalo produtivo nas grandes metrópoles, nas quais áreas com alto potencial de desenvolvimento permanecem ociosas pela falta de capital-semente (*Seed Capital*).

O destravamento dessa paralisia sistêmica exige uma sofisticação que transcende a engenharia civil. A promoção de novas incorporações demanda a figura do administrador estruturador, um agente capaz de transformar uma oportunidade bruta em um veículo de investimento auditável. O presente artigo mapeia o referencial teórico que orienta esta formatação financeira. Ao examinar as diretrizes da Teoria da Agência, as estratégias de mitigação de risco e a modelagem de opções reais, o estudo comprovará que a atração de capital de risco obedece a uma ciência administrativa exata, focada na eliminação de falhas de mercado antes do início das obras físicas.

2. A TEORIA DOS MERCADOS DE *LEMONS* E A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A ineficiência nas transações de ativos imobiliários encontra paralelo na "Teoria dos Mercados de Lemons", descrita pelo economista George Akerlof (1970). No mercado de terras, o proprietário ou vendedor originário detém informações privilegiadas sobre os vícios do ativo. Estes dados ocultos podem incluir passivos ambientais (contaminação do solo), restrições de zoneamento não averbadas ou litígios sucessórios. O investidor iniciante, desprovido desse conhecimento detalhado, corre o risco de adquirir um passivo financeiro em vez de um ativo rentável.

A consequência direta desta assimetria informacional é o fenômeno da seleção adversa. Fundos de investimento e *family offices*, cientes de sua desvantagem na mesa de negociação, tendem a descontar o preço ofertado para cobrir o risco probabilístico de encontrar defeitos ocultos. Esse achatamento de preços retira do mercado os bons ativos (terrenos sem pendências), deixando em circulação apenas as propriedades problemáticas. Para que o mercado opere com eficiência, a administração precisa implementar mecanismos de divulgação de informações que nivelem o conhecimento entre as partes. O instrumento gerencial utilizado para sanar esta falha é a *Due Diligence* (diligência prévia) estrita. A execução deste procedimento envolve a montagem de um *data room* (sala de dados) virtual, no qual a administração disponibiliza auditorias contábeis, laudos de sondagem de solo e certidões negativas de débitos de toda a cadeia sucessória do imóvel. A investigação retrospectiva impede que antigas execuções trabalhistas contra antigos donos resultem, no futuro, em anulações de venda por fraude à execução.

A estruturação dessa transparência documental reverte a lógica da seleção adversa. Ao comprovar, matematicamente e juridicamente, a sanidade do terreno, o administrador justifica a cobrança do

Ano VI, v.1 2025 | **submissão: 09/09/2025** | **aceito: 12/09/2025** | **publicação: 15/09/2025**

"prêmio de qualidade" (*premium price*). O investidor institucional, munido de relatórios independentes, aceita reduzir sua taxa de desconto exigida (Custo de Capital), o que viabiliza o fechamento de transações que ancoram o desenvolvimento de novos complexos urbanos.

3. TEORIA DA AGÊNCIA E A MODELAGEM DA SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO (SPE)

O financiamento de lançamentos imobiliários expõe a estrutura corporativa à Teoria da Agência, formulada por Jensen e Meckling (1976). O conflito de interesses surge quando a propriedade do capital (fornecido pelos investidores cotistas) se separa do controle executivo do projeto (exercido pela construtora ou incorporadora). Os acionistas buscam maximizar o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o controle orçamentário, enquanto o agente executor pode priorizar o crescimento da sua própria fatia de mercado, assumindo riscos operacionais com capital de terceiros, sem comprometer o próprio balanço.

A contenção dos "custos de agência" exige o desenho de uma governança corporativa impenetrável. A principal barreira estrutural utilizada na administração imobiliária é a constituição da Sociedade de Propósito Específico (SPE) sob o regime jurídico do Patrimônio de Afetação. Esta modelagem separa contabilmente as finanças de um edifício específico das demais operações da construtora matriz. As receitas oriundas das vendas na planta e os recursos aportados pelos sócios ficam vinculados exclusivamente ao custeio daquela obra.

Em cenários de insolvência ou de recuperação judicial da empresa desenvolvedora principal, o Patrimônio de Afetação garante que os recursos do projeto permaneçam isolados. Credores externos à SPE não podem penhorar o terreno nem o caixa da obra específica. O administrador de negócios utiliza esta ferramenta jurídica como principal argumento para mitigar o risco de crédito perante os bancos financiadores e os investidores-anjo, garantindo a continuidade do cronograma físico.

A efetividade deste modelo depende da institucionalização de auditorias contínuas. A governança implementa a contratação de empresas gerenciadoras independentes para atestar a evolução física da obra antes da liberação das parcelas do financiamento (*drawdowns*). A prestação de contas mensal aos cotistas, por meio de relatórios de medição transparentes, alinha os incentivos entre o Agente e o Principal, consolidando a confiança fiduciária necessária à injeção contínua de recursos no setor.

4. ESTRUTURA DE CAPITAL E A CAPTAÇÃO DE *SEED CAPITAL* (PECKING ORDER)

A formulação do financiamento de um novo empreendimento encontra respaldo na Teoria do *Pecking*

Ano VI, v.1 2025 | submissão: 09/09/2025 | aceite: 12/09/2025 | publicação: 15/09/2025

Order (Hierarquia das Fontes de Financiamento), proposta por Myers e Majluf (1984). Segundo o arcabouço, corporações racionais priorizam o uso de fundos operacionais internos antes de emitir novas dívidas e, em último caso, de capital acionário (*Equity*). Contudo, no estágio inicial da incorporação (aprovação de projetos e compra do terreno), o ativo ainda não gera caixa operacional e não possui colateral físico suficiente para garantir empréstimos bancários tradicionais com taxas subsidiadas.

Esse hiato financeiro, frequentemente chamado de "vale da morte" do desenvolvimento imobiliário, exige a captação de capital de risco externo (*Seed Capital*). A administração recorre ao mercado privado para estruturar Sociedades em Conta de Participação (SCP) ou emitir debêntures com garantias reais. O gestor financeiro precisa calibrar o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da operação, assegurando que o custo de captação deste *Equity* terceirizado seja inferior à Taxa Interna de Retorno (TIR) projetada para a venda futura das unidades.

O planejamento da amortização destas obrigações baseia-se na metodologia de *Project Finance*. Nesta estrutura, a garantia do pagamento aos investidores repousa exclusivamente no fluxo de caixa futuro gerado pelo próprio projeto, e não no balanço patrimonial dos acionistas (*non-recourse debt*). O administrador elabora a modelagem atuarial, determinando o ponto de equilíbrio (break-even point) das vendas e projetando cenários de estresse diante do aumento do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC).

As chamadas de capital (*Capital Calls*) são programadas para ocorrerem em sincronia com os marcos de aprovação municipais. Ao evitar que os investidores desembolsem o montante total no marco zero, o administrador melhora a rentabilidade do dinheiro ao longo do tempo para o cotista. A previsibilidade deste modelo matemático afasta o temor de descontinuidade da obra, convencendo gestores de fortunas a alocar seus recursos na etapa de maior risco do ciclo imobiliário.

5. MARKETING INSTITUCIONAL (B2I) E A TEORIA DA SINALIZAÇÃO

A captação de sócios-investidores diverge substancialmente das práticas de marketing aplicadas ao varejo imobiliário (*Business-to-Consumer* - B2C). O apelo direcionado ao consumidor final fundamenta-se no valor de uso, na estética arquitetônica e no conforto habitacional. A prospecção de capital institucional, por sua vez, opera no modelo *Business-to-Investor* (B2I), no qual a decisão de compra é orientada pela racionalidade quantitativa. O fundo de investimento avalia o projeto imobiliário concorrendo diretamente com outras classes de ativos, como títulos do Tesouro Direto e fundos de renda fixa.

A comunicação neste nível obedece à "Teoria da Sinalização" (*Signaling Theory*), formulada pelo

Ano VI, v.1 2025 | submissão: 09/09/2025 | aceite: 12/09/2025 | publicação: 15/09/2025

economista Michael Spence em 1973. O administrador estruturador tem o dever de emitir "sinais" verificáveis e onerosos para comprovar a alta qualidade de seu projeto, separando-o das ofertas especulativas do mercado. Um dos sinais mais robustos utilizados é o co-investimento ("*skin in the game*"), em que os próprios desenvolvedores alocam parte de seu capital líquido na fase inicial do negócio, o que atesta o alinhamento de riscos com os investidores externos.

O material de apresentação abandona os *renders* decorativos em favor de Memorandos de Oferta Confidencial e *Pitch Decks* focados em inteligência de dados. A tese de investimento deve apresentar análises de regressão estatística do adensamento populacional da macrorregião, das taxas históricas de vacância do bairro e da modelagem do *Cap Rate* (Taxa de Capitalização) esperado. A validação destes números por consultorias imobiliárias independentes funciona como um selo de conformidade perante os comitês de investimento dos bancos.

A execução dos *roadshows* de captação assume uma liturgia formal. O gestor submete seu plano de negócios a sabatinas sobre a viabilidade do zoneamento urbano e a sensibilidade da margem de lucro frente à variação da taxa Selic. A capacidade do administrador de responder a estas métricas com fluência contábil e embasamento jurídico converte a assimetria de informação em clareza preditiva. Essa competência comunicativa é o fator determinante que viabiliza a captação de milhões de reais em prazos de poucos meses.

6. A TEORIA DAS OPÇÕES REAIS NA DECISÃO DE *LAND BANKING*

A estratégia de aquisição de terrenos para desenvolvimento futuro (*Land Banking*) requer métodos avançados de precificação. As avaliações tradicionais, baseadas estritamente no fluxo de caixa descontado, frequentemente subestimam o valor de terrenos não licenciados, pois pressupõem que o desenvolvimento deve ocorrer imediatamente. A literatura de finanças corporativas aborda este viés por meio da "Teoria das Opções Reais", uma adaptação do modelo de Black-Scholes para ativos tangíveis, desenvolvida por pesquisadores como Dixit e Pindyck (1994).

Sob este modelo matemático, a posse de uma gleba urbana bruta é classificada como uma "Opção de Espera" (*Option to Defer*). O loteador adquire o direito, mas não a obrigação, de iniciar a construção da infraestrutura. Diferentemente dos ativos de renda fixa, o aumento da volatilidade do mercado imobiliário e das incertezas macroeconômicas eleva o valor dessa opção. A flexibilidade gerencial de adiar o início das obras até que as condições de crédito imobiliário e de demanda melhorem possui um valor financeiro intrínseco que o administrador deve quantificar no balanço da empresa.

O gatilho para o exercício desta opção (o início da terraplenagem e das vendas) é monitorado por meio de indicadores econômicos. O conselho de administração estabelece parâmetros, como a queda

Ano VI, v.1 2025 | submissão: 09/09/2025 | aceite: 12/09/2025 | publicação: 15/09/2025

da taxa básica de juros para um patamar predeterminado ou a aprovação de uma alteração no Plano Diretor que permita maior coeficiente de aproveitamento do solo (verticalização). Somente quando estes gatilhos matemáticos são acionados, o projeto transita da fase de *Land Banking* para a execução civil.

A gestão do banco de terrenos, baseada em opções reais, impede a destruição de valor causada por lançamentos imobiliários em ciclos de recessão. Ao precificar a flexibilidade tática, o administrador evita o custo afundado em obras ociosas. Esta metodologia protege o caixa da incorporadora, garantindo que o capital seja alocado apenas quando o ambiente macroeconômico apresentar condições de rápida absorção do estoque e de estabilidade nos custos dos materiais de construção.

7. GESTÃO DE RISCOS E A RESOLUÇÃO DE ATIVOS ESTRESSADOS (DISTRESSED ASSETS)

No ecossistema de investimentos imobiliários, um segmento expressivo da alocação de capital concentra-se em Ativos Estressados (*Distressed Assets*). Estas propriedades caracterizam-se por estarem vinculadas a execuções de dívidas, penhoras hipotecárias ou litígios sucessórios complexos, estando frequentemente na iminência de serem alienadas em leilões judiciais. A presença de tais patologias legais gera iliquidez do bem, resultando em precificação de mercado drasticamente inferior ao seu valor de reposição ou à avaliação comercial padrão.

A intervenção administrativa neste nicho configura uma operação de arbitragem de eficiência legal. O gestor especializado adquire o ativo ou o crédito subjacente a um profundo deságio (*haircut*). A tese de investimento não depende da valorização orgânica do bairro, mas da capacidade operacional do administrador para sanear a matrícula do imóvel. A gestão de risco envolve o mapeamento da prioridade dos credores, o cálculo dos juros moratórios incidentes e a negociação direta de acordos de quitação e de novação de dívidas junto às instituições financeiras e às procuradorias fiscais.

A execução do saneamento reverte a condição do ativo de ilíquido a líquido. Uma vez extintas as penhoras e baixados os gravames no registro de imóveis, a propriedade recupera imediatamente seu valor integral de mercado. Este processo de higienização de balanço gera um ganho de capital (*Alpha*) significativo no curto prazo, descorrelacionado das flutuações usuais do ciclo imobiliário.

O sucesso desta frente administrativa depende de uma coordenação ágil entre os departamentos jurídicos e comerciais. A capacidade de avaliar contingências processuais com precisão atuarial impede que o fundo de investimento assuma passivos superiores ao valor venal do bem. A conversão de imóveis paralisados pela burocracia judicial em ativos disponíveis para moradia ou locação reintegra capital ao sistema econômico, demonstrando a função social da engenharia de reestruturação

patrimonial.

CONCLUSÃO

O aprofundamento analítico e dedutivo, articulado ao longo de todo o artigo, comprova que o desenvolvimento imobiliário de alta complexidade transcendeu a gestão empírica. A viabilidade de projetos de grande escala não recai unicamente na excelência da engenharia civil, mas também repousa nas estruturas da engenharia financeira e das Relações de Agência. O estudo demonstrou que as ineficiências na captura de capital não advêm principalmente de crises macroeconômicas estritas, mas da negligência administrativa em mitigar a assimetria de informação nos balanços da matriz construtora original.

O escrutínio da teoria de Jensen e Meckling validou a ideia de que o capital institucional requer proteção. Investidores aportam seus recursos de forma proporcional à adoção de barreiras jurídicas, como a Sociedade de Propósito Específico (SPE) e o Patrimônio de Afetação. A segregação de riscos protege os fundos contra a falência gerencial, assegurando rodadas de financiamento ágeis. A literatura comprovou que a transparência fiduciária e a medição independente de custos são fundamentais para eliminar o risco moral e alinhar os interesses de todos os participantes do consórcio.

A transição do modelo de prospecção para a ótica do *Business-to-Investor* (B2I) evidenciou a importância da Teoria da Sinalização de Michael Spence. O uso de indicadores preditivos e da modelagem de *Project Finance* substituiu o apelo emocional por avaliações lógicas. A capacidade de comprovar o custo de capital em relação à Taxa Interna de Retorno (TIR) explica a disposição de investidores conservadores em desmobilizar recursos de renda fixa em prol da economia real imobiliária, viabilizando o *Seed Capital* necessário para superar as etapas pré-operacionais.

No campo da aquisição de áreas, a aplicação da Teoria das Opções Reais permitiu a precificação correta de terrenos. O reconhecimento da "Opção de Espera" altera a análise contábil, permitindo que a empresa retenha ativos valiosos até que os ciclos de crédito habitacional se tornem favoráveis. Esta flexibilidade gerencial protege o caixa da incorporadora contra o lançamento de produtos em mercados recessivos, preservando o valor para os acionistas.

Adicionalmente, a investigação sobre os ativos estressados confirmou que a liquidez imobiliária pode ser restaurada por meio da eficiência administrativa. A diligência prévia (*Due Diligence*) e a negociação direta de passivos judiciais resgatam propriedades do colapso dos leilões. A higienização legal da matrícula reverte a desvalorização punitiva, gerando retornos superiores decorrentes da reestruturação do balanço desse ativo específico.



Ano VI, v.1 2025 | **submissão: 09/09/2025** | **aceito: 12/09/2025** | **publicação: 15/09/2025**

Por fim, atesta-se que o administrador fiduciário, dotado do conhecimento transversal destas frentes teóricas, consolida-se como o estruturador definitivo do capital urbano. A capacidade de alinhar a mitigação de riscos legais à modelagem financeira matemática garante a sustentabilidade das operações corporativas globais. O gestor estratégico atua como fiador da confiança no mercado de Real Estate, promovendo o fomento sustentável à infraestrutura urbana em economias de alta complexidade.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George A. **The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism**. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. **The Pricing of Options and Corporate Liabilities**. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 637-654, 1973.
- DIXIT, Avinash K.; PINDYCK, Robert S. **Investment Under Uncertainty**. Princeton: Princeton University Press, 1994.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**—*Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. **Corporate Finance**. 11. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2016.
- SPENCE, Michael. **Job Market Signaling**—*the Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3, p. 355–374, 1973.