



Desenvolvimento de Matriz de Risco para a Atividade de Locação Residencial no Modelo Multifamily no Brasil

Diego Nicolau Rodriguez ¹, Lia Bezerra Gondin Santos ²,

Rafael Crissóstomo de Pádua ³, Eliane Monetti ⁴

¹ Mestrando do Programa Construinova – Núcleo de Real Estate
Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil.
E-mail: diego.rodriguez@usp.br

² Mestrando do Programa Construinova – Núcleo de Real Estate
Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil.
E-mail: liagondin@usp.br

³ Mestrando do Programa Construinova – Núcleo de Real Estate
Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil.
E-mail: rafaelpadua@usp.br

⁴ Professora doutora do Programa Construinova – Núcleo de Real Estate
Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil.
E-mail: eliane.monetti@usp.br

RESUMO

O modelo de empreendimento residencial *multifamily*, vem conseguindo destaque no Brasil com o aumento do interesse das empresas de Real Estate e base imobiliária pelo segmento. *Multifamily* é um conceito onde múltiplas unidades residenciais são de propriedade única, ou seja, apenas um proprietário é detentor de todo condomínio e as unidades habitacionais que compõe o empreendimento são destinadas a locação. Nos últimos anos algumas empresas iniciaram e se destacaram com essa operação no Brasil, a Luggo, Housi e JFL Living são algumas delas.

Dado o crescimento dos players no segmento, a CBRE, empresa multinacional de serviços imobiliários desenvolveu no primeiro trimestre de 2021 pesquisa com cerca de 50 empresas de base imobiliária, onde 55% delas afirmou já investir neste mercado e mais de 70% dos entrevistados declarou que pretende investir no mercado em um prazo de três anos, ou seja, até 2024. Este modelo se mostra atrativo pela alta taxa de juros no país, trazendo dificuldades para financiamentos imobiliários para compra de imóveis por pessoa física.

Com este cenário, o objetivo deste artigo é desenvolver uma matriz de risco para avaliação desse tipo de empreendimento imobiliário. Após uma revisão bibliográfica e análises mercadológicas, será desenvolvido um questionário levantando melhores práticas e principais desafios na estruturação de empreendimentos *multifamily*. Esse questionário será aplicado em um grupo de profissionais atuantes na área de *multifamily* e empreendimentos destinados à renda, com objetivo de classificação dos itens levantados segundo probabilidade de ocorrência e impacto nos resultados.

Como resultado, espera-se desenvolver uma matriz de risco que contém coeficientes ponderados pela probabilidade e impacto dos riscos identificados. A matriz de riscos poderá ser aplicada a propostas de empreendimentos imobiliários *multifamily*, somando como uma ferramenta que auxiliará os investidores na comparação entre oportunidades de investimento e tomada de decisão neste tipo de investimento imobiliário.

Palavras-chave: Empreendimentos Destinados à Renda, Gestão de Riscos, Tomada de Decisão de Investimento, *Multifamily*, residencial

Development of a Risk Matrix for Residential Leasing Activity in the Multifamily Model in Brazil

ABSTRACT

The multifamily residential development model has been gaining prominence in Brazil with the increased interest of Real Estate and real estate companies in the segment. Multifamily is a concept where multiple residential units are single property, that is, only one owner owns the entire condominium and the housing units that make up the development are intended for lease. In recent years, some companies started and stood out with this operation in Brazil, Luggo, Housi and JFL Living are some of them.

Given the growth of players in the segment, CBRE, a multinational real estate services company, carried out a survey in the first quarter of 2021 with around 50 real estate companies, where 55% said they already invest in this market and more than 70% of those interviewed declared that they intend to invest in the market in a period of three years, that is, until 2024. This model proves to be attractive due to the high interest rate in the country, causing difficulties for real estate financing for the purchase of properties by individuals.

With this scenario, the objective of this article is to develop a risk matrix for the evaluation of this type of real estate project. After a literature review and market analysis, a questionnaire will be developed raising best practices and main challenges in the structuring of multifamily ventures. This questionnaire will be applied to a group of professionals working in the area of multifamily and income-oriented ventures, with the objective of classifying the items raised according to probability of occurrence and impact on results. As a result, it is expected to develop a risk matrix that contains coefficients weighted by the probability and impact of the identified risks. The risk matrix can be applied to proposals for multifamily real estate projects, adding up as a tool that will help investors in the comparison between investment opportunities and decision making in this type of real estate investment.

Keywords: Real Estate for Rental, Risk Management, Investment Decision Making, Multifamily, Residential

1. INTRODUÇÃO

Devido a sua facilidade de investimentos somados aos benefícios tributários, de liquidez e possibilidade de investimento, os FIIs veem se tornando uma opção cada vez mais comum na carteira de investimento dos Brasileiros. Neste sentido, a análise de novas oportunidades de mercado torna-se fundamental para o crescimento desses investidores que ainda caracterizam o Brasil como um país de alto potencial de crescimento no segmento de Real Estate.

O modelo de investimento em empreendimentos de base imobiliária [para renda] residencial aparece como uma grande oportunidade para o setor – tanto em *long stay* [Contratos de longa duração] quanto no que chamamos de *short stay* [estadias rápidas]. Exatamente neste cenário aparece o modelo de *multifamily* residencial, que nada mais é do que edifícios que são adquiridos por uma única empresa proprietária para a exploração *long stay*, ou seja, contratos regidos pela lei do inquilinato e de longa duração.

Hoje, no Brasil, existem poucos fundos de investimentos que foquem, exclusivamente, nesse segmento de mercado, sendo assim mais um fator que demonstra um mercado ainda incipiente e pouco explorado no país. Ao compararmos o nosso mercado com o mercado americano – um dos maiores *benchmarks* para análise de Real Estate mundial – verifica-se que a exploração, pelos *Real Estate Investment Trusts – REITs* [instrumentos similares aos FIIs], dos *multifamilys* é expressivamente maior que a brasileira, consolidando, assim, essa tendência mencionada para o modelo e gerando, por consequência, um movimento nessa direção para grandes empresas imobiliárias.

Dados retirados do relatório “*NAREIT – Media FactSheet (agosto/21)*” mostra que os REITs do mercado residencial americano possuem um valor aproximado de **U\$235 bilhões** enquanto segundo ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais a soma de todos os setores dos FIIs brasileiros está próximo a R\$1,6 Bilhões. Essa diferença somada ao potencial de crescimento atrai muito os olhos dos investidores e agentes do mercado.

Existe também, ao analisar o específico produto *multifamily*, as questões econômicas, sociais e culturais que devem ser consideradas para entender o ambiente em que este produto está inserido pois pelo *Censo – Brasil* e pela pesquisa *PNAD Contínua 2019/IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* o número de domicílios alugados vem crescendo substancialmente nas últimas décadas com um aumento de mais de 20% no número totais de moradias que possuem uma condição de ocupação sob o regime de locação por longo período, consideradas *long stay*.

Essa tendência se verifica por múltiplos fatores, sendo eles nacionais, internacionais, culturais e comportamentais. Neste sentido, ao avaliarmos um estudo realizado pela *Delloitte* em parceria com a *ABRAINCA – Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias* chamado “Comportamento dos Consumidores de Imóveis em 2040” verifica-se que o perfil do consumidor que irá consolidar o mercado nas próximas décadas vem mudando, e tornando o modelo conveniente para quem busca investimentos fundamentados.

No estudo buscou-se entrevistar pessoas de diferentes gerações, geração X e baby boomers, millenials e geração Z, variando a renda mensal per capita, localidade e com quem moram hoje. Foram entrevistadas 1.300 pessoas eletronicamente para analisar as características comportamentais e os anseios da população que guiarão o novo mercado, em constante mutação, imobiliário.

Segundo o presidente da Deloitte, Luis Antonio França, foi tentando responder à questão “Onde e como habitaremos?” que o estudo foi desenhado, e segundo suas palavras “*Entre as grandes tendências que podemos mapear, está a diversificação dos imóveis para atender a famílias com configurações plurais*”. O estilo de vida dinâmico, menos burocrático, somados a grande flexibilidade são fatores relevantes para a nova geração.

Dados como o envelhecimento, taxa de fecundidade e aspirações foram avaliados e mostram que a tendência é o número de moradores que se interessam por locação deve crescer de forma mais acentuada que nas últimas décadas, tornando o modelo ainda mais atraente.

1.1. Justificativa

Com a perspectiva de crescente busca por empreendimentos de base imobiliária no nicho residencial, a busca por investimentos neste setor, pode aumentar e segundo ROCHA LIMA/2006 – Carta NRE, nem sempre é baseada em sua devida análise de riscos.

Com base nessa dificuldade de análise para empresas, investidores e, principalmente gestores, viu-se a necessidade do desenvolvimento de ferramentas capazes de auxiliar a tomada de decisão do investidor no modelo *multifamily*, e o desenvolvimento de uma matriz de riscos se faz prudente para aplicação no momento de estudo do projeto específico.

A matriz será usada para balizar e guiar a análise de investimento tornando-a dedicada para a análise de riscos, seus impactos e suas probabilidades de ocorrência.

2. METODOLOGIA

A metodologia aplicada na pesquisa é qualitativa e contou com cinco principais passos para seu desenvolvimento. Inicialmente, fez-se uma revisão bibliográfica a respeito do assunto, então a partir dela, foram feitas entrevistas com profissionais especialistas em multifamily, atuantes nas principais empresas do segmento no país.

Após a realização das entrevistas foi possível mapear os principais riscos inerentes a este segmento, bem como, seus impactos para o retorno dos investimentos e a probabilidades de ocorrência. Desta forma, pode-se desenvolver uma matriz para o preenchimento e ponderação destes riscos como sendo um guia para a análise técnica e para a tomada de decisão de investimento.

Figura 1: Fluxograma da pesquisa



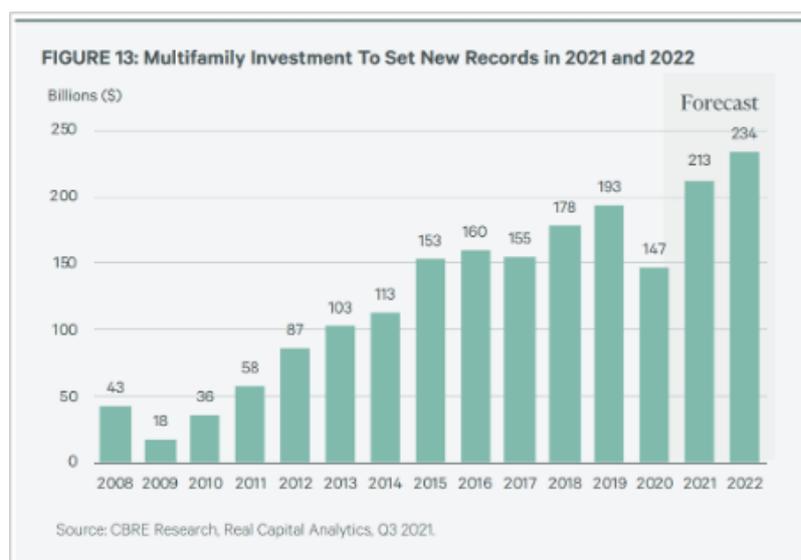
Fonte: Os autores

2.1. Atividade de Locação Residencial no Modelo Multifamily

O modelo de fundos de investimentos de base imobiliária de *multifamily* consiste em se comprar edifícios inteiros para exploração do mercado de locação residencial no formato *long stay*. Neles graças ao controle absoluto de um único proprietário juntamente a gestão centralizada, terceirizada ou própria, pretende-se ter benefícios em comparação com o investimento diversificado em residenciais [ou mesmo outras modalidades de empreendimentos de base imobiliária], pois há além da rápida tomada de decisão, vantagens como a adaptação para o público específico do produto, homogeneidade nos valores praticados e padronização do produto. Também é visto como um grande diferencial as decisões relativas às áreas comuns (implementação de “facilities” e qualidade na gestão profissional dos espaços), que são um grande diferencial para quem busca um domicílio sob a condição de locação.

Existem poucos segmentos deste mercado no Brasil, segundo uma recente pesquisa da *CBRE – Reserch* (2021) o crescimento de investimento no segmento no mercado americano ganhou tração nos últimos anos devido a todo cenário de geração e momento econômico do país. Conforme demonstra o gráfico a seguir:

Figura 2: Investimentos em Multifamily EUA (2008-2022)



Fonte: CBRE Research, Real Capital Analytics (03.2021)

2.2. Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI)

Empreendimentos de base imobiliária segundo Monetti, Alencar e Rocha Lima (2011), possui “em geral, decisões de investimentos mal fundamentadas, pela razão principal de que os investidores inferem a premissa de que a proteção natural do investimento esta na existência do bem, na sua baixa velocidade de depreciação e na tendência, que se evidencia nos mercados, de que os preços de transação não sofrem alterações bruscas em ciclos curtos”, entretanto em mercados mais evoluídos podemos ter investimentos nesse setor para horizontes de prazos menores, pois com o surgimento de novos mecanismos de investimentos [com maior liquidez e precificação] a comparação se faz de forma mais clara face à outras oportunidades de investimento.

Desta forma os empreendimentos de base imobiliária se caracterizam por serem investimentos para a renda, com o maior valor de investimento [ou total – caso da compra de empreendimentos prontos] no início da implantação e um fluxo homogêneo no decorrer da operação, que ocorre em um longo período.

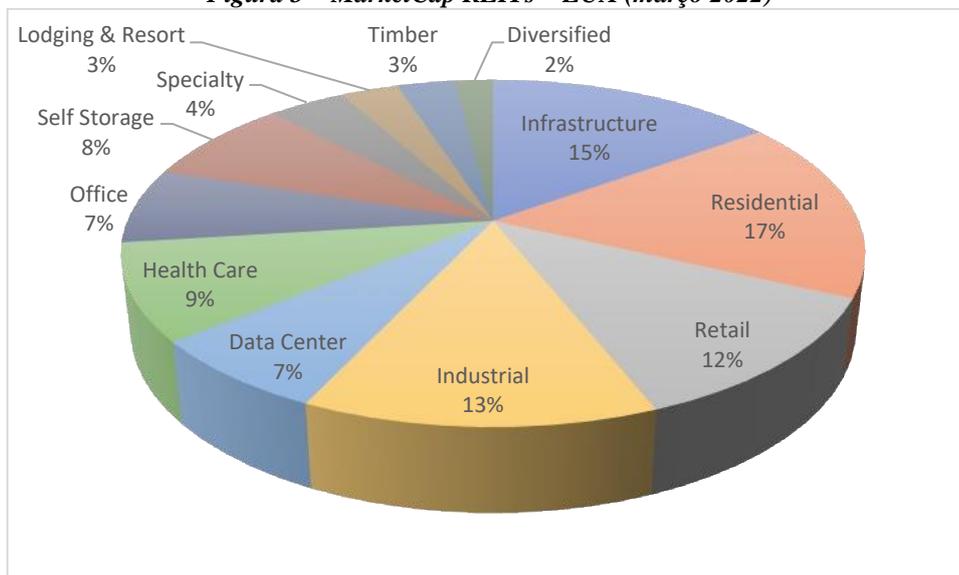
Neste sentido, apesar de um fluxo homogêneo longo, a falta de fundamento combinada com alguns cenários econômicos pode trazer oscilações de valoração destes ativos a curto prazo. Assim, caso a taxa de juros esteja caindo, devido a rigidez das receitas estipuladas por contratos de locação longos pode fazer com que haja uma valorização do *valuation* destes ativos, entretanto em um cenário em que a taxa básica de juros do país esteja com viés de alta este pode ser um importante fator para a causa de queda nos valores de precificação pela mesma razão. Desta maneira, tem se uma valorização do ativo no caso de a renda estar acima da taxa de juros do mercado, em contrapartida verifica-se uma desvalorização para o caso oposto, ou seja, se a renda estiver em um patamar abaixo da taxa de juros praticada no mercado.

Sendo assim algumas análises se fazem fundamentais para o modelo de investimento tais como: (i) O ciclo de geração de renda; (ii) A estrutura de fluxo investimento e retorno; (iii) O valor residual do ativo após o ciclo de operação. O ciclo de operação de renda se vislumbra em duas principais frentes a implantação ou aquisição e a operação. O fluxo de investimento e retorno costumeiramente é analisado para as conclusões mais importantes sobre a qualidade de investimento pois nele comparamos os resultados dos principais indicadores para balizar com a atratividade requerida. O valor residual será importante para compor o fluxo de investimento e retorno, em prol da análise dos indicadores.

2.3. Multifamily como Estratégia e Oportunidade de Investimento

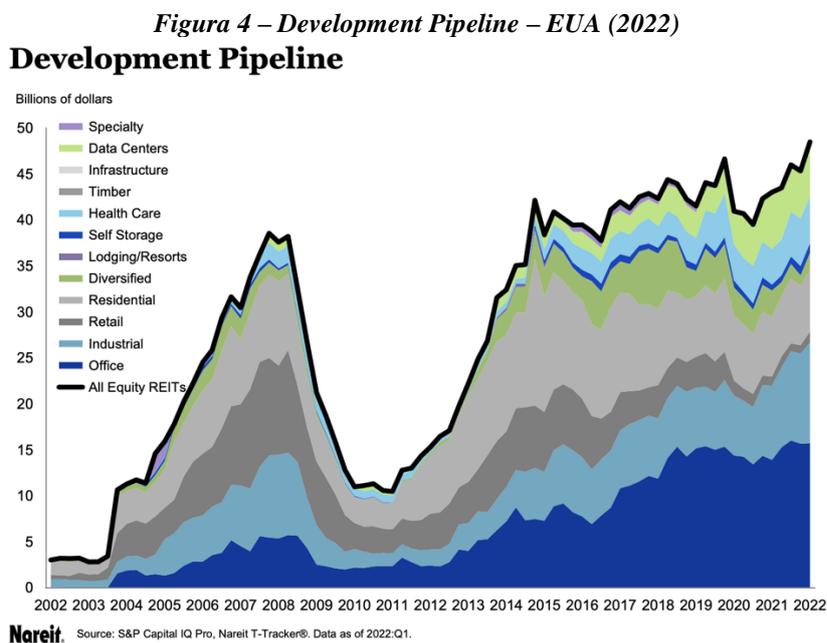
Como mencionado na introdução deste artigo, ao analisar os REITs americanos focados apenas no segmento residencial identificamos um tamanho de 235 bilhões de dólares, mesmo sendo um dos maiores setores de investimentos dos Estados Unidos [figura 3] ainda pode-se prever que o mercado brasileiro se encontra de forma muito incipiente e possui um longo potencial de crescimento no segmento.

Figura 3 – MarketCap REITs – EUA (março 2022)



Fonte: NAREIT

Percebe-se também que a previsão de desenvolvimento do seguimento mostra efusivo crescimento segundo o gráfico de *Development Pipeline* dos REITs, segundo a NAREIT.



Fonte: TTracker2022-Q1 - NAREIT (2022)

Neste contexto deve-se inserir o padrão comportamental dos consumidores [e dos futuros consumidores] conjuntamente ao momento estrutural brasileiro e suas projeções socioeconômicas. A dificuldade econômica do brasileiro de adquirir sua moradia está vinculada em grande parte à renda média e capacidade de pagamento do brasileiro (BOMFIM, 2007), e a alta dos juros torna o cenário mais complexo, uma vez que as parcelas se tornam impagáveis pelo adquirente. Segundo o Harvard Joint Center for Housing Studies de 2021 (JCHS), “*ao longo da pandemia a compra de casas atingiu a taxa mais alta observada desde o pico do boom imobiliário em 2006. Mas, ao mesmo tempo, o país ainda está perto de atingir um recorde histórico no número de pessoas que não consegue comprar uma casa ou gastar menos do equivalente a um terço da renda com moradia*”.

Adicionados a esta situação socioeconômica está o perfil do comprador das novas gerações. A pesquisa da Deloitte em conjunto com a ABRAINC demonstra que o público formado pelas novas gerações [Millennials (1983 – 1993) e Geração Z (1994-2001)] possuem mais aspiração em viajar pelo mundo do que comprar uma casa própria. Segundo Bob O’Brien, responsável pela Deloitte no segmento de Real Estate Global, em entrevista para NAREIT, há uma tendência que permeia a sociedade de ter acesso a coisas e não ser dono delas, neste sentido ressalta que a condição terá grande impacto no setor de Real Estate mundial, mas que o cenário se mostra muito positivo para aluguéis.

No Brasil, existem apenas poucos *players – property companies* específicos deste modelo dentre os principais podemos destacar a Luggo, Housi e JFL Living. Como diferenciais da tese de investimento, o *multifamily* destaca como principais atributos: (i) Controle do Condomínio – por se tratar de um único dono a agilidade na tomada de decisão e geração de valor a longo prazo são mais eficientes; (ii) Profissionalização da Operação – administração empresarial capacitada e análise de investimentos aplicada; (iii) Economia em Escala – Visto que todos os apartamentos pertencem a um único dono; (iv) Controle de preços da oferta das unidades – Total

deliberalidade quanto a preços praticados por todos os apartamentos; (v) Resiliência do Mercado *Multifamily* – a pulverização dos inquilinos mitiga riscos de inadimplência, vacância etc.

Assim, para traçar os principais riscos que circundam o modelo *multifamily* para elaboração da matriz de riscos que irá auxiliar os gestores na análise da qualidade de investimento e tomada de decisão, realizou-se entrevista com profissionais especialistas em multifamily de duas das principais empresas atuantes no segmento do país. As empresas escolhidas foram a Brookfield Properties Brasil, a Luggo, proptech do grupo MRV especializada no segmento e consultores em real estate. Através das entrevistas, mapearemos os principais riscos, suas probabilidades de ocorrência, bem como, seu nível de impacto.

2.4. Entrevistas

As entrevistas foram desenvolvidas para mapear os principais riscos, e seus departamentos, inerentes a esse modelo de investimento, buscando produzir uma Matriz para que o gestor, ou tomador de decisão do investimento, possa ponderar o impacto *versus* a probabilidade de ocorrência e desta forma ter melhores parâmetros para a tomada de decisão do projeto específico. Visto que os empreendimentos imobiliários são rígidos quanto a alterações de segmento, localização e implantação, a matriz será um guia aberto, se adequando a cada projeto e a cada gestor dentro dos parâmetros que, individualmente, se tem sob determinado investimento, inclusive balizado pelo próprio apetite ao risco.

Para tanto, seguiu-se nas respostas uma lógica de questões envolvendo 5 principais frentes de análise, quais sejam:

Estudo de Mercado: Neste tópico foi exposto como é feita a pesquisa de mercado para análise do público-alvo, as características do produto escolhido e os pontos de atenção nos cenários que acham atrativos. Tentou-se entender quais os principais indicadores e margens que devem ser observados para a mitigação de riscos, inclusive em relação à *persona* efetiva que se quer atender, inadimplência dos clientes e concorrência com imóveis para venda.

Técnico: As entrevistas buscaram contemplar riscos técnicos (obra, construção etc.) para a escolha do produto, ou seu desenvolvimento, entendendo as funcionalidades, requisitos exigidos para a satisfação do público-alvo e para contemplar, com a formação de um produto de qualidade, taxa de atratividade que permita o desenvolvimento do empreendimento e a satisfação do investidor.

Legalização: A legislação no Brasil, tanto a burocracia para a realização, possíveis mudanças nas leis que regem o inquilinato, quanto os planos diretores das cidades, pode ser um grande empecilho para a realização de empreendimentos imobiliários em todo o território nacional. Tentou-se avaliar quais as precauções e premissas fundamentais para que as atividades sejam realizadas conforme o plano de negócios estabelecido no início da decisão de investir.

Gestão do Ativo: O tópico trouxe o *modus operandi* e as articulações da administração, bem como seus principais procedimentos operacionais, ou exigências no caso de contratação de terceiros, para a gestão otimizada dos ativos e maior eficiência administrativa. Pontuando que o modelo de negócio deste segmento no Brasil é recente, ou seja, o mercado está construindo o desenho desta gestão.

Macroeconomia: O mercado financeiro é fundamental em operações de real estate, o multifamily faz parte deste cenário. Sendo assim, a oscilação das taxas que regem o mercado financeiro e o recente surgimento do segmento, dificultam o financiamento das empresas para construção e aquisição dos ativos.

A empresa Luggo tem parte de seus ativos no fundo Luggo [Lugg11], são eles: Residencial Luggo Cipreste, Residencial Luggo Ecoville, Residencial Luggo Lindóia e Residencial Luggo Cenarium, totalizando 447 unidades disponíveis para locação.

Iniciado em dezembro de 2019, o fundo apresenta gestão ativa e é, segundo autodescrição, o primeiro do Brasil 100% residencial.

Parte restante do seu portfólio de gestão em operação pertence a Brookfield Properties Brasil, são os empreendimentos: Luggo Cabral e Luggo Piqueri. Além das 432 unidades destes dois projetos, a brookfield acordou a compra de aproximadamente 4.500 unidades, que estarão prontas para a locação no mercado brasileiro até 2025.

Devido ao fato da gestão Luggo possuir seguro para os inquilinos na locação de cada apartamento, o **risco de inadimplência** não é algo que preocupe a operação, pois o valor do prêmio do seguro já está contemplado no retorno de cota formulado na análise de qualidade de investimento.

Um dos maiores riscos entendidos pelos profissionais é o **risco jurídico**, principalmente no tocante ao momento pré-operação, pois a insegurança jurídica existente no país faz com que haja, mesmo que indevidamente, necessidade de soluções e preocupações judiciais que podem gerar gastos contingenciais.

Em relação às questões que envolvem a implantação do empreendimento, para a Luggo, não há preocupação quanto a isso por ser uma *startup* da MRV, incorporadora e construtora sólida no Brasil. Diferente dos investidores que compram ativos de terceiros e podem estar expostos ao risco da construção. Atenção na condução da *due diligence* técnica é fundamental para que a compra do ativo seja concluída de forma segura e o retorno do investidor seja preservado. Neste sentido, chama atenção para os importantes **riscos ambientais**, pois mesmo com o ativo em condição de habitabilidade em concordância com o seu município, pode haver passivos em relação a parte ambiental (contaminação, vegetação arbórea etc.) incidindo sobre o mesmo.

Durante as entrevistas, pontuou-se que a plataforma digital auxilia muito e mitiga de forma significativa os **riscos burocráticos e de operação**, pois no caso da Luggo não é necessário fiador, a análise de crédito é imediata e o processo é totalmente on-line e automatizado. Todos os contratos são assinados digitalmente e todo o processo da locação pode ocorrer de forma virtual.

O **risco de liquidez** é algo que incomoda, pois apesar da aquisição dos ativos ser sempre acreditada como positiva pelos investidores, a venda do mesmo ao final do planejamento das receitas de locação é parte importante da qualidade do investimento. No momento da aquisição e posterior liquidação, cabe avaliação do mercado para venda do ativo mesmo que de maneira pulverizada.

Por possuírem imóveis em condições novas, acredita que a **taxa de ocupação** é alta, e pode sofrer oscilações no decorrer do período, para tanto, é importante manter a atenção em produtos que possam gerar qualquer tipo de concorrência para evitar distratos e rescisões não planejadas.

Riscos como **desapropriação** foram mencionados pelos entrevistados como importantes, mas pela localização atual de seus empreendimentos, hoje pensam que não precisam se ater a mitigações relevantes.

3. MATRIZ DE RISCO

O resultado das entrevistas demonstrou que, não obstante a diligência das administradoras e *property companies* em implementar sua política de investimentos delineada, os investimentos em empreendimentos residenciais para locação na modalidade *multifamily* estão, por sua natureza, sujeitos a flutuações típicas de mercado, risco de crédito, condições adversas de liquidez e negociação atípica nos mercados de atuação. De forma que, mesmo que as administradoras e gestoras mantenham rotinas de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para os investidores.

Assim, a matriz de riscos elaborada a seguir a partir do resultado das entrevistas, identifica os principais fatores de risco para esse tipo de investimento. É importante citar que essa não é uma lista exaustiva dos fatores de risco que os investidores estão sujeitos. Outros fatores de risco podem ocorrer nos mais diferentes tipos de investimentos em empreendimentos *multifamily*, e devem ser analisados nos casos específicos.

Os principais riscos identificados na matriz de riscos construída, e demonstrada na Tabela 1 abaixo, são:

Risco da administração dos imóveis por terceiros: Considerando que o objetivo dos investidores é a exploração por locação e/ou comercialização dos ativos imobiliários, e que a administração dos imóveis pode ser realizada por empresas operadoras especializadas, sem a interferência dos investidores proprietários, tal fato pode ser considerado um fator de risco para os investidores na aplicação de políticas e ações na operação dos ativos que considerem adequadas.

Riscos jurídicos: Toda modelagem societária, financeira e econômica desse tipo de investimento depende do arcabouço jurídico normativo vigente no Brasil. Tendo em vista a histórica insegurança jurídica e normativa existente no Brasil, este representa um importante fator de risco para este tipo de investimento.

Risco de rescisão de contratos atípicos de locação e revisão de valores de aluguel: Apesar dos termos e condições presentes nos contratos de locação a serem celebrados entre os proprietários e os locatários serem objeto de livre acordo entre as partes, há possibilidade de questionamento por parte dos locatários de duas condições fundamentais dos contratos de locação, que são essenciais na estratégia de geração de renda estável e previsibilidade de receitas: [i] rescisão do contrato de locação por parte dos locatários previamente à expiração do prazo contratual. Embora deva constar previsão de pagamento de multa rescisória, os locatários podem questionar o montante da multa por rescisão antecipada; [ii] revisão dos valores de aluguel por alegação de desequilíbrio econômico-financeiro entre o reajuste proposto e os valores de mercado cobrados. Eventuais decisões judiciais que não reconheçam a legalidade da vontade das partes ao celebrar os contratos de locação podem ser um fator de risco ao investidor.

Riscos ambientais: Há possibilidade de os imóveis adquiridos pelos investidores sofrerem com passivos ambientais não expostos corretamente no ato da aquisição dos ativos.

Risco de financiamento a aquisição / produção: Pelo segmento ser recente no Brasil os bancos/instituição financeiras e de crédito podem ter dificuldade em acreditar na modelagem financeira da operação e com isso dificultar o financiamento para aquisição dos ativos tal qual a sua produção.

Risco de sinistro: O risco de ocorrência de acidente ou caso fortuito que afete a integridade física dos imóveis que compõem o patrimônio dos investidores envolvem o risco da capacidade pagadora das companhias seguradoras contratadas, nos termos das apólices contratadas. As indenizações pagas podem não ser suficientes para arcar com os prejuízos de um sinistro. No caso de uma ocorrência de sinistro em imóveis não segurados, podem ter um efeito negativo no patrimônio dos cotistas e na capacidade de geração de receitas dos imóveis.

Riscos de despesas extraordinárias: Despesas extraordinárias, tais como rateios para obras e reformas, pintura, conservação, manutenção, instalação de equipamentos de segurança, indenizações trabalhistas, ou quaisquer outras despesas não recorrentes e não previstas em um “plano de negócios” inicial. Além disso, os proprietários estão sujeitos também a despesas judiciais necessárias para cobrança de aluguéis em atraso, ações judiciais de despejo, renovatórias, revisional, entre outras. Por fim também estão sujeitos a despesas referente a reformas e ações corretivas necessárias após saídas não amigáveis de inquilinos, que deixaram unidades inaptas a locações.

Riscos de desvalorização dos imóveis e condições externas: Condições externas podem afetar o desempenho dos investimentos, e não estão sob controle dos proprietários. O nível de desenvolvimento da economia em geral pode afetar o *valuation* dos imóveis, devido a alterações nas condições econômicas, à oferta de outros espaços com características semelhantes e à redução do interesse de potenciais locadores em espaços como os disponibilizados pelos proprietários.

Riscos relativos à aquisição dos imóveis: Os imóveis que irão compor o patrimônio dos proprietários deverão encontrar-se livres e desembaraçados de quaisquer ônus, gravamos ou hipotecas. Além disso, deve-se observar a possibilidade de os imóveis-alvo comporem patrimônio histórico-cultural, cuja conservação seja de interesse público, bem como seja objeto de tombamento pelos órgãos competentes. Por fim, após a aquisição e enquanto os instrumentos de compra e venda não foram devidamente registrados em nome dos proprietários, os imóveis adquiridos podem ser alvo de de oneração para sanar dívidas contraídas pelos antigos proprietários, caso os mesmos não possuam outros imóveis para garantir o pagamento de tais dívidas, o que seria um entrave para registro da propriedade dos imóveis aos proprietários adquirentes.

Riscos de liquidez: Os imóveis *multifamily* possuem pouca liquidez, devido à sua especificidade. Caso os investidores queiram se desmobilizar dos ativos, podem enfrentar dificuldades em realizar sua venda. O investidor deve estar consciente de que este é um tipo de investimento de longo prazo.

Tabela 1: Matriz de Risco *Multifamily*

Riscos	Probabilidade de Ocorrência [0 a 1]	Impacto nos Resultados [0 a 1]	Coefficiente Ponderado de Relevância [P x I]
Despesas Extraordinárias			
Sinistro			
Desvalorização dos Imóveis			
Aquisição dos Imóveis			
Fatores Ambientais			
Alterações em marcos regulatórios			
Financiamento a Aquisição / Produção			
Rescisão Antecipada de Contratos			
Revisão dos Valores de Aluguel			
Queda na demanda por aluguel em Multifamily			
Operação do imóvel definitiva			
Riscos de Mercado Multifamily			

Os resultados das ponderações de cada risco apontado na tabela acima são representados na Figura 5 abaixo. A classificação dos riscos identificados para cada possibilidade de investimento auxilia os investidores na tomada de decisão no investimento:

Figura 5: Classificação dos riscos identificados.

PROBABILIDADE	
1	Muito alta - Provavelmente ocorrerá o evento
0,8	Alta - Há uma alta probabilidade do evento ocorrer
0,6	Moderada - É possível que o evento ocorra
0,4	Baixa - Improvável de ocorrer
0,2	Desprezível - Muito improvável de ocorrer e raramente ocorreu em situações anteriores

IMPACTO	
1	Muito alta - Condição crítica em que se o evento ocorrer, causará falha grave, comprometendo de forma irreversível a qualidade do investimento
0,8	Alta - Se dado evento ocorrer poderá causar grande impacto na qualidade do investimento
0,6	Moderada - Se dado evento ocorrer causará impacto moderado na qualidade do investimento
0,4	Baixa - O evento, se ocorrer, poderá causar pequeno impacto na qualidade do investimento
0,2	Desprezível - Se o evento ocorrer não afetará a qualidade do investimento

GRAU DE RISCO					
	0,2	0,4	0,6	0,8	1
IMPACTO	0,16	0,32	0,48	0,64	0,8
	0,12	0,24	0,36	0,48	0,6
	0,08	0,16	0,24	0,32	0,4
	0,04	0,08	0,12	0,16	0,2
	PROBABILIDADE				

GRAU DE RISCO	
0,8 - 1	RISCO ALTO - Situação crítica
0,6 - 0,64	RISCO ELEVADO - Situação a corrigir; Adotar medidas de controle para eliminar ou reduzir situação
0,36 - 0,48	RISCO MODERADO - Situação a ser melhorada; Elaborar planos e programas de intervenção
0,24 - 0,32	RISCO BAIXO - Melhorar Situação
0,04 - 0,2	RISCO LIMITADO - Situação Tolerável

Fonte: Autores.

4. DISCUSSÃO

A matriz de riscos desenvolvida é uma ferramenta que pode auxiliar os gestores e investidores na tomada de decisão em empreendimentos para locação na modalidade *multifamily*. Tendo em vista o caráter qualitativo das ponderações que podem ser aplicadas, tanto em probabilidade de ocorrência quanto em impacto nos resultados, é proposta a seguir uma rotina para análise dos riscos elencados e sua ponderação.

Vale ressaltar que a rotina proposta a seguir é sugestiva pelos autores, e encontra-se atualmente em fase de desenvolvimento. Além disso, é importante destacar que a partir da escolha da região, devem ser feitas ponderações específicas quanto a dados econômicos e necessidades técnicas dos empreendimentos, tendo em vista o público-alvo identificado e questões técnicas e jurídicas específicas.

Rotina para análise dos riscos:

- i. Identificação da localização macro;
- ii. Estudo de mercado;
- iii. Identificação do público-alvo;
- iv. *Due diligence* do imóvel selecionado (técnica e jurídica);
- v. Análise da operadora do ativo a ser adquirido;
- vi. Desenvolvimento de AQI para análise da qualidade do investimento, e estudo dos cenários estressados, de acordo com as diretrizes praticadas pelo NRE-POLI (Núcleo de Real Estate Poli USP);

Para desenvolver as etapas [i], [ii] e [iii], recomenda-se realizar uma análise da situação econômica do país e uma análise setorial da locação residencial na modalidade *multifamily* na localização escolhida. Tendo em vista que este modelo é relativamente novo no Brasil, deve-se estudar também o nível de aceitação do modelo proposto pelo público-alvo identificado. A identificação das necessidades e anseios do público-alvo é fundamental para definição do programa do empreendimento, planejamento das utilidades, áreas comuns, serviços e áreas privativas.

O desenvolvimento da etapa [iv] é fundamental para delimitar os riscos jurídicos e técnicos do ativo a ser adquirido. Impedimentos por ações judiciais, dificuldades no registro do imóvel, riscos de desapropriação, riscos ambientais locais (enchentes, vendavais, entre outros) são fundamentais para elencar os riscos da operação.

A etapa [v] envolve a capacidade técnica e nível de experiência da operadora no ativo. Ficou evidente nas entrevistas feitas e nos relatórios gerenciais consultados que a inteligência e capacidade na operação dos ativos é de extrema importância no sucesso da implantação de empreendimentos *multifamily*, cujo diferencial está na operação e prestação de serviços e facilidades aos inquilinos.

A etapa [vi] envolve o desenvolvimento de um modelo dedicado e exclusivo para a análise da qualidade do investimento a ser analisado. A análise dos cenários estressados irá auxiliar a ponderação da sensibilidade de cada fator e premissa na análise dos riscos que serão ponderados no preenchimento da matriz de riscos desenvolvida neste ativo.

A sequência de passos proposta acima tem o objetivo de auxiliar a racionalização do processo de ponderação de probabilidade de ocorrência e impacto dos riscos identificados na matriz de risco, tendo em vista seu caráter qualitativo. É altamente recomendado que sejam seguidos os passos acima de forma a buscar uma maior uniformidade no preenchimento da matriz, tendo em vista que a ponderação para um mesmo empreendimento pode ser diferente, a depender do profissional que realiza seu preenchimento e análise.

5. CONCLUSÕES

A matriz de riscos desenvolvida como resultado deste artigo demonstra que a decisão de investir em empreendimento *multifamily* no Brasil está crescendo, porém atualmente não conta com uma uniformidade em sua análise, devido às diferenças regionais de cada localidade e diferentes pontos de vista dos gestores e tomadores de decisão frente às oportunidades de investimento.

Ao analisar os mercados estrangeiros, especialmente nos Estados Unidos, observa-se uma maior robustez desse mercado, e conseqüentemente um maior conhecimento agregado das diversas operações existentes, ao longo de mais de 150 anos de existência desse mercado por lá.

As entrevistas demonstraram que este tipo de negócio no Brasil é bem recente, e por isso, necessita de construção e disseminação de conhecimento entre os profissionais do setor para possibilitar seu amadurecimento e crescimento sustentável.

A matriz desenvolvida irá somar aos profissionais e gestores de recursos como mais uma ferramenta que irá auxiliar em sua tomada de decisão de investimento, tornando este processo mais racional e uniforme. Além disso, os registros possibilitarão a construção de conhecimento e lições aprendidas, tendo em vista que será possível revisitar as teses de investimento que balizaram a tomada de decisão no futuro. Esse processo permitirá a melhoria dos processos e irá gerar conhecimento que possibilitará o crescimento sustentável deste setor no Brasil.

Vale ressaltar que este estudo não é definitivo, e está sujeito a melhoria e complemento por pesquisas futuras. Recomenda-se sua aplicação em empreendimentos reais e o registro de sua contribuição no futuro, de forma a atestar sua eficácia e contribuição em processos reais de tomada de decisão de investimentos.

6. REFERÊNCIAS

ABRAIN, Deloitte – CORDEIRO, Giovanni – Estudo “Comportamento do consumidor de imóveis em 2040” - 2019

ATALA, Rogerio Calil Haddad; ALENCAR, Claudio Tavares de. *Hierarquização dos atributos de localização e de características de moradia considerados nos processos de escolhas residenciais de moradores da cidade de São Paulo*. São Paulo: 2018.

MENDONÇA, Murilo Andre; MONETTI, Eliane. *Proposição de um sistema de avaliação do nível de maturidade em gestão estratégica de incorporadoras imobiliárias residenciais. Versão Corrigida*. São Paulo: 2021

MEDEIROS, Fabio Bomfim; MONETTI, Eliane. *Análise da adequação dos programas de financiamento habitacional para atender as necessidades de aquisição de moradias adequadas da população de baixa renda no Brasil*. São Paulo: 2007

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – PENAD – Pesquisa Nacional Por Amostra de Domicílios Continua – 2019 <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/pesquisa/10070/0?ano=2019>

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – Censo Amostra Domicílios – 2010 <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/pesquisa/23/47427>

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – PENAD – Pesquisa Nacional Por Amostra de Domicílios – 2015 <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/pesquisa/44/0?ano=2015>

FUNARI, Nicole – NAREIT – T-Tracker 2022

Nareit – REIT Industry Fact Sheet – 2021 https://www.reit.com/sites/default/files/2021-09/MediaFactSheet_Aug-2021.pdf

ROCHA LIMA, João. *Real Estate: modelagem e investimentos em empreendimentos imobiliários*/ João da Rocha Lima Jr., Claudio Tavares de Alencar, Eliane Monetti- Rio de Janeiro: Elsevier, 2011 - 375p-440

AMATO, F.B.; TAKAOKA, M.V.; ROCHA LIMA, J.; SECURATO, J.B. *Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos; Uma Análise do Desempenho Recente e Seus Fatores de Influência*. In: VIII SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA-USP – 11 p. São Paulo, Brasil, 11 a 12 de agosto, 2005

FERNOLD, Marcia: *Join Center For Housing Studies – The State of Nation’s Housing* – Harvard University. Cambridge. 2021