

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Decisão de Investimento e Gestão de Ativos Imobiliários Corporativos sob a
Perspectiva dos Processos de Abertura de Capital

São Paulo

2024

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Dolores Montoya Diaz
Diretora da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Felipe Mendes Borini
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

DAVID DOUEK

Decisão de Investimento e Gestão de Ativos Imobiliários Corporativos sob a Perspectiva dos
Processos de Abertura de Capital

Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de doutor em administração de empresas.

Área de concentração: Economia das organizações

Orientador: Prof. Dr. Claudio Felisoni de Angelo

Versão original

São Paulo

2024

Está autorizada a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho até por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na publicação

Serviço de Biblioteca e Documentação

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

da

Universidade de São Paulo

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Douek, David.

Decisão de Investimento e Gestão de Ativos Imobiliários Corporativos sob a Perspectiva dos Processos de Abertura de Capital / David Douek. - São Paulo, 2024.

238 p.

Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, 2024.

Orientador: Claudio Felisoni de Angelo.

1. Decisão de investimento. 2. Risco imobiliário. 3. Gestão de riscos. 4. Varejo. 5. Abertura de capital (IPO). I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. II. Título.

DEDICATÓRIA

À minha família, com todo o meu amor.

AGRADECIMENTO

Ao Prof. Dr. Claudio Felisoni de Angelo, meu orientador, com todo meu respeito e admiração. Sua capacidade de enxergar além de onde a vista alcança, me fez avançar mais, sempre mais.

À Universidade de São Paulo e, em especial, a todos os professores e demais colaboradores que, direta ou indiretamente, edificam um caminho de construção de conhecimento.

À minha esposa, Carolina, meu mais profundo agradecimento. Seu incentivo, apoio, carinho e compreensão foram fundamentais para que o processo de doutoramento fosse possível.

A todos os profissionais, cujos nomes, em respeito às posições que ocupam, são mantidos em sigilo, que abriram espaços em suas agendas para contribuírem com esta pesquisa. Sem estes e as entrevistas que concederam este trabalho não teria sido viável.

À Prof. Dra. Ana Judite Galbiatti Limongi França.

Ao Prof. Dr. Felipe Mendes Borini.

Ao Professor Jose Augusto Giesbrecht da Silveira.

Ao Professor Roy Martelanc.

Ao Professor Francisco Javier Sebastian Mendizabal Alvarez.

À minha filha, Gabriela.

À minha mãe, Carol Douek.

Ao meu irmão, Daniel Douek.

À memória do meu pai, Gabriel Douek.

Ao meu colega de doutorado e amigo, Juliano Pelegrina.

Ao colega Christian Munaier.

A todos os demais colegas que, virtualmente ou presencialmente, provocaram, instigaram, desafiaram e contribuíram para reflexões mais profundas.

“Speech is silver, silence is golden” (Midrach,
600) (proferido pelo meu pai, Gabriel Douek).

Resumo

Influenciadas pela Teoria Moderna do Portfólio, muitas das decisões de investimento tomadas nas últimas décadas levam em conta o resultado de aplicações financeiras em um conjunto de ativos, colocando em segundo plano o resultado individual de cada um deles. Em meio a esta predominante vertente de pensamento, surge, na década passada, uma nova linha denominada Economia Narrativa. Neste cenário, observa-se o aprimoramento de ferramentas de análise financeira. Apesar desta evolução teórica e prática, há uma lacuna de literatura sobre a incorporação de dados referentes à gestão de ativos imobiliários corporativos (CREM) no processo de análise de investimento. Considerando o objetivo de aprimorar os modelos de análise de investimento, propõe-se como objetivo desta pesquisa investigar a relação entre o CREM e o processo de tomada de decisão de investimento. Outrossim, após justificativa, define-se como o processo de abertura de capital (IPO) o momento apropriado para realizar a investigação, para o qual recorre-se a uma combinação de métodos, quantitativos e qualitativos. Para cumprir o intuito da pesquisa, averigua-se, primeiramente, a existência de correlação entre o conteúdo dos prospectos de investimento sobre CREM e o desempenho de ações, cuja métrica é o retorno inicial (IR) e o retorno de longo prazo (BHAR). Em seguida, avalia-se a influência das informações disponibilizadas sobre CREM na tomada de decisão de investimento por meio de entrevistas em profundidade com especialistas e análise de documentos. Por fim, propõe-se um modelo qualitativo de análise de CREM para decisão de investimento. Os resultados das pesquisas permitem inferir, para os casos estudados, que há relação entre o conteúdo de CREM e o desempenho das ações no curtíssimo prazo, porém não no longo prazo; que as informações sobre CREM são efetivamente subestimadas na tomada de decisão de investimento e que a adoção do modelo de análise proposto, em complemento às práticas normalmente adotadas, pode auxiliar na identificação de riscos e oportunidades não tangíveis em outras formas de avaliação, o que, por sua vez, contribuirá com a formação de conhecimento de pesquisadores interessados no tema e demais stakeholders.

Palavras-chave: IPO, CREM, Oferta Pública Inicial, Gestão de Ativos Imobiliários, Decisão de Investimento, Teoria Moderna do Portfólio

Abstract

Influenced by the Modern Portfolio Theory, many investment decisions made in recent decades consider the result of financial applications in a set of assets, placing the individual result of each one in the background. Amidst this prevailing line of thought, a new approach called Narrative Economics emerged in the past decade, leading to the refinement of financial analysis tools. Despite this theoretical and practical evolution, there is a literature gap regarding the incorporation of data related to Corporate Real Estate Management (CREM) in the investment analysis process. With the goal of enhancing investment analysis models, this research aims to investigate the relationship between CREM and the investment decision-making process. Furthermore, following justification, the Initial Public Offering (IPO) process is defined as the appropriate moment for the investigation, utilizing a combination of quantitative and qualitative methods. To fulfill the research objective, the existence of a correlation between the content of investment prospectuses on CREM and the performance of stocks is first examined, using metrics such as Initial Return (IR) and Long-Term Return (BHAR). Subsequently, the influence of information provided on CREM in the investment decision-making process is assessed through in-depth interviews with experts and document analysis. Finally, a qualitative CREM analysis model for investment decision-making is proposed. The research results suggest, for the cases studied, a relationship between CREM content and stock performance in the very short term but not in the long term. The findings also indicate that information about CREM is effectively underestimated in investment decision-making and that adopting the proposed analysis model, in addition to commonly adopted practices, can assist in identifying intangible risks and opportunities not captured by other evaluation methods. This, in turn, contributes to the knowledge formation of researchers interested in the topic and other stakeholders.

Keywords: IPO, CREM, Initial Public Offering, Corporate Real Estate Management, Investment Decision, Modern Portfolio Theory

Lista de Figuras

Figura 1 - Mapa mental da estrutura da pesquisa	19
Figura 2 - Problema de pesquisa.....	29
Figura 3 - Processo de abertura de capital	36
Figura 4 - Enquadramento do problema de pesquisa (processo de IPO).....	37
Figura 5 - Códigos e coocorrência para "real estate management"	48
Figura 6 - Coocorrência com "real estate management"	49
Figura 7 - A estrutura de gerenciamento de riscos em um contexto empresarial.....	84
Figura 8 - Universo dos riscos das empresas de capital aberto	86
Figura 9 - Modelo qualitativo de gestão de CREM para decisão de investimento (Modelo CREM-ID).....	205
Figura 10 - Modelo simplificado de gestão de CREM para decisão de investimento.....	206
Figura 11 - Modelo mental de gestão de CREM para tomada de decisão de investimento ...	206

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Publicações e citações sobre Moderna Teoria do Portfólio	21
Gráfico 2 - Evolução da contagem de parâmetros em modelos de linguagem.....	29
Gráfico 3 - Ocorrência do código "real estate management"	45
Gráfico 4 - Coocorrência com o código "real estate management".....	46
Gráfico 5 - a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA) - data do IPO.....	50
Gráfico 6 - a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA) - em 30/10/2023.....	50
Gráfico 7 – Allbirds, Inc. (BIRD) - data do IPO	51
Gráfico 8 - Allbirds, Inc. (BIRD) - em 30/10/2023.....	51
Gráfico 9 - Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT) – na data do IPO.....	52
Gráfico 10 - Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT) – em 30/10/2023	52
Gráfico 11 - Arhaus, Inc. (ARHS) - na data do IPO	53
Gráfico 12 - Arhaus, Inc. (ARHS) - em 30/10/2023	53
Gráfico 13 - Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU) - na data do IPO.....	54
Gráfico 14 - Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU) - em 30/10/2023	54
Gráfico 15 - Rent the Runway, Inc. (RENT) - na data do IPO	55
Gráfico 16 - Rent the Runway, Inc. (RENT) - em 30/10/2023	55
Gráfico 17 - The Honest Company, Inc. (HNST) - na data do IPO.....	56
Gráfico 18 - The Honest Company, Inc. (HNST) - em 30/10/2023.....	56
Gráfico 19 - Joann Inc. (JOAN) - na data do IPO	57
Gráfico 20 - Joann Inc. (JOAN) - em 30/10/2023.....	57
Gráfico 21 - Olaplex Holdings, Inc. (OLPX) - na data do IPO.....	58
Gráfico 22 - Olaplex Holdings, Inc. (OLPX) - em 30/10/2023.....	58
Gráfico 23 - Solo Brands, Inc. (DTC) - na data do IPO	59

Gráfico 24 - Solo Brands, Inc. (DTC) - em 30/10/2023.....	59
Gráfico 25 - ThredUp Inc. (TDUP) – na data do IPO	60
Gráfico 26 - ThredUp Inc. (TDUP) – em 30/10/2023.....	60
Gráfico 27 - Torrid Holdings Inc. (CURV) - na data do IPO.....	61
Gráfico 28 - Torrid Holdings Inc. (CURV) - em 30/10/2023	61
Gráfico 29 - Análise de outlier – contagem de palavras – “real estate”	67
Gráfico 30 - Análise de outlier – Retornos iniciais (IR)	67
Gráfico 31 - Análise de outlier – Retornos ajustados de compra e manutenção (BHAR)	68
Gráfico 32 - Análise de outliers.....	68
Gráfico 33 - Dispersão.....	70

Lista de tabelas

Tabela 1 - Relatório de citações sobre Moderna Teoria do Portfólio.....	21
Tabela 2 - Síntese processos de decisão de investimento.....	23
Tabela 3 - Estratégias de Corporate Real Estate Management.....	24
Tabela 4 - Síntese da gestão de ativos imobiliários corporativos.....	26
Tabela 5 - Síntese da revisão de literatura.....	26
Tabela 6 - Critérios de seleção amostral.....	40
Tabela 7 - Empresas selecionadas para análise	41
Tabela 8 – Formulários S-1	42
Tabela 9 – Frequência de menções ao termo "real estate"	44
Tabela 10 - Preço de fechamento das ações (IPO e 30/10/2023)	62
Tabela 11 - Preço de IPO, setor e indústria	63
Tabela 12 – Índice S&P 500.....	64
Tabela 13 - IR e BHAR	65
Tabela 14 - Dados normalizados	66
Tabela 15 - Matriz de correlação.....	69
Tabela 16 - Entrevistados	Erro! Indicador não definido.
Tabela 17 – Estratégias de Corporate Real Estate Management.....	76
Tabela 18 - Balanço patrimonial do Atacadão	122
Tabela 19 - Indicadores financeiros Havan	125
Tabela 20 - CREM e entrevista 12	164
Tabela 21 - Tabulação de citações e análises - segundo objetivo secundário	182
Tabela 22 - Análise de citações – objetivo secundário complementar.....	193

Sumário

1	Introdução	17
2	Revisão de literatura	20
2.1	Decisão de investimento	20
2.2	Gestão de Ativos Imobiliários Corporativos	23
2.3	Síntese da revisão de literatura	26
3	Problema de pesquisa	28
4	Justificativa.....	30
5	Enquadramento.....	31
5.1	Oferta pública inicial (IPO)	32
6	Objetivos.....	38
6.1	Objetivo principal	38
6.2	Objetivos secundários	38
6.3	Objetivo secundário complementar	38
7	Objetivo secundário 1 – qualidade da informação e desempenho acionário.....	38
7.1	Introdução	38
7.2	Método, coleta e tratamento de dados	39
7.2.1	Indicadores de desempenho das ações.....	39
7.2.2	Definição do perfil das empresas estudadas	39
7.2.3	Análise de conteúdo.....	42
7.2.4	Coleta de dados financeiros	49
7.2.5	a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA).....	50
7.2.6	Allbirds, Inc. (BIRD).....	51
7.2.7	Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT).....	52

7.2.8	Arhaus, Inc. (ARHS)	53
7.2.9	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU)	54
7.2.10	Rent the Runway, Inc. (RENT)	55
7.2.11	The Honest Company, Inc. (HNST).....	56
7.2.12	Joann Inc. (JOAN).....	57
7.2.13	Olaplex Holdings, Inc. (OLPX).....	58
7.2.14	Solo Brands, Inc. (DTC).....	59
7.2.15	ThredUp Inc. (TDUP).....	60
7.2.16	Torrid Holdings Inc. (CURV)	61
7.2.17	Cálculos de IR e BHAR	64
7.2.18	Normalização de dados.....	65
7.2.19	Análise de dados e considerações iniciais	66
7.2.20	Resultados.....	69
7.3	Considerações sobre os resultados.....	70
7.4	Limitações.....	71
8	Objetivo secundário 2 – informação de CREM e decisão de investimento	72
8.1	Introdução	72
8.2	Método, coleta e tratamento de dados	72
8.3	Critérios de seleção dos entrevistados	72
8.4	As entrevistas e referências complementares	73
8.4.1	Primeira entrevista - CVM	74
8.4.2	Risco e gestão de risco.....	82
8.4.3	Enquadramento da gestão de riscos.....	83
8.4.4	Categorias de risco.....	84
8.4.5	Segunda entrevista – Diretor de banco digital.....	95

8.4.6	Terceira entrevista – Gestor de RI de banco digital	96
8.4.7	Quarta entrevista – Advogado de área de investimento	103
8.4.8	Quinta entrevista – Advogado atuante no ramo do direito corporativo	126
8.4.9	Sexta entrevista – diretor de investimentos imobiliários.....	128
8.4.10	Sétima entrevista – Gerente de expansão	134
8.4.11	Oitava entrevista – gerente de expansão de empresa de compartilhamento de espaços (“coworking”).....	138
8.4.12	Nona entrevista – diretor de gestora imobiliária	142
8.4.13	Décima entrevista – proprietário corretora de seguros	152
8.4.14	Décima primeira entrevista – gerente corretora de seguros	159
8.4.15	Décima segunda entrevista – diretor de empresa varejista.....	159
8.4.16	Décima terceira entrevista – gestor de seguros POSI.....	165
8.5	Análise de dados	181
8.6	Discussão e considerações finais – segundo objetivo secundário	186
8.6.1	Rolex, Bucherer e World of Switzerland.....	188
8.6.2	Allbirds	188
9	Objetivo secundário complementar – Modelo de gestão de CRE para a tomada de decisão de investimento.....	190
9.1	Introdução	190
9.2	Método, coleta e tratamento dos dados.....	190
9.2.1	Contextualização	190
9.3	Modelo qualitativo e modelo mental de análise de CREM para tomada de decisão de investimento.....	203
9.4	Teste de aplicabilidade do modelo.....	206
10	Considerações finais	208
11	Recomendações para próximos passos.....	209

12	Limitações	209
	Referências	210

1 Introdução

A decisão de investimento tomada por gestores institucionais é, geralmente, antecedida por processos de análise, que, sob a ótica da Teoria Moderna do Portfólio (H. Markowitz, 1952), incorporam o intuito de maximizar o retorno global da aplicação de recursos dentro de um nível aceitável de risco. Na academia, os conceitos promovidos pela referida tese também incitaram diversos pesquisadores a investigarem meios para se alcançar os objetivos propostos.

Esses pesquisadores, com tal intuito, normalmente recorrem a métodos quantitativos (Eldabi et al., 2002) para atender aos seus anseios de propor conceitos, desenvolver ferramentas, identificar procedimentos ou criar algoritmos, dentre outras abordagens possíveis.

Em 2019, outra vertente teórica passou a oferecer diferente perspectiva, a denominada Economia Narrativa (*Narrative Economics*) (Shiller, 2019). Os princípios dessa teoria tratam de salientar que os efeitos que as narrativas causam sobre as decisões podem ser somados aos métodos existentes, como mais um elemento a ser considerado na análise de potencial investimento.

Em meio às diversas lentes utilizadas para investigar os processos decisórios de investimento, identifica-se uma lacuna de conhecimento. Trata-se da relação entre a qualidade da gestão dos ativos imobiliários corporativos e sua influência na tomada de decisão de investimento. A motivação para examinar essa ausência tem origem na avaliação das conclusões da pesquisa conduzida para investigar “O Impacto Financeiro da Gestão da Informação no Ciclo de Vida de Empreendimentos Imobiliários” (Douek, 2019). No referido trabalho, fica explicitada a relação de dependência do desempenho de um negócio e o alinhamento entre a estratégia organizacional e a imobiliária.

Com a premissa de que o desempenho organizacional é dependente da gestão imobiliária, pareceu razoável esperar que esta última estivesse sob o escrutínio de organizações ao decidir por um investimento e que, por conseguinte, houvesse pesquisas sobre o tema. No entanto, a realidade encontrada foi a de que a grande maioria de textos sobre investimento, ao focar na abordagem proposta por Markowitz, não inclui o proposto ponto de vista de gestão imobiliária. Os poucos autores que se dedicaram ao tema não estabeleceram uma relação entre gestão imobiliária e decisão de investimento (Apgar, 1995; Cooke, 2011; Cooke et al., 2019; Harris & Cooke, 2014).

Averiguado o hiato de conhecimento, justifica-se a necessidade de se realizar esta pesquisa pelo fato de que a busca por novos recursos que cumpram o papel de aprimorar o processo de tomada de decisão de investimento permanece como tônica recorrente nos ambientes acadêmicos e de mercado (Dreyer & Schulz, 2022; Fama & Jensen, 1985; Piyatrapoomi et al., 2004; Shanmuganathan, 2020; Shiundu, 2009; Wealth Desk, 2023; Zumente & Bistrova, 2021).

O enquadramento dado a esta investigação é estipulado por meio da definição dos objetivos da pesquisa apresentados no capítulo 6, o que envolve também a delimitação do perfil das empresas a serem estudadas, no caso, organizações que passaram por processos de abertura de capital (B3, 2022a). Os objetivos secundários determinados envolvem responder às seguintes indagações: a forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de ativos imobiliários corporativos é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis anterior à oferta pública inicial (pré-IPO)? Há relação entre a qualidade da informação disponibilizada na literatura pré-IPO e o desempenho das ações no período pós abertura de capital?

Para responder a tais perguntas, recorreu-se a métodos mistos, tais como análise de conteúdo (White & Marsh, 2006), análise de correlação (Filho & Júnior, 2009; Spearman, 1904) e a entrevistas em profundidade (Knott et al., 2022) com especialistas (*knowledgeable persons*) (Campbell et al., 2013).

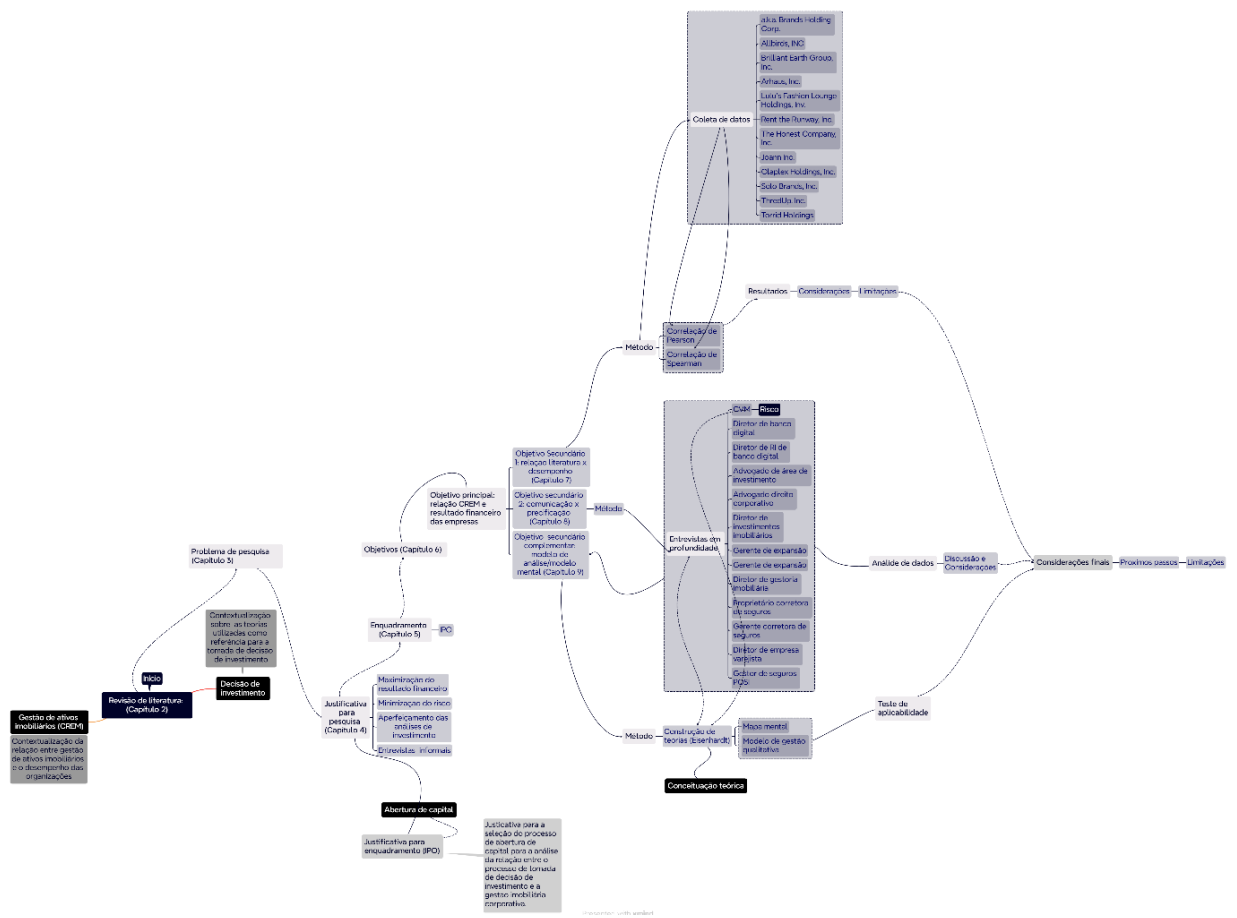
Ademais, ao avaliar o conteúdo das entrevistas realizadas para responder ao segundo objetivo secundário, observou-se a possibilidade de construir um mapa mental (Buzan & Buzan, 1994) e propor um modelo qualitativo de análise da gestão de ativos imobiliários corporativos que servisse de suporte à tomada de decisão de investimento, em complemento a outras variáveis normalmente analisadas, tais como as financeiras e contábeis. Para esse fim, recorreu-se ao método de construção de teorias (Eisenhardt, 1989a, 2021).

No que diz respeito à organização do trabalho, apresenta-se a seguinte sequência: no capítulo 2 é feita a revisão de literatura, abordando a gestão de ativos imobiliários, os processos de decisão de investimento, os processos de abertura de capital e recursos de pesquisa qualitativa; no capítulo 3 são destacados os problemas de pesquisa; no 4 a justificativa para a investigação; no capítulo 5 o enquadramento para realiza-la; no 6, os objetivos deste trabalho; nos capítulos 7, 8 e 9 são detalhados os métodos e os procedimentos de coleta e tratamento de

dados empregados para investigar cada uma das perguntas de pesquisa propostas; no capítulo 10, são elaboradas as considerações finais; no 11, são conduzidas as proposições para trabalhos futuros e, por fim, no 12, são descritas as limitações da pesquisa.

Com o intuito de auxiliar a compreensão da estrutura de pesquisa proposta, é consolidado um mapa mental (Buzan & Buzan, 1994) com a identificação de capítulos, marcos e sequência de raciocínio (Figura 1).

Figura 1 - Mapa mental da estrutura da pesquisa



Fonte: o autor

2 Revisão de literatura

Considerando ser o foco deste trabalho o estudo sobre o papel da gestão de ativos imobiliários corporativos nos processos de decisão de investimento, conduz-se neste capítulo uma revisão do estado da arte da literatura sobre ambos os temas.

2.1 Decisão de investimento

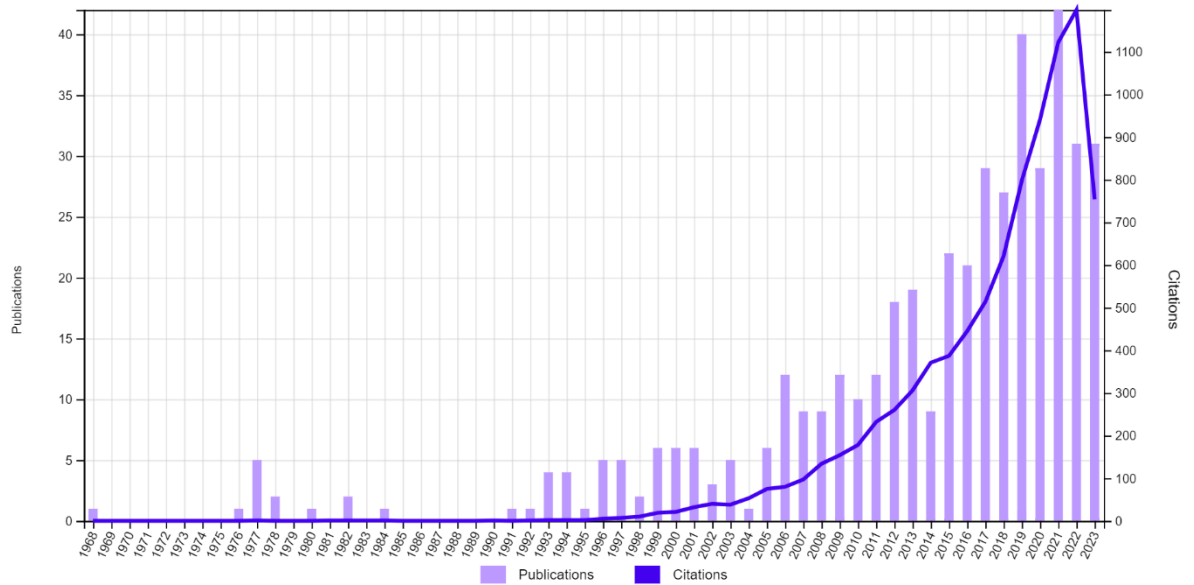
Para que se opte por investir recursos em determinado ativo é esperado que o investidor fundamente, por meio de uma tese de investimento, uma estratégia específica, desejavelmente respaldada por pesquisa e análise (Kenton, 2023a). Ainda que por meio de lógicas diversas (Pompian, 2012), via de regra, os investimentos são realizados com uma determinada expectativa de retorno e tolerância ao risco associado.

Na década de 50, Harry Markowitz desenvolve a Moderna Teoria do Portfólio (MTP) (H. Markowitz, 1952; H. M. Markowitz, 1959) que estabelece que, para alcançar o seu objetivo de retorno financeiro, o retorno de uma única ação não é tão importante quanto o desempenho e a composição de todo o portfólio de um investidor.

Os princípios da MTP, tendo trazido resultado satisfatório aos que a utilizam, permanecem em voga, sendo que outros relevantes autores se dedicaram a tratar dos desdobramento da teoria, tais como William Sharpe (Sharpe, 1963, 1992) e Eugene Fama (Fama, 1965b, 1965a; Fama & French, 1993, 2015).

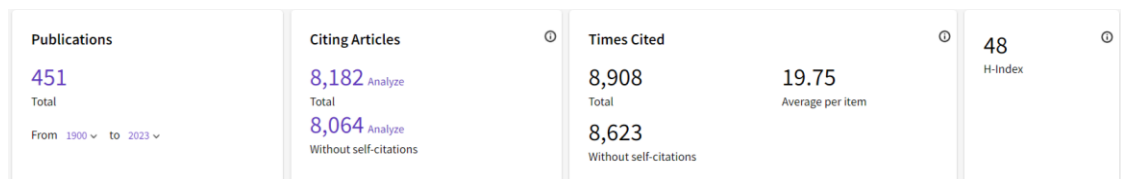
No meio acadêmico, a permanência da MTP como tema de investigação pode ser comprovada por meio de um levantamento na plataforma Web of Science (Clarivate Analytics, 2023). A distribuição das 451 publicações sobre o tema e as 8.182 citações podem ser observadas no Gráfico 1 e na Tabela 1. O notável crescimento de ambos os indicadores, principalmente desde 2017, aparece de forma explícita no referido gráfico.

Gráfico 1 - Publicações e citações sobre Moderna Teoria do Portfólio



Fonte: Clarivate Analytics (2023)

Tabela 1 - Relatório de citações sobre Moderna Teoria do Portfólio



Fonte: Clarivate Analytics (2023)

Há, dentre os autores que pesquisam investimentos segundo a MTP, uma notável preferência pela adoção de recursos estatísticos e matemáticos (Elton & Gruber, 1997) para investigar possibilidades de aperfeiçoar os seus modelos (Fama, 1965a; Fama & French, 1993; Sharpe, 1963, 1992), a qual permanece em publicações mais recentes (Kim, 2023; Loperfido & Shushi, 2023; Pahade & Jha, 2022; Surtee & Alagidede, 2023), configurando um perfil quantitativo de pesquisa.

Desvinculando-se da abordagem quantitativa, em 2019 surge, proposta por Robert J. Shiller, o conceito de Economia Narrativa (*Narrative Economics*). Embora o termo já tivesse sido cunhado anteriormente, surge, nas mãos do economista, com a premissa de que os acontecimentos e tendências econômicas são também substancialmente influenciados pelas narrativas e histórias compartilhadas pela sociedade. Segundo ele, essas narrativas possuem a capacidade de modelar o comportamento econômico e influenciar as tomadas de decisão de

maneira notável, frequentemente superando as projeções dos modelos econômicos convencionais (Shiller, 2019).

A ideia central defendida Shiller (2019) é a de que “*ao tentar entender eventos econômicos importantes apenas olhando para dados sobre mudanças em agregados econômicos, como o produto interno bruto, taxas de salário e taxas de impostos, corre-se o risco de ignorar as motivações subjacentes para a mudança*”. Fazer isso, afirma, “*é como tentar compreender um despertar religioso olhando para o custo de impressão de um folheto religioso.*” (Forbes, 2023; Shiller, 2019). Ainda segundo Shiller, o comportamento dos investidores frente às *bitcoins* é um exemplo de uma situação típica de economia narrativa, dado que, segundo ele, a excitação de investir em *bitcoins* estaria fortemente alicerçada na narrativa de enriquecimento rápido e, portanto, a motivação principal para a inversão deveria ser investigada sob a perspectiva de um fenômeno social.

A pesquisa envolvendo os princípios da economia narrativa amplia o seu potencial de contribuição para a formação de conhecimento sobre o mercado financeiro, uma vez que trata a multidisciplinaridade como fonte de pesquisas mais bem estruturadas. Como explicam Volchik e Maslyukova (2021), na sociologia contemporânea, a análise narrativa é bastante difundida.

Os autores (Volchik & Maslyukova, 2021) acrescentam, no entanto, que, até recentemente, existiam barreiras quase impenetráveis entre economistas e sociólogos em termos de uso mútuo dos resultados de pesquisas interdisciplinares. Afirmam estes que, embora existam pesquisas interdisciplinares, estas sofrem com a falta de receptividade dos representantes de diferentes disciplinas a conceitos estranhos das ciências sociais afins. Destacam, também, que a abordagem chamada de “economia narrativa” tem um grande potencial para aplicar as conquistas da ciência sociológica na análise de narrativas para uma explicação mais abrangente de problemas econômicos específicos.

Um exemplo da aplicabilidade de pesquisa qualitativa sob a lente da economia narrativa pode ser observada na investigação proposta por Paugam, Stolowy, e Gendron (2021). Os autores, que fundamentam seu trabalho na premissa de que narrativas e histórias são poderosos vetores de ações para os agentes econômicos, apresentam como exemplo da influência das narrativas sobre o valor das ações o caso de “ativistas vendedores a descoberto” (*activist short sellers*) no mercado financeiro. Segundo eles, ao monitorar fraudes e divulgá-las

oportunamente, os “ativistas vendedores a descoberto” chegam a atuar, extraoficialmente, até como reguladores de mercado.

Uma síntese do conteúdo tratado sobre decisão de investimento é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 - Síntese processos de decisão de investimento

Tema	Principais conceitos tratados	Referências teóricas	Principais autores	Perfis de investigação	Pontos de destaque
Decisão de investimento	Maximização de retorno com a minimização de risco	Moderna Teoria do Portfolio	H. Markowitz (1952)	Quantitativo	Processos de análise de investimento em evolução, procurando integrar recursos qualitativos e quantitativos.
		Economia Narrativa	Shiller (2017)	Qualitativo	

Fonte: o autor

2.2 Gestão de Ativos Imobiliários Corporativos

Os ativos imobiliários corporativos referem-se às propriedades imobiliárias que abrigam as atividades comerciais de uma organização que as possui, aluga e/ou gerencia, com o fito de atender à sua atividade principal, que, no caso, é diversa da incorporação imobiliária (Corenet Global, 2023).

Observa-se que as expressões “ativos imobiliários corporativos” e “gestão de ativos imobiliários corporativos” são comumente tratadas no mercado global com as iniciais dos termos “Corporate Real Estate” e “Corporate Real Estate Management”, ou seja, CRE e CREM, respectivamente (Corenet Global, 2023). Assim, é relevante destacar que, qualquer uma dessas formas aparece nos textos com o mesmo significado.

O presente trabalho é um desdobramento do trabalho intitulado “Avaliação do impacto financeiro da gestão da informação no ciclo de vida de empreendimentos imobiliários: o caso das organizações gestoras de estabelecimentos assistenciais de saúde” (Douek, 2019). A pesquisa permitiu confirmar a função estratégica da gestão dos ativos imobiliários corporativos para as organizações, assunto também investigado por outros autores (Apgar, 1995; Archibus, 2014; Cooke, 2011; Edwards & Ellison, 2004; Fauzi et al., 2016; Gibler & Lindholm, 2012).

Tal função estratégica é o resultado de uma combinação de ações categorizadas por Fauzi et al. (2016) como minimização de custos; flexibilidade; promoção de objetivos de recursos humanos; promoção de mensagens de marketing; facilitação de vendas e de processos de vendas; facilitação da produção, operação e entrega dos serviços; facilitação dos processos gerenciais e da gestão do conhecimento; captura e criação de valor imobiliário; aumento de produtividade; controle de risco; mudança de cultura; satisfação dos colaboradores; responsabilidade social e sustentabilidade corporativa, conforme o apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 - Estratégias de Corporate Real Estate Management

Tópico	Estratégia de CRE
A	Minimização de custos.
B	Flexibilidade.
C	Promoção dos objetivos de recursos humanos.
D	Promoção das mensagens do marketing.
E	Vendas e processo de vendas.
F	Facilitação da produção, operação e entrega de serviços.
G	Facilitação do processo gerencial e gestão do conhecimento.
H	Captura da criação do valor imobiliário.
I	Aumento de produtividade.
J	Controle de risco.
K	Mudança de cultura
L	Satisfação dos colaboradores
M	Responsabilidade social corporativa
N	Suporte à sustentabilidade corporativa

Fonte: Fauzi et al. (2016)

A importância medular da função estratégica da gestão dos ativos mobiliários corporativos (Fauzi et al., 2016) está no fato de que as decisões imobiliárias podem afetar o resultado da empresa, ou seja, o desempenho financeiro de uma organização será influenciado por definições tais como localização e área de seus imóveis.

Ainda segundo Fauzi et al. (2016), o impacto da adoção de medidas alinhadas com as estratégias imobiliárias, tais como a opção por compra ou locação, a localização e a área do imóvel, o perfil do projeto arquitetônico e a qualidade da operação e manutenção (Miles et al., 2006) das edificações, pode ser verificado por meio de métricas específicas. Estas últimas incluem a medição: da eficiência dos trabalhadores, da economia das utilidades, do valor de

mercado das propriedades, do efeito no preço de mercado dos produtos ou serviços ofertados, da minimização do custo do ciclo de vida do imóvel, da utilização eficiente de recursos, do impacto no meio-ambiente, do sentimento de bem-estar e da satisfação de colaboradores (Fauzi et al., 2016, p. 6).

Com o intuito de entender melhor a relação entre desempenho organizacional e CREM (Seger & Pfnür, 2020), pesquisadores amplamente citados na área como Cooke e Appel-Meulenbroek (2023) investem energia na reformulação de modelos de gestão de CRE, ainda que, segundo argumentam, outros busquem formular outros partindo do zero.

Outros estudiosos que publicaram antes de Fauzi et al. (2016), como Lindholm, Gibler, e Leväinen (2006) também se debruçam sobre o tema, discutindo, por exemplo, a modelagem dos atributos de agregação de valor do imóvel para a maximização da riqueza da empresa. A leitura do texto permite identificar que as estruturas propostas não diferem muito do observado em Fauzi et al. (2016), ainda que este último tenha sido publicado cerca de dez anos depois, sugerindo uma certa estabilidade nos conceitos.

A estrutura básica de modelos de gestão de CRE como os desenvolvidos por Cooke e Appel-Meulenbroek (2023) pode ser localizada nos textos de Nourse e Roulac (1993), evidenciando, mais uma vez, que eles pouco evoluíram nos últimos trinta anos, em que pese a permanência da relação entre a estratégia corporativa e a estratégia imobiliária.

Há que se registrar que a diminuta evolução dos princípios básicos do CREM não significa que, ao longo dessas três décadas, não foram incorporados novos recursos ao desenvolvimento e à operação e manutenção dos imóveis, muitos deles conhecidos por termos ou siglas em inglês, tais como o *computer-aided design* (CAD) o *building information modeling* (BIM), a automação predial, a *radio-frequency identification* (RFID) e outros não menos relevantes (Autodesk, 2019; Dornelas, 2013; Khosrowshahi & Arayici, 2012; Motawa & Almarshad, 2015; Reza et al., 2014; Succar, 2009; Vanlande et al., 2008).

A síntese dos principais pontos discutidos neste capítulo é apresentada na Tabela 4.

Tabela 4 - Síntese da gestão de ativos imobiliários corporativos

Tema	Objetivo	Conceitos	Principais autores	Pontos de destaque
Gestão de ativos imobiliários corporativos (CREM)	Aprimorar o desempenho organizacional com base no CREM.	Estratégias imobiliárias	Fauzi et al. (2016), Lindholm, Gibler, e Leväinen (2006) Nourse e Roulac (1993)	Reconhecimento do impacto da qualidade da CREM no resultado organizacional

Fonte: o autor

Outrossim, cabe destacar, ainda, que reconhecida pelos cientistas a influência do CREM sobre os resultados organizacionais, há uma lacuna na literatura sobre o tratamento dado por investidores aos aspectos de CREM nos processos de decisão de investimento.

2.3 Síntese da revisão de literatura

A revisão de literatura conduzida nos capítulos 2 é sintetizada quanto aos principais pontos de suporte ao desenvolvimento da pesquisa na Tabela 5.

Tabela 5 - Síntese da revisão de literatura

Assunto	Relevância para a tese	Principais referências teóricas	Referências citadas em ordem de aparição
Decisão de investimento	Compreensão das teorias desenvolvidas acerca dos processos de decisão de investimento. Identificação das possibilidades de avaliação quantitativa e qualitativa dos aspectos de gestão de ativos imobiliários corporativos no que tange à contribuição para os processos de análise de investimento.	Moderna Teoria do Portfólio e Economia Narrativa.	Markowitz (1952, 1959); Sharpe (1963, 1992); Fama (1965b, 1965a); Fama e French (1993, 2015); Clarivate Analytics (2023); Elton e Gruber (1997); Kim (2023); Loperfido e Shushi (2023); Pahade e Jha (2022); Surtee e Alagidede (2023); Shiller (2019); Forbes (2023); Volchik e Maslyukova (2021); e Paugam, Stolowy, e Gendron (2021).

Gestão de ativos imobiliários corporativos	Reconhecida relação entre desempenho organizacional e gestão de ativos imobiliários corporativos.	Alinhamento das estratégias imobiliárias com as estratégias organizacionais para o aprimoramento do desempenho organizacional.	Corenet Global (2023); Apgar (1995); Archibus (2014); Cooke 2011; Edwards e Ellison (2004); Fauzi et al. (2016); Gibler e Lindholm (2012); Fauzi et al. (2016); (Seger e Pfnür 2020); Lindholm, Gibler, e Leväinen (2006); Nourse e Roulac (1993); Autodesk (2019); Dornelas (2013); Khosrowshahi e Arayici (2012); Motawa e Almarshad (2015); Reza et al. (2014); Succar (2009); e Vanlande, Nicolle, e Cruz (2008)
---	---	--	---

Fonte: o autor

3 Problema de pesquisa

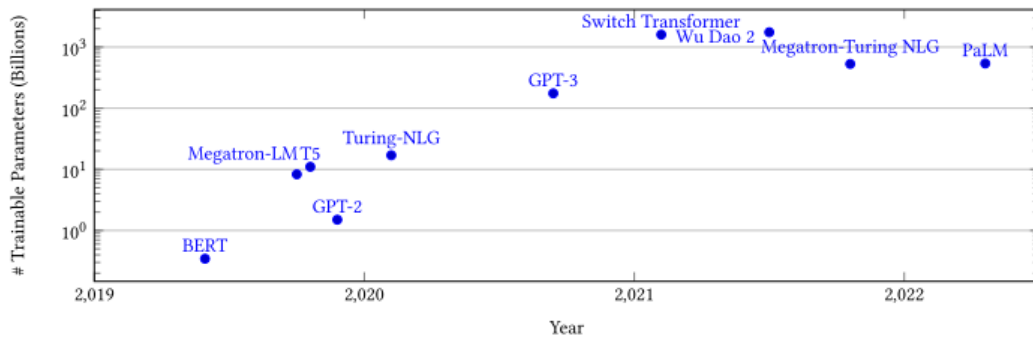
Na perspectiva do investidores, ao decidirem por uma aplicação financeira, se considerado o contexto da Teoria Moderna do Portfólio (H. Markowitz, 1952), é priorizado o desempenho do portfólio de investimentos em detrimento do retorno de cada ativo individualmente. Não obstante, as decisões que levam em conta o desempenho médio do portfólio para a maximização do resultado financeiro e a minimização de risco não são isentas de desafios, como apontam Kolm, Tütüncü e Fabozzi (2014). Os autores destacam, em uma análise realizada após sessenta anos da divulgação da TMP, que há uma série de restrições na aplicação da teoria a serem levadas em conta, tais como a exposição discricionária, questões regulatórias, diretrizes organizacionais e de gestão de risco, as quais devem ser levadas em conta. Destacam também a necessidade de se absorver estas e outras variáveis em modelos e algoritmos como forma de aprimorar a predição de desempenho de um portfólio. Isso posto, parece razoável considerar que é pertinente a análise de qualquer variável que auxilie na compreensão do impacto que cada ativo proporcionará à relação de risco e retorno.

Esta busca por modelos mais assertivos vem sendo facilitada por uma crescente capacidade de tratamento e análise de dados (Shanmuganathan, 2020; Wealth Desk, 2023). As ferramentas utilizadas, muitas delas modelos de linguagem, apresentam capacidade analítica ampliada ao longo dos últimos anos, como pode ser verificado no Gráfico 2.

Por outro lado, ainda que seja evidente a referida evolução, exemplificada pela utilização de consultores-robôs (Shanmuganathan 2020), é importante notar que estes recursos ainda não incorporam, em suas recomendações, todas as variáveis que compõem a formação de um negócio. Ao que tudo indica, até o presente, os elementos priorizados na construção dos modelos permanecem sendo, prioritariamente, os financeiros, tais como balanços, fluxo de caixa projetado e EBITDA¹ (International Valuation Standards Organization (IVSC) 2017).

¹ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (International Valuation Standards Organization (IVSC) 2017)

Gráfico 2 - Evolução da contagem de parâmetros em modelos de linguagem



Fonte: Trummer (2022)

Nesse cenário, observa-se que, embora a gestão de ativos imobiliários seja relevante no desempenho organizacional (Apgar, 1995, 2009; Cooke, 2011; Edwards & Ellison, 2004), a inclusão de informações detalhadas sobre CREM não faz parte do rol de dados acrescidos aos referidos modelos de análise de investimentos.

Considerando que o CREM normalmente responde pelo primeiro, segundo ou terceiro maior custo de uma organização (Apgar, 1995, 2009; Cooke, 2011; Edwards & Ellison, 2004), desperta curiosidade entender se as respectivas informações são apropriadamente incluídas nas análises de investimento. No que diz respeito à bibliografia, chama a atenção a ausência de referências sobre o assunto.

Destarte, o problema central a ser equacionado é o papel do CREM, atribuído por investidores institucionais, nos processos de decisão de investimento.

Figura 2 - Problema de pesquisa



Fonte: o autor

4 Justificativa

Consoante destacado no capítulo 3, a maximização do resultado financeiro com a minimização do risco são objetivos comuns aos investidores que seguem os preceitos da Teoria Moderna do Portfólio (H. Markowitz, 1952). Com esse intuito, é possível contar, ao longo do processo de análise de investimento, com recursos computacionais cada vez mais desenvolvidos (Trummer, 2022). Por conseguinte, a identificação e a incorporação de dados nos modelos matemáticos utilizados são desejáveis do ponto de vista de aprimoramento da previsibilidade do retorno esperado.

Destarte, considerando que o CREM tem impacto financeiro relevante nas organizações, a descoberta sobre informações relativas à gestão de ativos imobiliários corporativos que colabore com a melhoria dos recursos de análise é relevante tanto para a academia quanto para investidores, gestores de investimentos, organizações investidas e para a regulamentação do mercado de capitais. No que tange à relevância da pesquisa para os dois primeiros, busca-se a confirmação por meio de entrevistas informais junto estes (Gil 2008:111).

Adota-se como procedimento junto aos entrevistados a divulgação do tema da investigação e a solicitação para comentários, observando-se, das respostas obtidas, a existência de uma pluralidade de opiniões oriundas de sua experiência e formação.

A ausência de um padrão ou de uma lógica que servisse de referência para a gestão imobiliária ou para a inclusão desta nas análises de investimento confirmou a conveniência da investigação.

A título de exemplo das particularidades verificadas nas entrevistas, destaca-se que determinado gestor de investimentos informou que, em sua empresa, não havia protocolos de análise de CREM na tomada de decisão de investimento. Outro, ocupante da mesma função, relatou desenvolver um protocolo segundo suas necessidades, com base nas crenças da empresa, sem a validação de um terceiro. Para outro perfil de respondente, empresário, o ativo imobiliário é incorporado como um bem familiar, sendo tratado de forma dissociada da atividade principal da empresa. Neste caso, o informante declara que *“minha mãe diz que imóvel não se vende”*, indicando que a capacidade produtiva da empresa, ociosa em 50% à época da entrevista, não era motivo suficiente para locar ou vender o imóvel ou, ao menos, de parte dele.

5 Enquadramento

As mesmas entrevistas que serviram à justificativa relatada no capítulo 4 foram adotadas como de norte para a definição do momento de vida da empresa a que esta investigação se dedicaria.

As entrevistas deixaram evidente as diferenças de abordagem sobre a gestão de ativos imobiliários em empresas de capital fechado e em empresas de capital aberto.

Essa diferenciação está essencialmente ligada ao nível de exigências impostas às empresas públicas (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009a, 2009b; United States Securities and Exchange Commission, 1933) pelos diversos stakeholders (Jensen 2001), ainda que possam ser encontradas semelhanças na adoção de estratégias imobiliárias (Fauzi et al., 2016) entre as organizações públicas e as privadas.

No entanto, é na transição de empresa de capital fechado para capital aberto que reside uma questão adicional. As empresas de capital fechado necessitam adaptar-se ou estar aptas a cumprir as exigências das comissões de valores mobiliários para poderem operar como empresas de capital aberto (Ministério da Fazenda, 2023).

À passagem de empresa de capital fechado para empresa de capital aberto dá-se o nome de oferta pública inicial ou IPO (PwC, 2022).

As organizações em processo de IPO são submetidas a uma série de exigências pelos órgãos reguladores, dentre as quais a divulgação de informações específicas que devem estar presentes nos formulários de referência que, por sua vez, compõem os prospectos de investimento (B3, 2023a; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2022). Por ser a oferta pública inicial o primeiro momento da vida de uma empresa de capital aberto em que essas informações devem ser difundidas e, também, porque os investidores se utilizarão desses dados para analisá-las, definiu-se, como recorte de pesquisa, o processo de abertura de capital.

Portanto, para efeito da análise da relação entre CREM e decisão de investimento, será adotado o processo de IPO, o qual é detalhado no capítulo 5.1.

5.1 Oferta pública inicial (IPO)

Por diferentes razões como a expansão ou o rebalanceamento das finanças (Jain & Kini, 1999), algumas empresas buscam, em alguma fase de seu desenvolvimento (Gort & Klepper, 1982), a abertura de capital. Independentemente da razão, as que optam por essa solução de financiamento são forçadas a se enquadrar às exigências de órgãos reguladores (Ministério da Fazenda, 2023; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2020b), sendo a elas imposta certa “transparência” não exigida das empresas de capital fechado, razão principal para a determinação desse processo como enquadramento da pesquisa.

Baker et al. (2021) explicam que empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar, periodicamente, informações exigidas pelos órgãos reguladores do mercado financeiro Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2003; United States Securities and Exchange Commission, 1933). No entanto, as empresas de capital fechado em processo de abertura de capital, na maioria das vezes, não dispõem das informações exigidas para efetuar o registro e, por conseguinte, devem preparar-se para tal. Por conseguinte, muitas vezes, a divulgação de dados é limitada ao exigido.

A divulgação limitada de dados, como explicam Baker et al. (2021), contribui com a assimetria de informação entre emissores e subscritores, emissores e potenciais investidores e diferentes grupos de investidores. Essa discrepância interfere na precificação das ações e, portanto, afirmam os autores, qualquer informação que reduza a incerteza é valorada pelos participantes do processo.

A quantidade e a qualidade das informações difundidas pelas empresas no momento da abertura de capital, é normalmente determinada pelas comissões de valores mobiliários de cada país. Nos Estados Unidos, por exemplo, a SEC (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2020b) regulamenta o conteúdo a ser propagado no momento do registro por meio do formulário S-1. (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2022; United States Securities and Exchange Commission, 1933). No mencionado documento fica explícita a necessidade de divulgar as seguintes informações: capa da declaração de registro e capa externa do prospecto, interior da capa e contracapa do prospecto, informações resumidas, fatores de risco e relação entre lucro e encargos fixos, uso de receitas, determinação do preço de oferta, diluição, os vendedores dos títulos mobiliários, plano de distribuição, descrição dos títulos a serem distribuídos, interesses de peritos e advogados nomeados, informações em relação ao

registrante e incorporação de certas informações por referência. No que tange às informações sobre o registrante, especificamente sobre a descrição das propriedades, é solicitado:

“Até onde for relevante, divulgue a localização e o caráter geral dos principais bens físicos da registrante. Além disso, identifique o(s) segmento(s), conforme relatado nas demonstrações financeiras, que faz(em) uso dos bens descritos. Se algum desses bens não for detido em plena propriedade ou estiver sujeito a um ônus relevante para a registrante, declare isso e descreva brevemente como é detido.

Instrução 1 para o Item 102: Este item requer informações que informarão razoavelmente os investidores sobre a adequação, suficiência, capacidade produtiva e extensão de utilização dos principais bens físicos da registrante e suas subsidiárias, na medida em que os bens descritos forem relevantes. A registrante deve realizar uma consideração abrangente da materialidade de seus bens. Se apropriado, as descrições podem ser fornecidas de maneira coletiva; descrições detalhadas das características físicas de propriedades individuais ou descrições legais por “metes e bounds”² não são exigidas e não devem ser fornecidas.

Instrução 2 para o Item 102: Ao determinar a materialidade sob este Item, a registrante deve levar em consideração fatores quantitativos e qualitativos. Consulte a Instrução 1 para o Item 101 do Regulamento S-K (§ 229.101).

Instrução 3 para o Item 102: Registrantes envolvidos em operações de mineração devem consultar e, se necessário, fornecer as divulgações nos §§ 229.1300 a 229.1305 (subparte 1300 do Regulamento S-K), além de qualquer divulgação exigida por esta seção.

² *Metes and bounds* são as linhas de limite precisamente descritas de um lote de terra, conforme encontradas em uma escritura (Webster’s New World College Dictionary, 2010)

Instrução 4 para o Item 102: Uma registrante envolvida em atividades de produção de petróleo e gás deve fornecer as informações exigidas pela Subparte 1200 do Regulamento S-K.

Instrução 5 para o Item 102: As definições no § 210.4-10(a) do Regulamento S-X [17 CFR 210] se aplicam a este Item no que diz respeito às operações de petróleo e gás.

Instrução 6 para o Item 102: A atenção de certos emissores envolvidos em atividades de produção de petróleo e gás é direcionada para as informações solicitadas no Guia da Indústria de Valores Mobiliários 4 (referido no § 229.801(d)).

Instrução 7 para o Item 102: A atenção dos emissores envolvidos em atividades imobiliárias é direcionada para as informações solicitadas no Guia 5 (§ 229.801(e) deste capítulo).” (National archives and records administration 2022, tradução nossa).

Embora, no referido documento, como observado nas instruções de 2 a 7, sejam apresentadas demandas para exceções, é na instrução 1 que reside o interesse para a presente investigação. Nesta última, destaca-se o fato de que, para preenchimento do formulário S-1, sejam solicitadas informações sobre as propriedades de forma genérica, sugerindo, inclusive, que não sejam fornecidos dados individualizados sobre os ativos imobiliários (United States Securities and Exchange Commission, 1933).

No Brasil, o registro das empresas junto à CVM deve seguir a instrução normativa CVM 480 (B3, 2022a; Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009b), sendo a oferta pública inicial regulamentada pela instrução CVM no 400 de 29 de dezembro de 2003 (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2003). No anexo III do documento (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2003, p. 73) é identificada a necessidade de reportar as seguintes informações: resumo contendo as características da operação, identificação de administradores, consultores e auditores, informações relativas à oferta, fatores de risco da oferta, formulário de referência, informações relativas ao terceiro prestador de garantia ou destinatário dos recursos entre outras informações. Não está explícita, portanto, a necessidade de referenciar dados sobre propriedades imobiliárias, sugerindo um alinhamento com o observado pelas exigências impostas pelas SEC para o formulário S-1.

Uma das explicações para o referido alinhamento entre as duas comissões de valores mobiliários e outras situadas em outros países é a filiação à International Organization of Securities Commissions (IOSCO). A organização reúne 231 membros que somam 95% do mercado de capitais. Entre as missões da IOSCO está a “cooperação no desenvolvimento, implementação e promoção da adesão a padrões internacionalmente reconhecidos e consistentes de regulação, supervisão e aplicação para proteger os investidores, manter mercados justos, eficientes e transparentes e lidar com riscos sistêmicos” (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2022). A busca por consenso nas orientações fica evidenciada em um relatório em que o órgão consulta algumas comissões para orientar a postura em situações de conflitos de interesse e de gestão de risco (The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2018). Outra evidência da concordância é a assinatura, em 2002, do The Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMoU) que é o instrumento usado pelos reguladores de valores mobiliários para ajudar a garantir uma regulamentação global eficaz e preservar e fortalecer os mercados de valores mobiliários em todo o mundo (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2022).

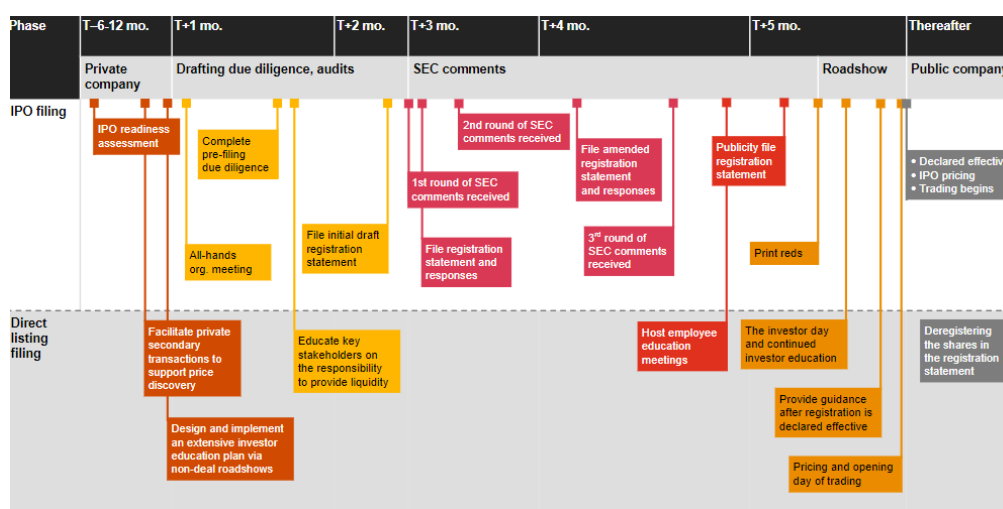
Além da questão do alinhamento global na formatação de normas, outro ponto a ser considerado é o caminho que as empresas devem percorrer para viabilizar a abertura de capital (B3, 2022a; PwC, 2022). Nos Estados Unidos, por exemplo, a abertura de capital segue o fluxo apresentado na Figura 3. A etapa inicial do processo exige uma série de reuniões entre os envolvidos para determinar o quão preparada a empresa está e os ajustes a serem feitos. Em seguida, são preparados os documentos exigidos para o registro, os quais deverão ser encaminhados à SEC. Após o recebimento e análise, a SEC, se necessário, solicita complementos ou alterações por parte da organização registrante até que a documentação esteja em acordo com o requerido. Uma vez em conformidade, a organização está autorizada a seguir com os “*roadshows*”³.

³ “Um “roadshow” é composto por uma série de apresentações feitas em vários locais que levam a uma oferta pública inicial (IPO). O “roadshow” é um discurso de vendas ou promoção feita pela empresa de subscrição e pela equipe de gerenciamento de uma empresa para potenciais investidores antes de abrir o capital. Os “roadshow”s

Embora, no momento em que a declaração de registro é depositada junto a SEC, o número de ações e o valor em dólares deva ser apresentado, somente após a avaliação da empresa por parte dos potenciais investidores é efetivamente possível definir um preço final para as ações (PwC, 2022, p. 94).

Ainda que os processos de abertura de capital apresentem particularidades dependentes do mercado de captação, a razoável semelhança entre estes pode ser exemplificada pela realização dos “roadshows” com os investidores (B3, 2022b), tanto no mercado norte-americano quanto no brasileiro (B3, 2022b).

Figura 3 - Processo de abertura de capital



Fonte: PwC (2022)

Interessante notar que a padronização não existe apenas do ponto de vista das comissões de valores mobiliários. As bolsas de valores também seguem uma orientação global, congregadas em uma instituição, a World Federation of Exchanges, que é uma associação comercial das bolsas de valores, futuros e opções regulamentadas publicamente. Assim como as contrapartes centrais, serve de base comum a todos os seus duzentos e cinquenta membros (World Federation of Exchanges, 2022).

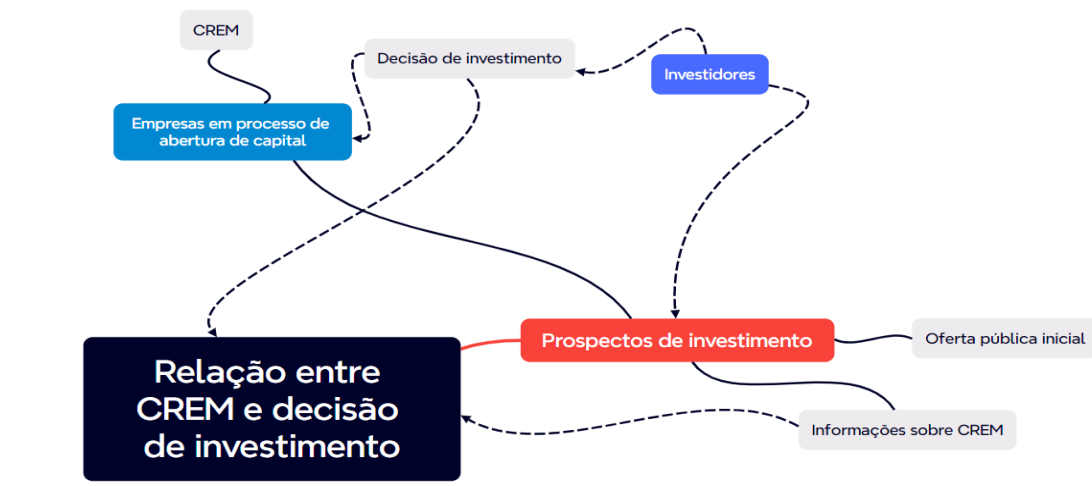
geralmente acontecem nas principais cidades e têm como objetivo despertar o interesse pela próxima oferta. Investidores em potencial são apresentados à empresa, sua história e seu pessoal-chave” (Murphy, 2022).

O esforço conjunto global para o desenvolvimento do mercado de capitais, ainda que venha colhendo frutos que apontem para uma certa maturidade dos processos de abertura de capital, ainda não foram suficientes para eliminar a já referida assimetria de informação entre as partes envolvidas. Autores como Liu & Wu (2021), exemplificam a situação ao demonstrarem que a formação de preços em ofertas públicas iniciais pode ser influenciada por mudanças na classificação das despesas. Ao manipular os números apresentados do lucro da empresa, explicam, é possível majorar também o preço das ações no momento da abertura de capital.

Outro indício de que há diferentes fatores que interferem na avaliação do preço dos papéis é oriundo da pesquisa proposta por Gao et al. (2017). Os autores observam que a remoção do *lock-up*⁴ favorece precificações mais altas entre investidores institucionais.

Isso posto, à vista das particularidades relatadas nos processos de IPO, impõe-se, à pesquisa sobre a relação entre CREM e decisão de investimento, a análise em empresas em processo de abertura de capital, conforme o ilustrado na Figura 4.

Figura 4 - Enquadramento do problema de pesquisa (processo de IPO)



Fonte: o autor

⁴ O período de *lock-up* é o espaço de tempo em que o comprador de uma ação em um IPO é obrigado a permanecer com o ativo antes de poder vendê-lo. Normalmente esse período fica estabelecido em 180 dias, mas pode variar caso a caso (Fontinelle, 2022).

6 Objetivos

6.1 Objetivo principal

O objetivo principal desta pesquisa é investigar a relação entre a gestão de ativos imobiliários corporativos e o processo de tomada de decisão de investimento em organizações em processo de abertura de capital.

6.2 Objetivos secundários

Os objetivos secundários propostos para a presente pesquisa são o de encontrar respostas às seguintes perguntas:

1. Há relação entre a qualidade da informação sobre CREM disponibilizada na literatura pré-IPO (prospectos de investimento) e o desempenho das ações no período pós abertura de capital?
2. A forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de CRE é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis pré-IPO?

6.3 Objetivo secundário complementar

Considerando que, para responder ao questionamento do segundo objetivo secundário, o método utilizado foram as entrevistas em profundidade, inseridas no capítulo 8.4, observou-se, no conteúdo das respostas, a possibilidade de se recorrer às informações coletadas para a construção de um modelo qualitativo de análise de CREM que suporte a decisão de investimento e, adicionalmente, de um mapa mental com o mesmo propósito.

7 Objetivo secundário 1 – qualidade da informação e desempenho acionário

7.1 Introdução

A inclusão deste primeiro objetivo secundário trata de responder à questão: “há relação entre a qualidade da informação disponibilizada na literatura pré-IPO e o desempenho das ações no período pós abertura de capital?”. A relevância desta indagação está na suposição de que se for identificada relação entre o conteúdo da literatura pré-IPO e o desempenho das ações, poder-se-ia assumir que é necessário incorporar esta perspectiva de análise documental na projeção de preços das ações. Para esse fim, foi conduzida a pesquisa segundo o descrito no capítulo 7.2

7.2 Método, coleta e tratamento de dados

Para responder à corrente pergunta de pesquisa, aplica-se a análise de correlação, segundo os métodos de Pearson (Filho & Júnior, 2009) e Spearman (1904), entre o conteúdo sobre gestão de ativos imobiliários incluídos nos prospectos de investimentos (Guo et al., 2022; White & Marsh, 2006) e o desempenho das ações (Rodarte & Camargos, 2013), medidos no curto e longo prazo.

7.2.1 Indicadores de desempenho das ações

A medida de curto prazo de desempenho trata do retorno das ações no dia da abertura de capital. O indicador utilizado, denominado Inital Returns (IR), é representado pela equação a seguir, sendo que P_{i1} e P_{i0} correspondem ao preço de fechamento e ao preço de oferta apurados no dia do IPO, respectivamente (Rodarte & Camargos, 2013):

$$IR = \left(\frac{P_{i1}}{P_{i0}} \right) - 1$$

A segunda referência utilizada é o indicador de desempenho no longo prazo, permitindo averiguar o desempenho das ações para investidores que as comprem e mantêm em seu portfólio. Este é denominado Buy-and-Hold Market-Adjusted Return (BHAR) (Chi & Padgett, 2005; Rodarte & Camargos, 2013), o qual exclui o retorno do primeiro dia de negociação. Nesse caso, deve-se considerar as variáveis utilizadas P_{it} e P_{i1} , que representam o preço da ação no dia t e o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação, também, respectivamente, e $Index_t$ e $Index_1$, os valores do índice utilizado, no caso, o S&P 500 (S&P Dow Jones Indices, 2021) no dia t e no dia do IPO, sendo que a equação do BHAR pode ser expressa como:

$$BHAR_{it} = \left[\left(\frac{P_{it}}{P_{i1}} \right) \div \left(\frac{Index_t}{Index_1} \right) \right] - 1$$

7.2.2 Definição do perfil das empresas estudadas

Para se formar o conjunto de empresas investigadas, foram impostas algumas premissas. Inicialmente, ponderou-se que, segundo informações oriundas das entrevistas realizadas para responder à segunda pergunta de pesquisa, um dos setores mais dependentes de seus ativos imobiliários é o varejo. A segunda definição diz respeito ao período de IPOs. Foram selecionadas doze empresas que abriram o capital em 2021, período posterior à pandemia do

Covid-19. Assumiu-se que a influência da pandemia sobre os mercados (He et al., 2020) deveria ser tomada como razão para não incorporar IPOs realizados em outros períodos, dada a possibilidade de lógicas de CREM diferentes das vigentes. Outrossim, 2021 foi um dos anos com a maior quantidade histórica de IPOs. Por fim, optou-se por investigar os IPOs do mercado norte-americano, dada a disponibilidade de dados e o volume de ofertas públicas realizadas. A síntese dessas premissas está presente na Tabela 6.

Tabela 6 - Critérios de seleção amostral

Ítem	Variável	Explicação	Fonte de referência e/ou trecho de entrevista exemplo	Influência na determinação da amostra
1	Setor em função da dependência do CREM	Em função do setor, o negócio pode depender mais ou menos da sua estrutura de CREM. No caso, segundo informantes, o varejo seria mais dependente de sua estrutura imobiliária que negócios como bancos digitais.	“Assim falando de uma forma ampla, a gestão imobiliária pelos varejistas, quando a gente fala de varejo físico é uma questão central...”(Douek, 2023b)	Seleção de empresas do setor de varejo.
2	Período de realização do IPO	Considerando que a pandemia evidenciou o impacto da gestão de CREM na gestão de empresas do varejo, definiu-se como período amostral os IPOs que ocorreram em 2021, um ano após o início da pandemia.	He et al. (2020)	Seleção de empresas do setor do varejo que abriram o capital em 2021, ano em que ocorreram o maior número de IPOs nos últimos anos.
3	Mercado	Considerando a disponibilidade de dados e a quantidade de IPOs realizados nos Estados Unidos da América no período pós-covid-19, foram selecionadas empresas norte-americanas do setor de varejo que abriram o capital em 2021.	U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2020a)	Seleção de empresas do setor do varejo que abriram o capital em 2021, nos Estados Unidos.

Fonte: O autor

Com base nos critérios expostos na Tabela 6, foram selecionadas as seguintes empresas: a.k.a. Brands Holding, Allbirds, Arhaus, Brilliant Earth Group, Rent the Runway, The Honest Company, Solo Brands, Thred up, Torrid Holdings, Olaplex Holdings, Joann e Lulus Fashion Lounge and Holdings. Inicialmente, a amostra também incluía a empresa Digital Brands, removida por se tratar de empresa de vendas exclusivamente digitais. A amostra final encontra-se apresentada na Tabela 7.

Tabela 7 - Empresas selecionadas para análise

	Dia do IPO	Símbolo	Nome da empresa
1	2021-09-22	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.
2	2021-11-03	BIRD	Allbirds, Inc.
3	2021-11-04	ARHS	Arhaus, Inc.
4	2021-09-23	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.
5	2021-10-27	RENT	Rent the Runway, Inc.
6	2021-05-05	HNST	The Honest Company, Inc.
7	2021-10-28	DTC	Solo Brands, Inc.
8	2021-03-26	TDUP	ThredUp Inc.
9	2021-07-01	CURV	Torrid Holdings Inc.
10	2021-09-30	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.
11	2021-03-12	JOAN	JOANN Inc.
12	2021-11-11	LVLU	Lulu's Fashion Lounge

Fonte: o autor

Definidos o emprego da análise de correlação, os indicadores de desempenho das ações e as empresas a serem estudadas, parte-se para a determinação das técnicas e recursos a serem utilizados em duas frentes. Uma delas diz respeito aos documentos para a análise de conteúdo (Guo et al., 2022; White & Marsh, 2006) e, a outra, aos dados financeiros para avaliação do desempenho das ações (Rodarte & Camargos, 2013) .

7.2.3 Análise de conteúdo

No que tange à análise de conteúdo dos prospectos de investimento, foram selecionados, com base no estabelecido pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2020b), os formulários S-1, obrigatórios para as empresas que desejam abrir o capital nos Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2022). A lista dos documentos selecionados está apontada na

Tabela 8.

Tabela 8 – Formulários S-1

	Nome da companhia	Formulários S-1
1	a.k.a. Brands Holding Corp.	A.k.a. Brands Holding Corp. (2021)
2	Allbirds, Inc.	Allbirds (2021)
3	Arhaus, Inc.	Arhaus (2021)
4	Brilliant Earth Group, Inc.	Brilliant Earth Group (2021)
5	Rent the Runway, Inc.	Rent the Runway (2021)
6	The Honest Company, Inc.	The Honest Company (2021)
7	Solo Brands, Inc.	Solo Brands (2021)
8	ThredUp Inc.	ThredUp Inc. (2021)
9	Torrid Holdings Inc.	Torrid Holdings Inc. (2021)
10	Olaplex Holdings, Inc.	Olaplex Holdings (2021)
11	Joann Inc.	Joann Inc. (2021)
12	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	Lulu's Fashion Lounge Holdings (2021)

Fonte: O autor

Em seguida, dada a extensão e abrangência dos formulários S-1 e de forma consoante à importância em relação aos demais capítulos, como o destacado por Hanley e Hoberg (2010:3), são extraídos os seguintes extratos dos textos para a condução da análise de conteúdo: “Prospectus Summary”, “Risk Factors”, “Use of Proceeds” e “Management Discussion and Analysis (MD&A)”.

As análises de conteúdo são conduzidas com a utilização do software de análise de conteúdo ATLAS.ti 23 (2023). Todos os doze extratos dos formulários S-1 foram carregados

na ferramenta. Para cada um deles é solicitada a codificação por inteligência artificial (IA). A fim de estabelecer a adequação dos códigos e citações gerados por IA, foram assumidas as seguintes premissas: o algoritmo de criação dos códigos e citações é o mesmo para todas as doze empresas; os códigos criados permitem a análise de coocorrência e a análise humana de cada um deles. Ademais, o objetivo da investigação não é a criação de citações e códigos, mas sim de comparar o conteúdo de cada um deles com os termos propostos e com o das outras empresas.

Destarte, para o conjunto dos textos, o programa gera 8731 códigos e 6252 citações. As citações geradas pelo ATLAS.ti foram revisadas segundo a necessidades da pesquisa, ou seja, quanto à pertinência dos códigos e citações criadas para o objetivo da investigação. Considerando os critérios de codificação propostos por Saldaña (2013), o estabelecido pelo software é considerado adequado. Para confirmar esta aceitabilidade, antes de recorrer à inteligência artificial, é também conduzida uma codificação manual, ou seja, realizada pelo próprio investigador, de forma a servir de parâmetro de comparação. A codificação por IA, no caso, assim como na forma manual, cria citações e códigos associados a questões financeiras, operacionais, legais e estratégicas das organizações.

Em seguida, para isolar as menções à gestão de ativos imobiliários ou, ao menos, a algum critério associado a imóveis, é realizada uma busca pelo termo “real estate” em cada um dos textos para identificação da frequência de sua ocorrência em cada um dos extratos de texto. Os números encontrados estão reportados na Tabela 9.

Tabela 9 – Frequência de menções ao termo "real estate"

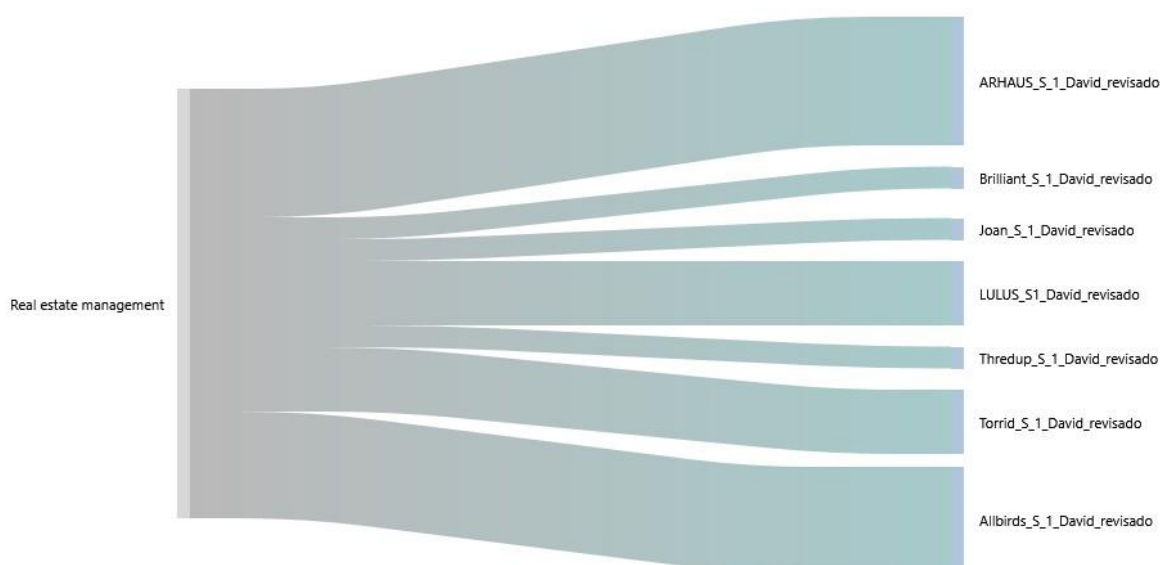
Item	Nome da companhia	Frequência do termo “real estate”
1	a.k.a. Brands Holding Corp.	0
2	Allbirds, Inc.	8
3	Arhaus, Inc.	13
4	Brilliant Earth Group, Inc.	3
5	Rent the Runway, Inc.	0
6	The Honest Company, Inc.	0
7	Solo Brands, Inc.	0
8	ThredUp Inc.	1
9	Torrid Holdings Inc.	5
10	Olaplex Holdings, Inc.	0
11	Joann Inc.	1
12	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	2

Fonte: O autor

Quando encontrado o termo “real estate”, a citação em que se encontra é acrescida de novo código: “real estate management”.

Cabe destacar que o termo “real estate” não aparece em todas as empresas pesquisadas. O termo “real estate” e, conseqüentemente, a possibilidade de inserção do código “real estate management”, surge somente nas empresas Arhaus, Brilliant, Joann, Lulus, Thredup, Torrid e Allbirds. Nas empresas a.k.a., Rent the Runway, Honest, Solo e Olaplex, o termo não foi identificado (Gráfico 3).

Gráfico 3 - Ocorrência do código "real estate management"



Fonte: O autor, elaborado com o software ATLAS.ti 23 (2023)

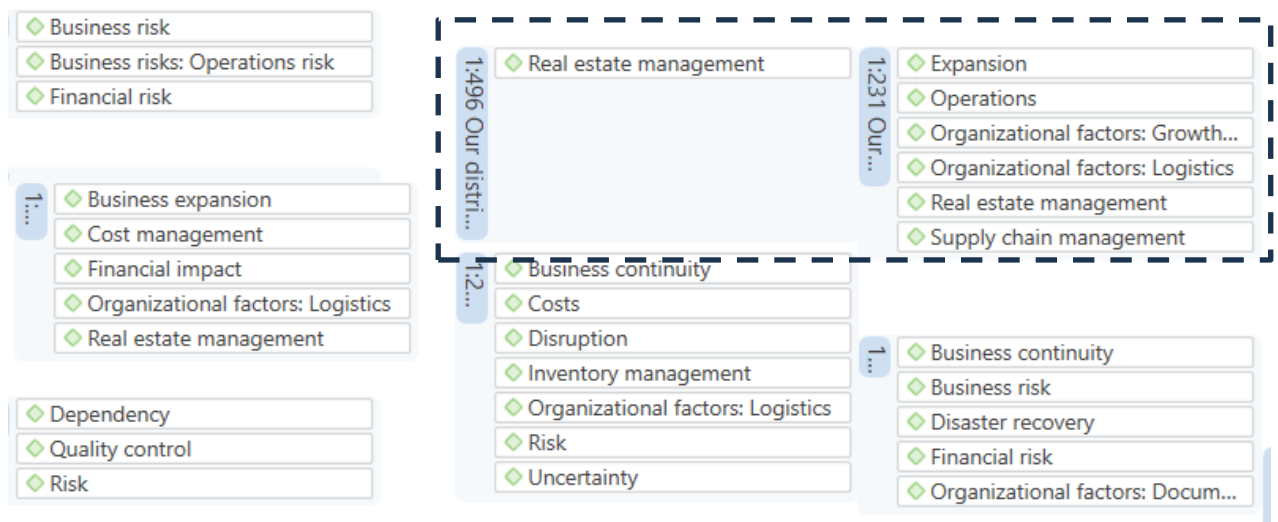
Uma vez incluído o código “real estate management” em todos os textos estudados em que o termo “real estate” surge, é conduzida uma análise de coocorrência com os códigos criados pela IA do (ATLAS.ti 23, 2023), Como pode ser evidenciado no Gráfico 4, o código “*real estate management*” aparece associado a outros como: “*business expansion*”, “*business risks*”, “*cash flow*”, “*competition*”, “*covid-19 pandemic*”, “*data-diven decision*”, “*economic uncertainty*”, “*expansion*”, “*expansion risks*”, “*financial impact*”, “*financial performance*”, “*inventory management*”, “*supply chain management*”, “*labor and employment risks*”, “*macroeconomic factors*”, “*marketing*”, “*operational risks*”, “*personsalization*”, “*product visualization*”, “*profitability*”, “*real estate risks*”, “*shopping center development*”, “*scalability*”, “*technology*”, “*transparency*” e “*augmented reality*”.

distribuição) e depois são embaladas e enviadas de nossas instalações de distribuição para nossos clientes. O sucesso de nosso negócio depende do recebimento pontual de mercadorias para que possamos continuamente disponibilizar novos produtos na moda para venda online. O sucesso de nosso negócio também depende do processamento pontual de pedidos dos clientes e da entrega dentro das datas prometidas para satisfazer nossos clientes. O fluxo eficiente de nossas mercadorias exige que tenhamos capacidade adequada e serviço ininterrupto em nossas instalações de distribuição para apoiar tanto nosso nível atual de operações quanto os níveis aumentados previstos que podem resultar de nossos planos de crescimento. Para acomodar o crescimento futuro, precisaremos expandir e atualizar nossas instalações de distribuição existentes ou abrir instalações adicionais de distribuição. A melhoria de nossas instalações de distribuição existentes ou a transferência de nossas operações para uma instalação com maior capacidade exigirá que incorramos em custos adicionais, que podem ser significativos, e pode exigir que obtenhamos financiamento adicional ou garantias imobiliárias favoráveis adicionais. Localizações apropriadas ou financiamento para a compra ou locação de tais imóveis adicionais podem não estar disponíveis a custos razoáveis ou de forma alguma. Nossa falha em fornecer um atendimento adequado aos pedidos, assegurar capacidade de distribuição adicional quando necessário ou reter um provedor de logística terceirizado adequado poderia prejudicar nossos planos de crescimento. Aumentar ainda mais essa capacidade pode aumentar nossos custos, o que, por sua vez, poderia ter um efeito adverso significativo em nosso negócio, condição financeira e resultados operacionais." (Lulu's Fashion Lounge Holdings, 2021 tradução nossa).

No texto é possível identificar que nas citações em que se encontra o termo "real estate" há a coocorrência de códigos como "expansão", "operações", "fatores organizacionais",

“cadeia de suprimento”, “continuidade dos negócios”, “custos”, “disrupção”, “gestão de estoque”, “risco” e “incerteza” (Figura 5).

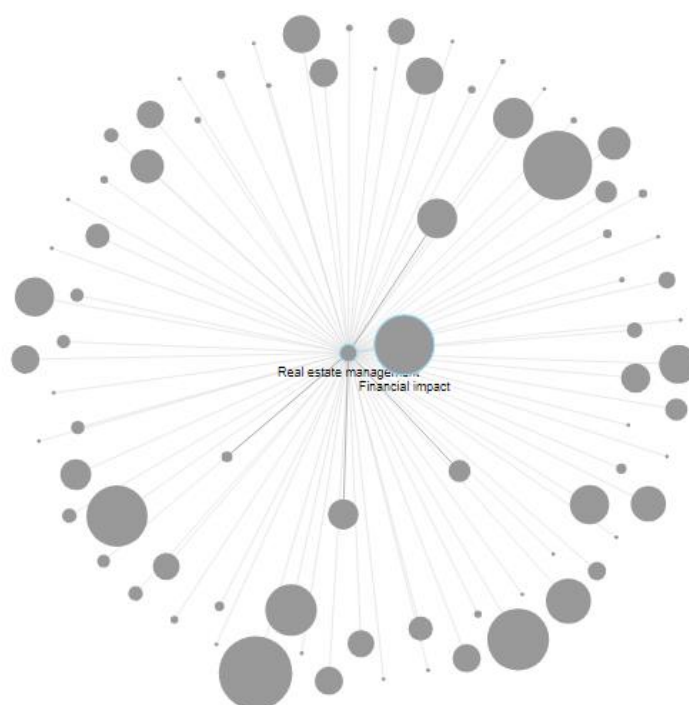
Figura 5 - Códigos e coocorrência para "real estate management"



Fonte: O autor, elaborada com o software ATLAS.ti 23 (2023)

Além de diversa, a coocorrência surge com diferentes frequências em função dos códigos criados, como pode ser visualizado na Figura 6.

Figura 6 - Coocorrência com "real estate management"



Fonte: O autor, elaborada com o software ATLAS.ti 23 (2023)

Uma vez estabelecida a relação entre o termo “real estate” e outros aspectos da gestão organizacional, adota-se como primeira variável de análise de conteúdo dos prospectos de investimento, a frequência do termo “real estate” que surge nos extratos dos formulários S-1 de cada uma das empresas estudadas.

7.2.4 Coleta de dados financeiros

Em outra frente, os dados necessários para a composição das variáveis de desempenho financeiro IR e BHAR são extraídos de duas fontes. Uma delas é a plataforma Stock Analysis (2023) e a outra, a Yahoo Finance (Yahoo Inc., 2023n). As informações coletadas desta última, com a representação gráfica da evolução das ações das empresas investigadas, seguem apresentadas:

7.2.5 a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA)

Gráfico 5 - a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA) - data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023a)

Gráfico 6 - a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023a)

7.2.6 Allbirds, Inc. (BIRD)

Gráfico 7 – Allbirds, Inc. (BIRD) - data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023b)

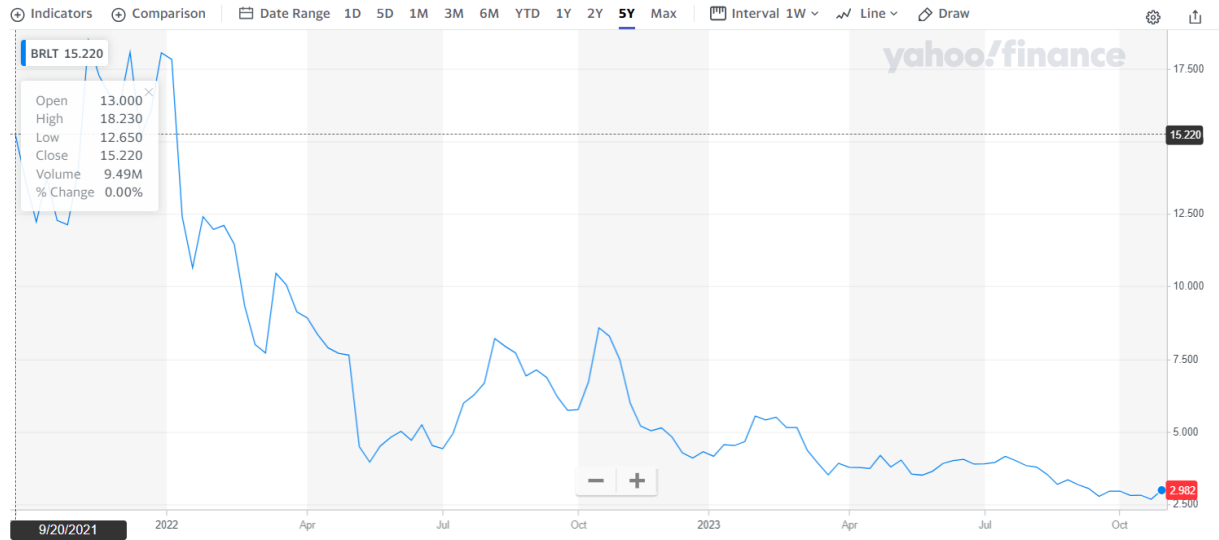
Gráfico 8 - Allbirds, Inc. (BIRD) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023b)

7.2.7 Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT)

Gráfico 9 - Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT) – na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023d)

Gráfico 10 - Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT) – em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023d)

7.2.8 Arhaus, Inc. (ARHS)

Gráfico 11 - Arhaus, Inc. (ARHS) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023c)

Gráfico 12 - Arhaus, Inc. (ARHS) - em 30/10/2023



Fonte:

Yahoo Inc. (2023c)

7.2.9 Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU)

Gráfico 13 - Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023e)

Gráfico 14 - Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023e)

7.2.10 Rent the Runway, Inc. (RENT)

Gráfico 15 - Rent the Runway, Inc. (RENT) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023f)

Gráfico 16 - Rent the Runway, Inc. (RENT) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023f)

7.2.11 The Honest Company, Inc. (HNST)

Gráfico 17 - The Honest Company, Inc. (HNST) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023g)

Gráfico 18 - The Honest Company, Inc. (HNST) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023g)

7.2.12 Joann Inc. (JOAN)

Gráfico 19 - Joann Inc. (JOAN) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023e)

Gráfico 20 - Joann Inc. (JOAN) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023e)

7.2.13 Olaplex Holdings, Inc. (OLPX)

Gráfico 21 - Olaplex Holdings, Inc. (OLPX) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023g)

Gráfico 22 - Olaplex Holdings, Inc. (OLPX) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023g)

7.2.14 Solo Brands, Inc. (DTC)

Gráfico 23 - Solo Brands, Inc. (DTC) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023i)

Gráfico 24 - Solo Brands, Inc. (DTC) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023i)

7.2.15 ThredUp Inc. (TDUP)

Gráfico 25 - ThredUp Inc. (TDUP) – na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023k)

Gráfico 26 - ThredUp Inc. (TDUP) – em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023k)

7.2.16 Torrid Holdings Inc. (CURV)

Gráfico 27 - Torrid Holdings Inc. (CURV) - na data do IPO



Fonte: Yahoo Inc. (2023l)

Gráfico 28 - Torrid Holdings Inc. (CURV) - em 30/10/2023



Fonte: Yahoo Inc. (2023l)

Para efeito da análise de correlação proposta, os dados extraídos de Yahoo Inc. (2023j, 2023c, 2023k, 2023l, 2023d, 2023a, 2023f, 2023h, 2023b, 2023e, 2023g, 2023i) são compilados na Tabela 10. Estão listados os preços de fechamento das ações no dia da abertura de capital e o preço das ações em 30 de outubro de 2023, data da última coleta de dados antes da elaboração das análises.

Tabela 10 - Preço de fechamento das ações (IPO e 30/10/2023)

Item	Símbolo	Nome da companhia	1º dia de fechamento (dia do IPO)	Último dia de fechamento (30/10/2023)
1	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.	120.00	7.57
2	BIRD	Allbirds, Inc.	26.30	0.97
3	ARHS	Arhaus, Inc.	12.21	8.61
4	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.	15.22	2.98
5	RENT	Rent the Runway, Inc.	17.25	0.51
6	HNST	The Honest Company, Inc.	19.08	1.24
7	DTC	Solo Brands, Inc.	18.36	4.17
8	TDUP	ThredUp Inc.	20.00	3.70
9	CURV	Torrid Holdings Inc.	26.58	2.69
10	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.	22.90	1.48
11	JOAN	JOANN Inc.	12.25	0.52
12	LVLU	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	3.78	2.14

Fonte: o autor adaptado de Yahoo Inc. (2023j, 2023c, 2023k, 2023l, 2023d, 2023a, 2023f, 2023h, 2023b, 2023e, 2023g, 2023i)

Da plataforma Stock Analysis (2023) foram extraídas as informações referentes ao preço do IPO, ao setor e à indústria das empresas, as quais foram incluídas na da Tabela 11.

Tabela 11 - Preço de IPO, setor e indústria

Item	Dia do IPO	Símbolo	Nome da companhia	Preço do IPO	Setor	Indústria	País
1	2021-09-22	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.	11.00	Consumo discricionário	Varejo de Internet	Estados Unidos
2	2021-11-03	BIRD	Allbirds, Inc.	15.00	Consumo discricionário	Varejo de vestuário	Estados Unidos
3	2021-11-04	ARHS	Arhaus, Inc.	13.00	Consumo discricionário	Varejo de reforma residencial	Estados Unidos
4	2021-09-23	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.	12.00	Consumo discricionário	Bens de luxo	Estados Unidos
5	2021-10-27	RENT	Rent the Runway, Inc.	21.00	Consumo discricionário	Varejo de vestuário	Estados Unidos
6	2021-05-05	HNST	The Honest Company, Inc.	16.00	Consumo discricionário	Varejo de especialidade	Estados Unidos
7	2021-10-28	DTC	Solo Brands, Inc.	17.00	Consumo discricionário	Varejo de Internet	Estados Unidos
8	2021-03-26	TDUP	ThredUp Inc.	14.00	Consumo discricionário	Varejo de Internet	Estados Unidos
9	2021-07-01	CURV	Torrid Holdings Inc.	21.00	Consumo discricionário	Varejo de vestuário	Estados Unidos
10	2021-09-30	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.	21.00	Consumo discricionário	Varejo de especialidade	Estados Unidos
11	2021-03-12	JOAN	JOANN Inc.	12.00	Consumo discricionário	Varejo de especialidade	Estados Unidos
12	2021-11-11	LVLU	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	16.00	Consumo discricionário	Varejo de vestuário	Estados Unidos

Fonte: O autor adaptada de Stock Analysis (2023)

Também foram coletados e inseridos na Tabela 12 os dados referentes ao índice S&P 500⁵ para o cálculo do BHAR (Yahoo Inc., 2023i).

⁵ O Índice S&P 500, ou Índice S&P 500 da Standard & Poor's, é um índice ponderado pela capitalização de mercado de quinhentas das principais empresas negociadas publicamente nos Estados Unidos. É considerado um

Tabela 12 – Índice S&P 500

	Símbolo	Nome da companhia	S&P 500 (dia inicial)	S&P dia final
1	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.	4,357.73	4,166.82
2	BIRD	Allbirds, Inc.	4649.27	4,166.82
3	ARHS	Arhaus, Inc.	4361.19	4,166.82
4	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.	4357.73	4,166.82
5	RENT	Rent the Runway, Inc.	4566.48	4,166.82
6	HNST	The Honest Company, Inc.	4192.85	4,166.82
7	DTC	Solo Brands, Inc.	4566.48	4,166.82
8	TDUP	ThredUp Inc.	3940.59	4,166.82
9	CURV	Torrid Holdings Inc.	4290.61	4,166.82
10	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.	4493.28	4,166.82
11	JOAN	JOANN Inc.	3821.35	4,166.82
12	LVLU	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	4701.7	4,166.82

Fonte: o autor de Yahoo Inc. (2023i)

7.2.17 Cálculos de IR e BHAR

Com os dados coletados, são conduzidos os cálculos do IR e do BHAR (

dos melhores indicadores do desempenho das principais ações americanas e, por extensão, do mercado de ações (Kenton, 2023b).

Tabela 13).

Tabela 13 - IR e BHAR

	Símbolo	Nome da companhia	IR	BHAR
1	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.	9.91	-0.93
2	BIRD	Allbirds, Inc.	0.75	-0.96
3	ARHS	Arhaus, Inc.	-0.06	-0.26
4	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.	0.27	-0.80
5	RENT	Rent the Runway, Inc.	-0.18	-0.97
6	HNST	The Honest Company, Inc.	0.19	-0.93
7	DTC	Solo Brands, Inc.	0.08	-0.75
8	TDUP	ThredUp Inc.	0.43	-0.83
9	CURV	Torrid Holdings Inc.	0.27	-0.90
10	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.	0.09	-0.93
11	JOAN	JOANN Inc.	0.02	-0.96
12	LVLU	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	-0.76	-0.36

Fonte: o autor

7.2.18 Normalização de dados

Em seguida, para evitar distorções na análise (Filho & Júnior, 2009), os dados são normalizados (Filho & Júnior, 2009) (Tabela 14).

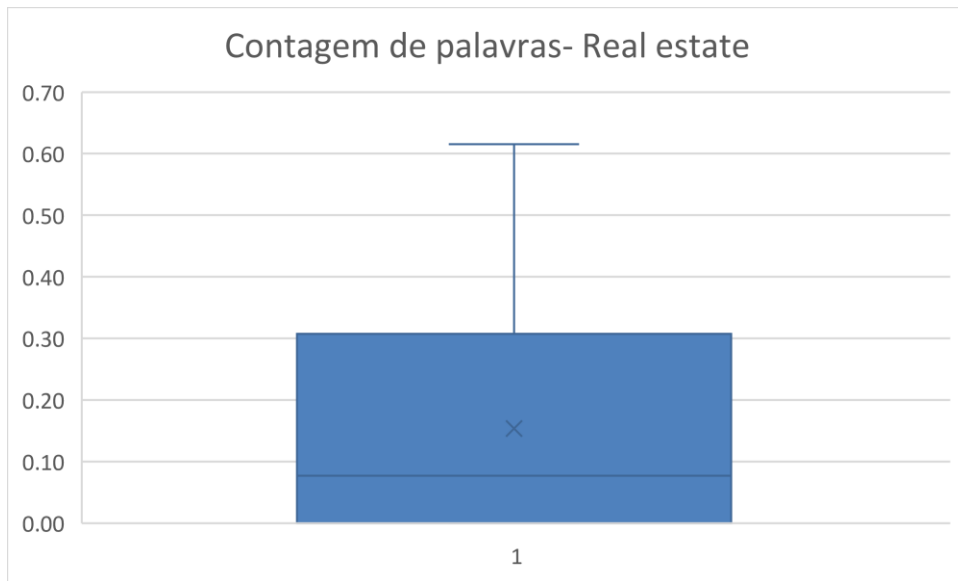
Tabela 14 - Dados normalizados

	Símbolo	Nome da companhia	Índice “real estate”	IR	BHAR
1	AKA	a.k.a. Brands Holding Corp.	0.00	1.00	0.05
2	BIRD	Allbirds, Inc.	0.62	0.14	0.01
3	ARHS	Arhaus, Inc.	1.00	0.07	1.00
4	BRLT	Brilliant Earth Group, Inc.	0.23	0.10	0.24
5	RENT	Rent the Runway, Inc.	0.00	0.05	0.00
6	HNST	The Honest Company, Inc.	0.00	0.09	0.05
7	DTC	Solo Brands, Inc.	0.00	0.08	0.31
8	TDUP	ThredUp Inc.	0.08	0.11	0.20
9	CURV	Torrid Holdings Inc.	0.38	0.10	0.10
10	OLPX	Olaplex Holdings, Inc.	0.00	0.08	0.05
11	JOAN	JOANN Inc.	0.08	0.07	0.01
12	LVLU	Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc.	0.15	0.00	0.86

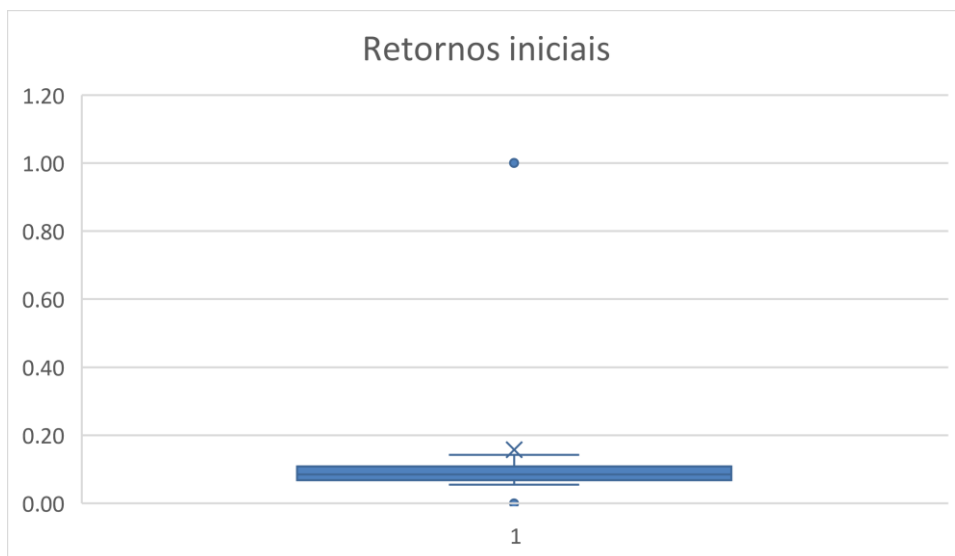
Fonte: o autor

7.2.19 Análise de dados e considerações iniciais

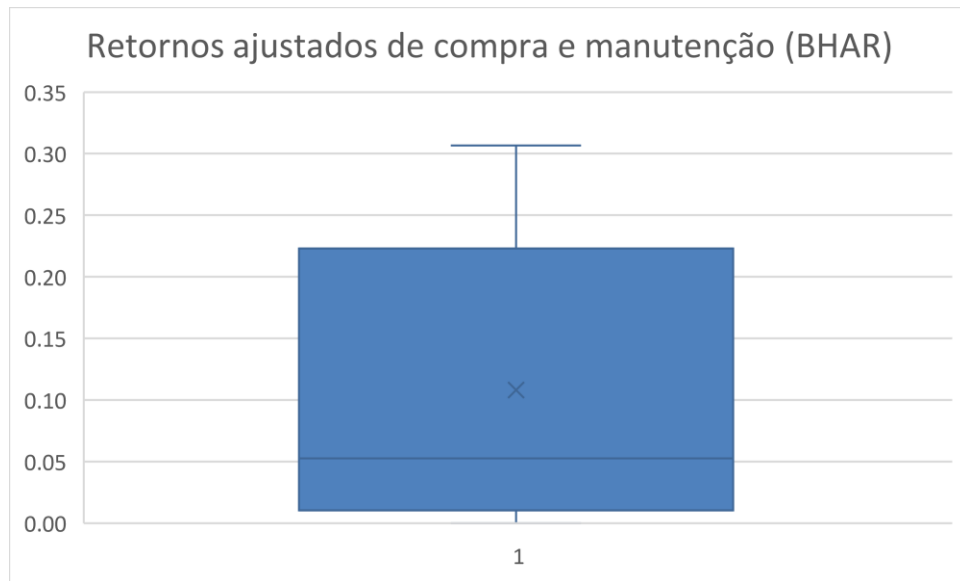
Por se tratar de análise de correlação, a primeira etapa conduzida é constituída pela verificação da existência de outliers (Filho & Júnior, 2009). Do Gráfico 29, Gráfico 30 e Gráfico 31 depreende-se a existência de outliers. Estes são removidos da amostra para evitar distorções. Os outliers são: Arhaus, a.k.a. brands e Lulu’s Fashion.

Gráfico 29 - Análise de outlier – contagem de palavras – “real estate”

Fonte: o autor

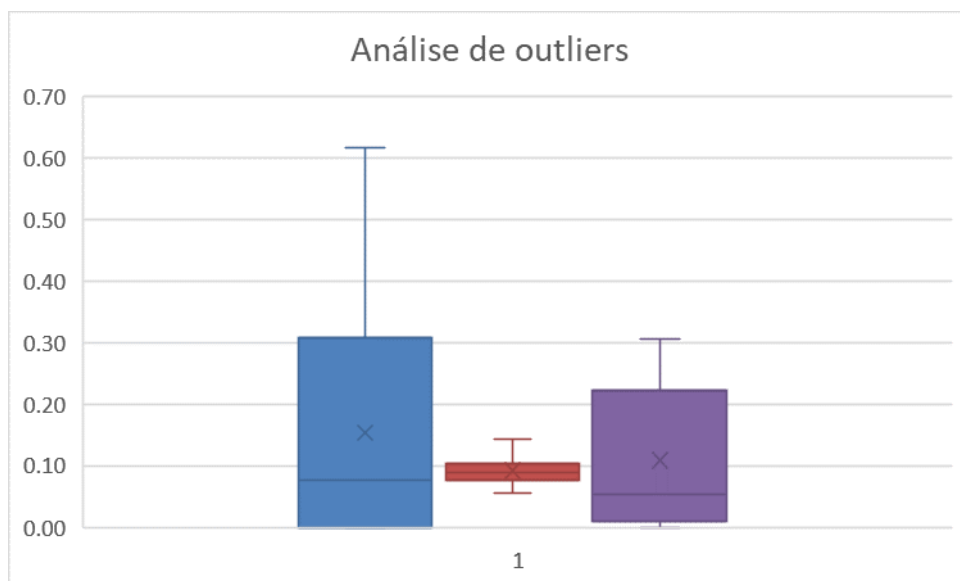
Gráfico 30 - Análise de outlier – Retornos iniciais (IR)

Fonte: o autor

Gráfico 31 - Análise de outlier – Retornos ajustados de compra e manutenção (BHAR)

Fonte: o autor

Removidos os outliers, nova análise de *blox plot* é conduzida para verificação, confirmando a inexistência de outliers no novo grupo (Gráfico 32).

Gráfico 32 - Análise de outliers

Fonte: o autor

7.2.20 Resultados

Após a exclusão dos outliers, são calculadas as correlações entre o número de ocorrências do código “*real estate management*” extraídas dos prospectos de investimento e as taxas de IR e BHAR. Conforme pode ser observado na

Tabela 15 e Gráfico 33 de dispersão, há uma correlação mais forte entre o conteúdo dos prospectos de investimento e os retornos iniciais (IR) do que entre os primeiros e os retornos à longo prazo (BHAR). A diferença de intensidades entre o curto e o longo prazo permite inferir que, no curtíssimo prazo, há uma relação entre a informação divulgada sobre a gestão de ativos imobiliários e o desempenho das ações, o que já não ocorre no longo prazo. Esse resultado parece coerente com o histórico da Allbirds (2021a), que teve boa parte da atratividade na oferta pública inicial baseada em uma promessa de expansão rápida e intensa do número de lojas, estratégia que se provou inadequada para sustentar a lucratividade desejada. Ainda com base nesse caso, no longo prazo, portanto, parece razoável esperar que, destituída da narrativa (Shiller, 2019) expansionista, a precificação das ações possua correlação reduzida em relação ao CREM.

Tabela 15 - Matriz de correlação

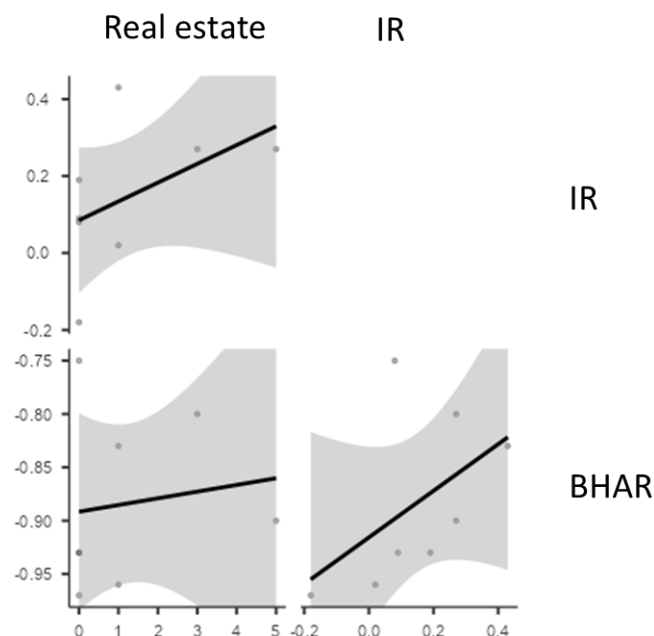
		Matriz de correlação		
		Real estate	IR	BHAR
Real estate	Pearson's r	—		
	df	—		
	p-value	—		
	95% CI Upper	—		
	95% CI Lower	—		
	Spearman's rho	—		
	df	—		
	p-value	—		
IR	Pearson's r	0.480	—	
	df	6	—	
	p-value	0.228	—	
	95% CI Upper	0.885	—	
	95% CI Lower	-0.339	—	
	Spearman's rho	0.591	—	
	df	6	—	
	p-value	0.123	—	
BHAR	Pearson's r	0.143	0.504	—
	df	6	6	—

Matriz de correlação			
	Real estate	IR	BHAR
p-value	0.736	0.202	—
95% CI Upper	0.770	0.892	—
95% CI Lower	-0.625	-0.311	—
Spearman's rho	0.283	0.590	—
df	6	6	—
p-value	0.498	0.123	—

Note. * $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$

Fonte: o autor

Gráfico 33 - Dispersão



Fonte: o autor

7.3 Considerações sobre os resultados

Tendo em vista a indicação de ausência de correlação no longo prazo (BHAR) e a sua presença no curtíssimo (IR) cabe considerar que seria oportuno conduzir novas investigações para identificar as causas de tal dicotomia. Uma hipótese a ser investigada para a correlação encontrada é a proporção entre a euforia criada em torno de alguns negócios e o desempenho das ações, principalmente dos negócios que prometem crescimento acelerado no curto prazo como no citado caso da Allbirds (Allbirds, 2021b; Kish et al., 2023; Rockeman, 2023).

Também relevante é que, dadas as diferenças de perfis entre investidores no que tange às expectativas de curto/longo prazo (Taylor & Brown, 1996), o aprofundamento da análise de conteúdo dos prospectos de investimento poderia ser maiormente considerado pelos investidores de curto prazo, ou, sempre que possível, para *day traders*⁶, no dia da abertura de capital.

Por outro lado, a ausência de correlação no longo prazo entre o conteúdo de CREM e o BHAR poderia ser vislumbrada como uma oportunidade de ajuste das exigências por parte dos reguladores sobre as informações relativas à gestão imobiliária corporativa, de forma a tornar as informações divulgadas sobre a estratégia imobiliária mais consistentes com o desenrolar do valor das ações da empresa não só no curto, mas também no médio e longo prazo.

7.4 Limitações

Esta pesquisa foi conduzida junto a empresas do setor de varejo, ainda que sob a justificativa de maior dependência do portfólio imobiliário para os resultados organizacionais. Entretanto, entende-se conveniente replicá-la em empresas de outros setores.

Outro recorte utilizado foi a seleção do período pós-pandêmico. Se, por um lado não, seja mais aceitável desprezar o efeito da pandemia para a gestão de CREM nas organizações, por outro, seria interesse estender a investigação para diferentes períodos para efeito de comparação.

⁶ *Day trading* significa comprar e vender um lote de títulos dentro de um dia, ou até mesmo em segundos (Kuepper, 2023).

8 Objetivo secundário 2 – informação de CREM e decisão de investimento

8.1 Introdução

O segundo objetivo secundário trata de responder à pergunta: “a forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de CRE é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis pré-IPO?”. A questão emana do fato de os investidores recorrerem aos prospectos de investimento para avaliar o perfil da empresa e, por conseguinte, decidirem se investem ou não na companhia e, em caso positivo, precificarem as ações (PwC, 2022).

8.2 Método, coleta e tratamento de dados

Para responder à indagação proposta, recorreu-se a entrevistas em profundidade (Knott et al., 2022), semiestruturadas (Batista et al., 2017; Thorns, 2012), com especialistas (*knowledgeable persons*) (Campbell et al., 2013) escolhidos em virtude de seu notável conhecimento (Brix, 2017), de forma não aleatória (Eisenhardt, 2007).

8.3 Critérios de seleção dos entrevistados

Para a primeira entrevista, elegeu-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2023b), pela abrangência de atuação junto a empresas de capital fechado e aberto e por ser detentora de capacidade crítica conectada ao seu papel regulador, além de possuir canais de comunicação com os agentes do mercado de capitais, fonte importante de informação.

A segunda entrevista foi conduzida junto ao diretor de um banco digital, o qual havia passado por abertura de capital. Este informante facilitou o contato com outro entrevistado, detentor de perfil diverso, capaz de fornecer diferente espécie de informação relevante para a pesquisa: o chefe de relações com investidores do banco que havia participado de todos o processo de abertura de capital, desde o início da elaboração dos documentos necessários até a fase pós abertura, passando a atender às demandas dos investidores. Este entrevistado, por sua vez, viabilizou a conversa com um dos advogados do escritório de advocacia responsável por conduzir o IPO. As informações disponibilizadas por este último foram esclarecedoras quanto a importância dos aspectos legais na oferta pública inicial. Destarte, recorreu-se a outro experiente profissional de direito, sócio proprietário de uma firma, também professor

universitário, que auxiliou na compreensão de ainda mais aspectos legais, que demandam atenção nos IPOs.

A sexta e a sétima entrevistas são realizadas junto a representantes de bancos de investimento. A necessidade de inclusão desse perfil de informante existe em função do papel destes como analistas de investimento.

Na sequência, o oitavo e o nono entrevistados são gerentes de expansão de empresas, os quais possuem como principal papel a gestão do portfólio imobiliário em acordo com a estratégia da empresa.

O décimo respondente é o diretor de uma das maiores empresas globais de gestão de propriedades. Este perfil de empresa serve organizações multinacionais, frequentemente de capital aberto, sendo que oferece serviços que abrangem todo o ciclo de vida de desenvolvimento imobiliário (Miles et al., 2006).

A décima-primeira, a décima-segunda e a décima-quarta entrevistas são realizadas junto a representantes de seguradoras. A inclusão dos seguros nos processos de abertura de capital é um tópico que surge nas entrevistas anteriores, tanto na fala dos advogados quanto na dos gerentes de expansão, como uma das estratégias de mitigação de riscos, razão pela qual foi incorporada ao rol de entrevistas.

O décimo-terceiro entrevistado é professor universitário e ex-diretor de empresa varejista. O colóquio foi conduzido em função da já justificada relevância dos ativos imobiliários no setor do varejo.

8.4 As entrevistas e referências complementares

Neste capítulo, são reportadas as entrevistas formais ou por pautas (Gil, 2008, p. 113) conduzidas junto aos quatorze informantes.

A sequência de entrevistas, assim como a data em que foram realizadas, o código e o cargo do entrevistado e o perfil da empresa estão apresentadas na **Erro! Fonte de referência não encontrada..**

ORDEM DAS ENTREVISTAS	DATAS	ENTREVISTADOS	PERFIL DA EMPRESA	CARGO
1	20/05/2022	Quatro entrevistados concomitantes	Comissão de Valores	Superintendência
2	13/06/2022	RAP	Banco digital	Diretor de RH
3	28/06/2022	GUI	Banco digital	Head de Relações com Investidores
4	11/7/2023	LUI	Escritório de advocacia	Sócio
5	17/08/2023	EDI	Escritório de advocacia	Proprietário
6	21/10/2022	DAN	Banco	Gerente de investimento
7	27/04/2021	REN	Banco de investimento	Proprietário
8	3/7/2023	RAF	Empresa gestora de	Gerente de expansão
9	3/7/2023	BIA	Empresa de cowork	Gerente de expansão
10	12/7/2023	CES	Empresa gestora de	Diretor
11	18/07/2023	CAR	Gestor de seguros	Fundador
12	3/8/2023	ROB	Gestor de seguros	Gerente
13	7/8/2023	FRA	Varejo	Diretor
14	7/8/2023	BRE	Seguradora	Gerente

Fonte: o autor

8.4.1 Primeira entrevista - CVM

A primeira entrevista foi realizada com representantes de uma superintendência da Comissão de Valores Imobiliários Mobiliários (CVM). Trata-se da única efetuada junto a membros de organização cujo nome é divulgado.

A CVM “*é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*” (Ministério da Fazenda, 2023). O órgão possui como objetivo fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Esta entrevista permitiu compreender a visão do órgão regulador sobre o tema pesquisado.

Quatro representantes da CVM participaram, concomitantemente, da conversa.

A entrevista foi iniciada com a apresentação do objetivo e da justificativa para a pesquisa. Foram apresentadas aos entrevistados as quatorze estratégias imobiliárias constantes da Tabela 16, com o fito de esclarecer sobre quais são os aspectos de gestão imobiliária de que trata a investigação.

Ainda que conduzida junto ao órgão brasileiro, para efeito de extrapolação de resultados para outros mercados, parte-se da premissa de que, como apontado no capítulo 5.1, há uma certa padronização oriunda da congregação das comissões de valores mobiliários como a CVM, brasileira, e a SEC (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2023), norte-americana, junto à IOSCO (International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2023).

Tabela 16 – Estratégias de Corporate Real Estate Management

Tópico	Estratégia de CRE
A	Minimização de custos.
B	Flexibilidade.
C	Promoção dos objetivos de recursos humanos.
D	Promoção das mensagens do marketing.
E	Vendas e processo de vendas.
F	Facilitação da produção, operação e entrega de serviços.
G	Facilitação do processo gerencial e gestão do conhecimento.
H	Captura da criação do valor imobiliário.
I	Aumento de produtividade.
J	Controle de risco.
K	Mudança de cultura
L	Satisfação dos colaboradores
M	Responsabilidade social corporativa
N	Suporte à sustentabilidade corporativa

Fonte: Fauzi et al. (2016) apud Douek (2019)

Os entrevistados, após se apresentarem e esclarecerem o seu papel na CVM, seguiram respondendo a questionamento sobre a relevância da divulgação de informações relativas à gestão de ativos imobiliários nos prospectos de investimento, explicando o papel que as superintendências representadas na reunião desempenham:

“...aqui a gente não é a área de regulamentação da CVM. A CVM possui duas áreas de regulamentação. Uma, vamos chamar assim, de informações e societária e a outra contábil, não é?”

Nós somos da área que registra e a outra registra e supervisiona. As duas supervisionam também, mas o foco maior da SRE (Superintendência de Registro de Valores Mobiliários) é no momento do registro e o foco maior da SEP (Superintendência de Relacionamento com Empresas) é a vida da empresa (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2023b; Douek, 2022a, l. 224).

Fazendo referência à International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2023), órgão internacional que reúne os reguladores de valores mobiliários de todo o mundo e

que é reconhecida como o padrão global para o setor de valores mobiliários, explicam que “quando vai se fazer qualquer regulamentação, a CVM vai olhar para todo o mundo”. Ainda que expressem a independência do órgão brasileiro em relação às demais comissões de valores mobiliários, prosseguem informando:

"É válido observar, por exemplo, o Formulário de Referência (FR) (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2023a), que representa o principal documento da companhia. Nele, a CVM estabelece as informações consideradas mais relevantes para a tomada de decisão após uma análise abrangente do cenário global. Esse documento reflete o entendimento não apenas da CVM, mas também de outros reguladores, mercados e participantes do setor sobre o que deve ser divulgado. Um trabalho extenso foi realizado pela CVM em 2009, com a Instrução 480 (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009b), resultando em um documento robusto. Seu principal objetivo era servir como base praticamente exclusiva para a tomada de decisão em relação à empresa e aos valores mobiliários emitidos por ela. O diretor presidente do DRE atestaria que as informações eram corretas, completas e não induziam a erro. Ao longo do tempo, houve algumas pequenas alterações, e nos últimos anos, o formulário passou por uma revisão completa, entrando em vigor no próximo ano, 2023.

Contudo, o tema que você abordou não foi tratado nem em 2009 nem desde então. No Formulário de Referência atual, o assunto é abordado no item 9, onde a empresa deve descrever seus ativos relevantes. Se você consultar qualquer Formulário de Referência, esse será o item 9, subdividido em 9.1, 9.2, 9.3, contendo diversas informações. No nosso caso, enfatizamos especialmente a participação da empresa em outras entidades. Além disso, há duas seções adicionais no Formulário de Referência que tratam de riscos. Se a empresa considera, por exemplo, que a terceirização de um data center é um risco, ela deve explorar isso nessas seções específicas sobre riscos.

O gerenciamento de risco também abrange a importância de refletir corretamente essas informações nas demonstrações financeiras,

seguindo as normas do CP6, da Contabilidade Internacional alinhada com o IFRS. As políticas contábeis também são abordadas, destacando diferenças entre empresas quanto a áreas como imobilizado. Em geral, é isso que consideramos relevante. Vale mencionar que, até o momento, não temos conhecimento de reclamações à CVM relacionadas à omissão de informações sobre o imobilizado, como discutido anteriormente. Isso sugere que, pelo menos por enquanto, esse aspecto não tem chamado muita atenção de investidores, reguladores ou autorreguladores.

Estamos constantemente aprimorando nossos processos. As áreas de regulamentação recebem sugestões ao longo do tempo, e embora até o momento não tenha havido queixas sobre a falta de informações sobre o imobilizado, isso pode se tornar uma questão relevante no futuro, especialmente se uma empresa, anteriormente bem-sucedida, enfrentar uma queda significativa devido a esse risco. A CVM monitorará essas mudanças e continuará aprimorando suas práticas. Você mencionou boas práticas; a SEP, por exemplo, já sinalizava algumas práticas antes de se tornarem exigências formais." (Douek, 2022a, l. 229)

Após contextualizarem a perspectiva da CVM sobre a gestão dos ativos imobiliários, os entrevistados esclareceram que, no caso brasileiro, todas as informações consideradas relevantes a investidores devem ser inseridas no formulário de referência que, anteriormente, era descrito na instrução 480 (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2009b). A partir de janeiro de 2023, nova configuração foi adotada. Sobre os documentos explicaram: *"Assim como o formulário de referência é o principal documento do emissor da companhia, o prospecto é o principal documento da oferta pública..."*. Mais adiante, acrescentaram: *"A partir da implementação da reforma e da introdução do Formulário de Referência (FR), praticamente todas as informações do emissor foram transferidas, de fato, integralmente, para o Formulário de Referência (FRE)." (Douek, 2022a, l. 229)*

Fazendo referência ao caso específico das empresas do setor imobiliário, explicaram que a descrição sobre os ativos imobiliários no formulário de referência é amplamente descrita, ao contrário do que acontece com empresas que não são desse setor:

"...mas é evidente que, se, por exemplo, a empresa que está realizando a oferta pertence ao setor imobiliário, ela naturalmente incluirá uma quantidade significativa de informações sobre seus imóveis, não é mesmo? Aqui também lidamos, por exemplo, com outros emissores além das companhias abertas, não é verdade? Isso inclui fundos imobiliários ou outros tipos de fundos que investem em bens móveis; nesse caso, eles fornecem considerável detalhamento sobre os imóveis, incluindo localização, contratos de locação e características específicas do ativo imobiliário." (Douek, 2022a, l. 280)

Para citar outro exemplo de práticas relacionadas à gestão de ativos, citaram o fato de os bancos terem se desfeito de uma série de ativos:

"Curiosamente, em relação ao que você mencionou sobre a questão do banco, apesar de ter falado sobre data center, não é (referindo-se à terceirização do data center por um banco digital)? No entanto, temos observado uma tendência entre esses bancos de efetivamente venderem seus imóveis, não é mesmo? Isso ocorre principalmente com os imóveis de agências. Eles criam fundos imobiliários e esses fundos passam a deter a propriedade desses imóveis, os quais são então alugados de volta para esses emissores." (Douek, 2022a, l. 282)

Após descreverem o papel dos formulários de referência, dos prospectos de investimento, da falta de histórico de reclamações referentes à qualidade das informações referentes à gestão de ativos imobiliários por parte dos investidores e de, no entanto, apontarem os bancos como exemplo de instituição que rearranjou a composição imobiliária, incorporaram como novo exemplo da relação entre a divulgação de riscos e a gestão imobiliária, a ocorrência do desmoronamento da barragem B1 da Vale em Brumadinho (Vale S.A., 2023b). Recomendaram a pesquisa dos formulários de referência publicados pela empresa, o que foi acatado.

No formulário de referência da Vale de 2023, disponibilizado quatro anos após o rompimento da barragem de Brumadinho, é possível encontrar as seguintes informações:

"O rompimento de uma barragem ou outra estrutura geotécnica pode causar danos graves, incluindo danos pessoais, patrimoniais e

ambientais. A Companhia Vale S.A. (“Vale” ou “Companhia”) possui um número significativo de barragens e outras estruturas geotécnicas. Algumas dessas estruturas foram construídas usando o método de alteamento a montante, o que pode apresentar riscos maiores de estabilidade, principalmente relacionados à liquefação. O rompimento de qualquer uma dessas estruturas pode causar a perda de vidas e graves danos pessoais, materiais e ambientais, bem como impacto social negativo, e pode ter efeitos adversos nos negócios e na reputação da Companhia, conforme resultados decorrentes do rompimento das barragens de Brumadinho e da Samarco em Mariana. Algumas das joint ventures e investidas da Companhia, incluindo Samarco e Mineração Rio do Norte S.A. (“MRN”), também possuem barragens e estruturas semelhantes, incluindo estruturas construídas utilizando o método de alteamento a montante. Leis e regulamentos aprovados no Brasil após o rompimento da barragem de Brumadinho exigem que a Companhia descaracterize todas as suas barragens a montante em acordo com um cronograma específico. Devido à complexidade técnica envolvida nas obras de descaracterização e nas ações necessárias para aumentar a segurança das estruturas, em fevereiro de 2022, a Companhia firmou um acordo (termo de compromisso) com o estado de Minas Gerais, órgãos reguladores e promotores estaduais e federais, estabelecendo um novo cronograma e reforçando o compromisso de descaracterizar todas as estruturas a montante no Brasil. A Companhia ainda está estabelecendo as medidas adequadas para a descaracterização de determinadas barragens a montante no Brasil. Até a presente data, a Companhia concluiu aproximadamente 40% de seu plano de descaracterização. Isso significa que essas estruturas perderam suas características a montante e não têm mais a função de armazenar rejeitos. A descaracterização de 100% das barragens está prevista para ser alcançada até 2035, dadas as características técnicas das barragens, como volumes de rejeitos contidos. Informações adicionais relacionadas a tais cronogramas estão disponíveis no Portal ESG da Vale (www.vale.com/esg). As informações do website da Vale não estão incorporadas por referência neste Formulário de Referência. A implementação do plano de

descaracterização exigirá gastos significativos, e o processo de descaracterização pode levar muito tempo. Em de 31 de dezembro de 2022, a provisão para a conclusão do plano de descaracterização das estruturas da Companhia era de US\$3.378 milhões e da estrutura da Samarco era de US\$197 milhões, e provisões adicionais podem ser reconhecidas como resultado dos ajustes dos projetos de descaracterização. As obras relacionadas ao processo de descaracterização podem impactar o comportamento geotécnico de determinadas estruturas de rejeitos a montante, afetando o risco do rompimento dessas estruturas. Em casos extremos, esse processo, quando associado a outras condições, pode contribuir para o rompimento de estruturas. A evacuação das zonas a jusante das barragens críticas, a construção de barreiras físicas (estruturas de contenção) para conter os rejeitos em caso de falha e outras medidas de segurança que a Companhia tome podem não ser suficientes para evitar danos e impacto nas comunidades e no meio ambiente. O rompimento da barragem de rejeitos da Companhia em Brumadinho afetou adversamente os seus negócios, condição financeira e reputação, e o impacto total do rompimento da barragem ainda é incerto. Em janeiro de 2019, o rompimento da barragem de Brumadinho resultou em 270 fatalidades, além de danos pessoais, materiais e ambientais. Este evento afetou adversamente e continuará afetando adversamente as operações da Vale (Vale S.A., 2023a, p. 99).

No entanto, quando se compara o conteúdo do formulário de 2023 com o formulário de 2013, anterior ao rompimento da barragem, nota-se que a descrição dos riscos é reduzida em conteúdo e menos abrangente em relação ao que a empresa descreve quando já ciente das consequências do desastre:

“Pode haver acidentes ou incidentes durante as operações dos negócios, envolvendo suas minas e infraestrutura relacionada, usinas, ferrovias, portos ou navios.” (Vale S.A., 2013, p. 17)

A título de subsídio para reflexão, cabe destacar que o governo de Minas Gerais, por meio da Prodemge (2023) relata que a Vale adquiriu a instalação em questão de outra

mineradora, a Ferteco Mineração, em 2001, de maneira a se levantar a hipótese acerca da possibilidade de os problemas eventualmente terem sido iniciados em uma fase anterior à gestão da Vale.

8.4.2 Risco e gestão de risco

Na entrevista com a CVM, descrita no capítulo 8.4.1, os indagados, ao comentarem que nunca haviam recebido um questionamento, reclamação ou sugestão relativa à gestão de ativos imobiliários corporativos por parte de investidores ou outros stakeholders, descreveram como possível a inclusão do CREM na sessão de reporte de riscos organizacionais, sessão obrigatória do formulário de referência.

Considerando a possibilidade acima aventada, recorre-se à literatura para conceituar “risco” no contexto do mercado de capitais.

Risco, em linhas gerais, segundo a definição proposta por Chance & Edleson (2023) em nome do Chartered Financial Analyst Institute⁷, é a exposição à incerteza ou, em outras palavras, o conceito utilizado para descrever todas as variáveis de incerteza do ambiente que levam à variação e à imprevisibilidade das consequências. De modo informal, o risco pode ser tratado como a chance de perda ou resultado adverso como efeito de ação, de inércia ou de externalidades. Já a gestão de riscos pode ser descrita como o processo pelo qual uma organização ou indivíduo define, mede e ajusta o nível de risco a ser assumido, com o objetivo de maximizar o valor da empresa ou do portfólio, sua utilidade, bem como a satisfação geral dos envolvidos.

O risco e a gestão de riscos são parte inerente da atividade econômica (Chance & Edleson, 2023). Os autores recordam que todos os negócios e investidores gerenciam risco, de forma consciente ou inconsciente, tanto na alocação de recursos em negócios quanto na aplicação destes em investimentos financeiros. A gestão de riscos, acrescentam, não é somente uma

⁷ O Chartered Financial Analyst Institute é um instituto com sede nos Estados Unidos que tem por missão “a geração de valor para profissionais de gestão de investimentos e pelo envolvimento com a indústria de investimentos para promover a ética, a integridade do mercado e os padrões profissionais, de forma a, coletivamente, gerar valor para a sociedade” (Chartered Financial Analyst Institute (CFA), 2023b).

questão de sorte, é um posicionamento ativo que organizações adotam para embasar suas decisões, normalmente suportadas por ferramentas adequadas a este fim.

A gestão de riscos engloba a identificação, análise e resposta a fatores de risco componentes do ciclo de vida de um negócio (Gort & Klepper, 1982). A efetiva gestão de riscos significa o controle, tanto quanto possível, de resultados futuros, por meio do posicionamento ativo ao invés de reativo da organização em relação aos potenciais riscos. A expectativa é a de que a efetiva gestão de riscos ofereça o potencial de reduzir as possibilidades de ocorrência de risco, assim como o seu respectivo impacto (Corporate Finance Institute (CFI), 2022a).

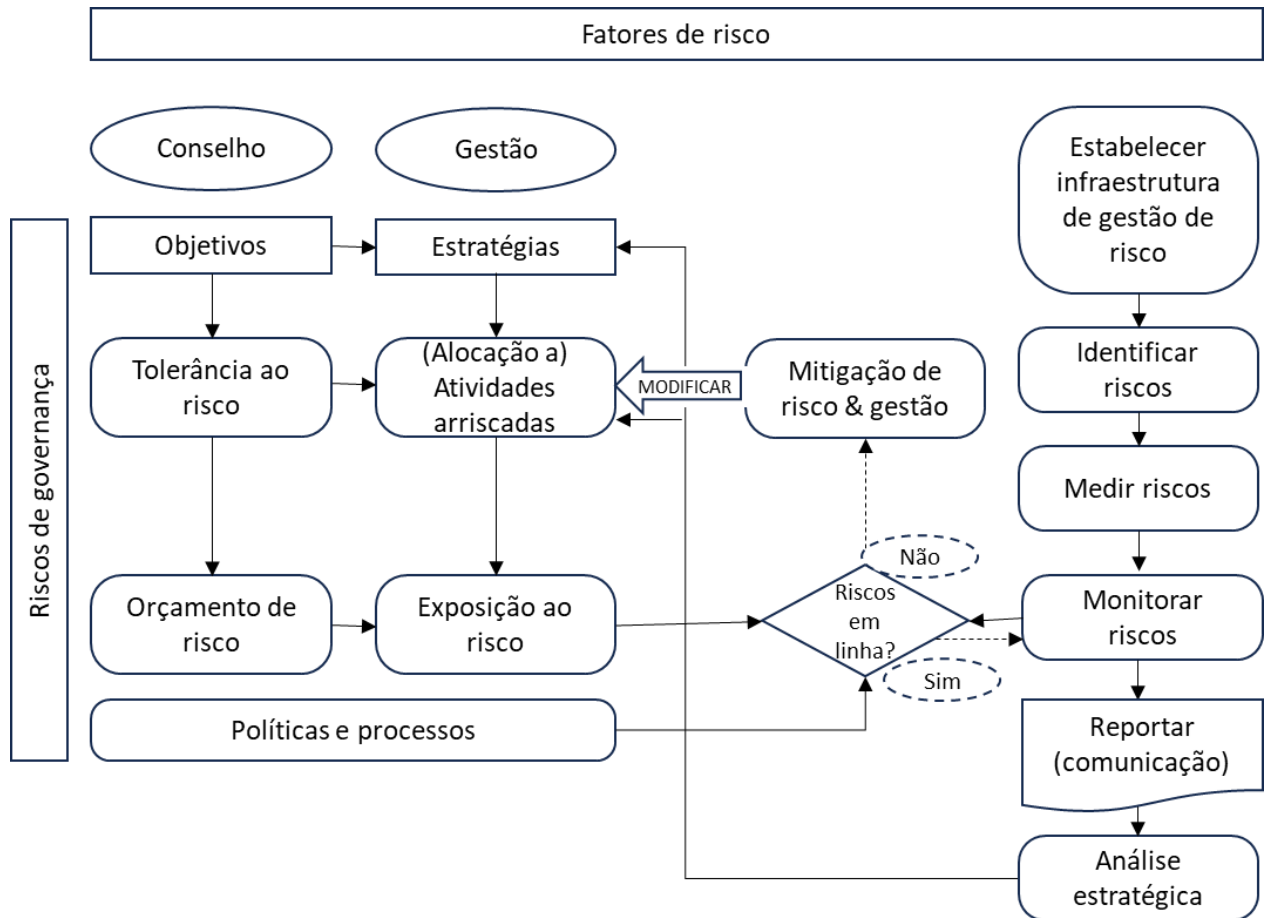
A importância da gestão de riscos no mercado de capitais é evidenciada em trabalho intitulado “Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators” de autoria da The Board of International Organization of Securities (IOSCO) (2014). A organização, que reúne comissões de valores mobiliários de diversos países, em sua obra, embora apresente enfoque no risco sistema financeiro, deixa evidente a necessidade de gestão do risco para o equilíbrio do mercado.

Bijkerk et al. (2012), autores referenciados no documento supramencionado, destacam indicadores em nível macro e micro de risco sistêmico no mercado de capitais. Dentre os inseridos em nível macro citam: stress financeiro, desequilíbrio de mercado, dados macroeconômicos, sustentabilidade da dívida fiscal, preços dos ativos e spreads. Já no que se refere ao nível micro destacam: tamanho (do mercado), liquidez, interjurisdicionalidade, transparência, interconectividade, comportamento, concentração, alavancagem e regulamentação.

8.4.3 Enquadramento da gestão de riscos

A problemática que envolve a gestão de riscos não apresenta solução única. No entanto, ainda que demande a customização da gestão para cada situação em particular, o sistema ou enquadramento gerencial deveria abordar, ao menos, os seguintes fatores: governança do risco, identificação e medição do risco, definição de políticas e processos, monitoramento, mitigação e gestão do risco, comunicação e análise estratégica ou integração (Chance & Edleson, 2023, p. 5) consoante apresentado na Figura 7.

Figura 7 - A estrutura de gerenciamento de riscos em um contexto empresarial



Fonte: Chance & Edleson (2023, p. 7, tradução nossa)

Os riscos devem ainda ser gerenciados tendo em mente que não podem ser tratados como figura estática e, sim, segundo uma dinâmica que demanda constante adaptação. A criação de repositório aberto de informações sobre gestão de risco indica essa condição. Sediado em Amsterdã, na Holanda, a Open Risk é uma fornecedora independente de ferramentas de análise de risco financeiro e treinamento dedicada a códigos aberto e dados abertos, padrões públicos e sustentabilidade (Open risk, 2013).

8.4.4 Categorias de risco

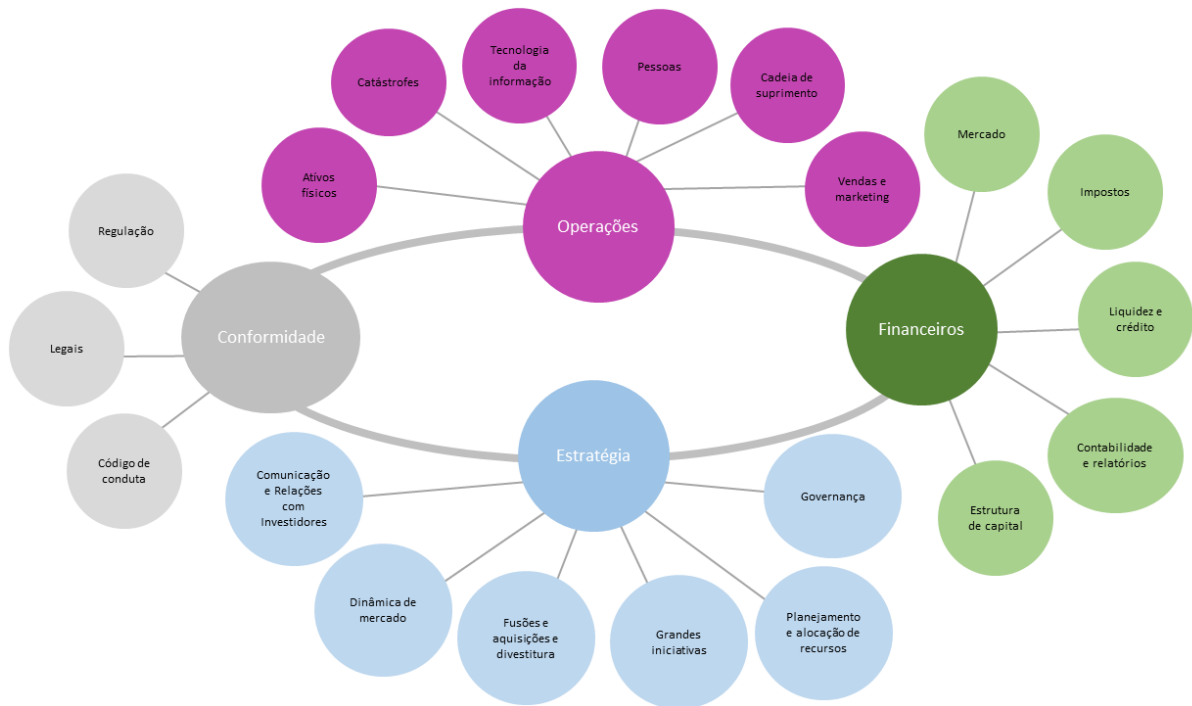
A literatura contempla diferentes perspectivas sobre a classificação das espécies de risco na realização de investimentos.

Para Chance & Edleson (2023), em nome do Chartered Financial Analyst Institute, os riscos devem ser categorizados em financeiros e não financeiros. Informam os autores que, não

obstante ambos possam ser mensurados segundo o impacto financeiro no negócio, devem ser feitas as necessárias distinções. Os riscos não financeiros, embora também promovam consequências monetárias, são os que não são oriundos diretamente do mercado de capitais. Os riscos financeiros podem ser subcategorizados em riscos de mercado, riscos de crédito e risco de liquidez (*liquidity risk*). Já os riscos não financeiros são subcategorizados em risco de liquidação (*settlement risk*), riscos legais, regulatórios, fiscais e contábeis e riscos de modelagem. Ainda entre os riscos não financeiros, citam os riscos operacionais que englobam “*os que surgem de pessoas, sistemas e políticas, procedimentos e processos internos inadequados ou falhos, bem como de eventos externos que estão fora do controle da organização, mas que afetam suas operações*”. Outros riscos são os oriundos de desastres naturais e condições climáticas extremas, tais como enchentes, terremotos e furacões e os causados por problemas atrelados à tecnologia da informação. Há, por fim, os riscos de solvência.

Uma das maiores empresas de contabilidade do Estados Unidos, a Ernst & Young (EY) (Kenton, 2022b), em uma de suas publicações (Ernst & Young (EY), 2013), também descreve os tipos de risco a serem gerenciados por empresas que abrem o capital. Assim como o destacado na Figura 8, com uma certa semelhança aos riscos apontados pelo CFA, a EY propõem que os riscos sejam categorizados entre financeiros, operacionais, estratégicos e de conformidade e que estes, por sua vez, sejam igualmente subdivididos. Os riscos de conformidade são os regulatórios, legais e de conduta; os financeiros subdividem-se entre os de mercado, fiscais, liquidez e crédito, de contabilidade e divulgação e estrutura de capital; os estratégicos englobam os governança, planejamento e alocação de recursos, iniciativas relevantes, fusões e aquisições, dinâmica de mercado e comunicação e relação com o investidor e, por fim, os riscos operacionais podem ser atrelados às vendas e ao marketing, à cadeia de suprimentos, às pessoas, à tecnologia da informação, às catástrofes e aos ativos físicos.

Figura 8 - Universo dos riscos das empresas de capital aberto



Fonte: Ernst & Young (EY) (2013, p. 5, tradução nossa)

Apresentadas algumas das visões sobre os riscos inerentes à atividades empresariais e considerando-se a similaridade entre elas, define-se, por ser a mais abrangente, a proposição de classificação de riscos proposta pela empresa EY (Ernst & Young (EY), 2013) como referência para a conceituação dos perfis de risco utilizados nesta pesquisa.

Contabilidade e relato financeiro (*accounting & reporting*) – a contabilidade financeira é ramo específico da contabilidade que envolve o processo de registrar, resumir e relatar a miríade de transações resultantes das atividades de um negócio durante um determinado período. Com o objetivo de retratar fielmente o seu desempenho financeiro, essas transações são resumidas na preparação das demonstrações financeiras, incluindo o balanço patrimonial, a demonstração do resultado e a demonstração dos fluxos de caixa (Kenton, 2022a). Os relatórios financeiros são, também, utilizados como ferramenta de análise e tomada de decisão de investimento. Temas como a complexidade, a importância e a qualidade do conteúdo dos referidos relatórios são debatidos em artigos redigidos por autores como Unerman et al. (2018) e Chychyla et al. (2019).

Estrutura de capital (*capital structure*) - a estrutura de capital refere-se à combinação de dívida e capital próprio utilizada para financiar os ativos e as operações de uma empresa. Do

ponto de vista corporativo, o patrimônio líquido representa uma fonte de capital mais cara e permanente com maior flexibilidade financeira (Chartered Financial Analyst Institute (CFA), 2023a). A relação entre o nível de endividamento e o volume de capital próprio é um indicador utilizado por investidores para analisar a qualidade do investimento (Loth, 2022). A influência da estrutura de capital desde as fases iniciais da empresa e a sua respectiva relevância é de tal forma relevante que, em muitos casos, pode determinar a sobrevivência, a falência ou o nível de desempenho das organizações (Robb & Robinson, 2014).

Código de conduta (code of conduct) – o código de conduta é um guia destinado a esclarecer a missão, os valores e os princípios de uma organização, relacionando-os com as normas de conduta profissional, o qual tem por intuito auxiliar na tomada de decisões corporativas. Pode ser usado para esclarecer normas, valores e políticas organizacionais; promover tomadas de decisão eficazes e orientar os usuários a identificar recursos relevantes relacionados à ética dentro da organização (Ethics and Compliance Initiative (ECI), 2022). A distância entre a existência e a efetiva adoção dos códigos de conduta representa um risco amplamente discutido na respectiva literatura (Clements et al., 2009; O’Dwyer & Madden, 2006).

Relações com os investidores (RI) e comunicação (Communications & Investor Relations (IR)) – as relações com investidores (RI) combinam finanças, comunicação e marketing, de forma a controlar o fluxo de informações entre uma empresa pública, seus investidores e demais stakeholders. A necessidade de manter relacionamentos fortes e transparentes com os investidores, vitais ao sucesso e crescimento da empresa, define o papel e a criticidade da área de RI (Corporate Finance Institute (CFI), 2022b). A título de exemplo da necessidade de se construir uma criteriosa relação com os investidores, Hope et al. (2021) demonstraram, por meio do estudo do efeito da seleção de analistas financeiros em posições de RI, que há relação entre os resultados organizacionais e o perfil dos profissionais empregados na função.

Governança (Governance) – Há diferentes perspectivas sobre os problemas inerentes à governança, para a qual o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) fornece a seguinte definição: “*é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.*” (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2015). Outra definição parte da United

States Securities and Exchange commission (SEC): “*estrutura que pode incluir regras, regulamentos, estatutos sociais, políticas formais, bem como costumes e outros processos que determinam a liderança, a organização e a direção da empresa*” (United States Securities and Exchange Commission, 2023 tradução nossa). O interesse relativamente ao tema levou diversos autores a dedicarem tempo ao seu estudo, conduzindo à criação da Teoria da Agência (Eisenhardt, 1989b), da Teoria dos Stakeholders (Blair, 1995; Jensen, 2001) e da Teoria de Stewardship (Davis et al., 1997). A primeira trata do conflito de interesses entre os agentes encarregados do gerenciamento da organização e os acionistas, cujo vínculo comumente é estabelecido por meio de contrato. Nesse cenário, Fama & Jensen (1983) apontam a problemática relativa ao custo inerente à confecção de tal instrumento pactual a ser firmado pelas partes. A segunda está centrada na ideia de acordos multilaterais entre os múltiplos stakeholders, os quais podem ser formais ou informais. A terceira, denominada Teoria de Stewardship, propõe a contraposição dos preceitos da Teoria da Agência, introduzindo o conceito de que, não necessariamente, deve haver conflito entre proprietários e agentes. Estes, segundo os autores, podem construir um caminho de alinhamento de interesses com base no altruísmo, comprometimento e conquista. As referidas teorias, seus desdobramentos e implicações seguem sendo debatidas e provocando a busca por soluções para o controle de risco (Yermack, 2017).

Tecnologia da Informação (TI) (*Information Technology (IT)*) – A tecnologia da informação (TI) pode ser definida como um setor de negócios que lida com a computação (hardware e software), telecomunicações e, em geral, com todos os recursos envolvidos na transmissão de informações ou sistemas que facilitam a comunicação (Techopedia, 2023). Similar é a explanação apresentada pelo departamento de TI do estado de North Dakota, nos Estados Unidos: TI significa o uso de hardware, software, serviços e infraestrutura de suporte para gerenciar e fornecer informações recorrendo a voz, dados e vídeo. A mesma instituição informa que integram a TI todos os computadores com interface humana, todos os periféricos de computador que não funcionarão a menos que estejam conectados a um computador ou rede, todas as redes de voz, vídeo e dados e os equipamentos, pessoal e serviços adquiridos necessários à sua operação, todos os salários e benefícios para funcionários cujas descrições de trabalho incluem especificamente funções de tecnologia, ou seja, serviços de rede, desenvolvimento de aplicativos e administração de sistemas, todos os serviços de tecnologia fornecidos por terceiros ou contratados, os custos operacionais associados ao fornecimento de tecnologia da informação e todos os custos associados ao desenvolvimento, compra,

licenciamento ou manutenção de software (North Dakota Information Technology, 2023). O valor estratégico dos projetos de TI pode ser reconhecido na comunicação em massa, na inovação de produtos, no relacionamento, na formação de um canal de vendas, na promoção de produtos e na criação de novas oportunidades de negócio (Alberto Luis Albertin & Albertin, 2018; Alberto Luiz Albertin, 2001). Em contrapartida, ao mesmo tempo em que a TI contribui para o aprimoramento da competitividade organizacional, oferece também uma série de riscos a serem gerenciados pelos gestores (McGaughey et al., 1994).

Legais (Legal) – Risco legal é o risco de perdas decorrentes de uma falha no cumprimento de uma obrigação profissional, não intencional ou por negligência para com clientes específicos (incluindo requisitos fiduciários e de adequação), ou da natureza ou projeto de um produto (Open Risk Academy, 2023a), constituindo categoria de risco reconhecida em estruturas regulatórias em todo o mundo, conforme exposto no Basileia⁸ II⁹ e III. Embora de natureza bancária, Basileia II e III auxiliam na compreensão da abrangência dos riscos legais uma vez propõem a seguinte categorização:

“Adequação, divulgação e fiduciária.

Violações fiduciárias e de diretrizes.

Questões de adequação/divulgação (KYC¹⁰, etc.).

⁸ Basileia I é um conjunto de regulamentos bancários internacionais estabelecidos pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS). Nele são prescritos requisitos mínimos de capital para as instituições financeiras operarem com o intuito de minimizar o risco de crédito. De acordo com Basileia I, os bancos que operam internacionalmente eram obrigados a manter, pelo menos, um valor mínimo de capital equivalente a 8% mensurados com base em seus ativos ponderados pelo risco. Basileia I é o primeiro de três conjuntos de regulamentos conhecidos individualmente como Basileia I, II e III que, coletivamente, são denominados como Acordos da Basileia” (Chen, 2021).

⁹ Basileia I introduziu diretrizes para quanto capital os bancos devem manter em reserva com base no nível de risco de seus ativos. Basileia II refinou essas diretrizes e acrescentou novos requisitos. Basileia III refinou ainda mais as regras com base em parte nas lições aprendidas com a crise financeira mundial de 2007 a 2009 (Chen, 2021).

¹⁰ Os padrões Know Your Customer (KYC) foram desenvolvidos para proteger as instituições financeiras contra fraude, corrupção, lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo (Swift, 2023).

Violações de divulgação do consumidor do varejo.

Violação de privacidade.

Vendas agressivas.

Churning¹¹ da conta.

Uso indevido de informações confidenciais.

Responsabilidade do credor.

Práticas impróprias de negócios ou mercado.

Antitruste.

Práticas comerciais/de mercado impróprias.

Manipulação de mercado.

Negociação com informações privilegiadas (por conta da empresa).

Atividade sem licença de operação.

Lavagem de dinheiro.

Falhas do produto.

Defeitos do produto (desautorizados etc.).

Erros de modelo.

Seleção, patrocínio e exposição.

Falha ao investigar o cliente de acordo com as diretrizes.

Exceder os limites de exposição do cliente.

Atividades Consultivas.

Disputas sobre o desempenho de atividades de consultoria.”

A empresa Deloitte, com base em pesquisa realizada junto a advogados internos e consultores externos de empresas de setores variados, compilou uma matriz de gestão de riscos

¹¹ Churning é a prática ilegal e não ética de aumentar a rotatividade de ativos com o intuito de majorar as comissões de corretoras de investimentos (Hayes, 2022a).

legais que prevê, entre outras atividades, a identificação dos riscos legais, fato que sugere que estes não seriam, necessariamente, de imediata compreensão e que, para reconhecê-los, é necessário realizar trabalho dedicado a tal fim (Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2019).

Segundo Metzger (2008), em última instância, não há uma distinção efetiva entre decisão legal e decisão de negócios. As decisões devem ser tomadas em conjunto, incluindo também as questões éticas. O autor propõe sejam consideradas dez recomendações na gestão de risco: a primeira é ponderar a forma como o caso será eventualmente apresentado ao Poder Judiciário em caso de disputa de natureza jurídica; a segunda é de que se aja de acordo com a verdade; a terceira consiste em antecipar ou procurar os problemas; a quarta, “não ser mesquinho” (*penny-wise is sometimes pound foolish*); a quinta, manter a calma; a sexta é não levar para o lado pessoal; a sétima é agir de forma profissional; a oitava é “documentar, documentar, documentar”; a nona é seguir as políticas da empresa, caso existam e, a última, “não nade contra a maré a não enterre a cabeça na areia”. Todas são, de certa forma, interrelacionadas.

Liquidez e crédito (liquidity and credit) - O risco de liquidez é o risco de uma empresa ou indivíduo não ter caixa suficiente para cumprir suas obrigações financeiras no prazo estabelecido. Liquidez refere-se à facilidade com que um ativo pode ser convertido em dinheiro sem afetar negativamente seu preço de mercado. O risco surge quando uma empresa não pode comprar ou vender um investimento de forma a gerar caixa rápido o suficiente para pagar suas dívidas (The Investopedia team, 2021). Drehmann e Nikolaou (2013) definem o financiamento de liquidez como a capacidade de liquidar obrigações financeiras de forma imediata. Os autores descrevem, outrossim, a diferença conceitual entre o financiamento de liquidez e o financiamento de risco de liquidez. Explicam que o primeiro diz respeito à liquidez em um determinado momento, enquanto o outro trata da liquidez por um período projetado mais extenso. Segundo eles, a relevância da análise está associada à possibilidade de projeção do risco de liquidez e, portanto, de gestão do referido risco. Pastor e Stambaugh (2019) destacam, ademais, que na gestão de riscos de liquidez não se consegue, necessariamente, prever, mas sim, ao menos, facilitar a realização de hedges, permitindo também a mitigação dos efeitos de uma eventual falta de liquidez.

Já o risco de crédito é a possibilidade de perda resultante da falha do mutuário em pagar um empréstimo ou cumprir obrigações contratuais. Tradicionalmente, refere-se ao risco de um credor não receber o valor da dívida principal e os juros devidos, o que resulta a interrupção

dos fluxos de caixa e o aumento dos custos de cobrança. Quando um credor enfrenta risco de crédito elevado, ele pode e deve mitigá-lo por meio de estratégias como a cobrança de uma taxa de cupom mais alta, o que proporciona maiores fluxos de caixa. Ainda que seja difícil estimar com precisão o risco de inadimplência, a utilização de recursos adequados para fazê-lo auxilia na redução de perdas mais agudas (The Investopedia team, 2022). Frerichs e Wahrenburg (2005), ao avaliar a qualidade de modelos para a análise de risco de crédito e risco de mercado, reportam ser mais difícil fazê-lo para o primeiro em relação ao último, em função dos horizontes temporais subjacentes. A complexidade da análise de risco de crédito fica também evidente em artigo publicado por Kanapickienė et al. (2022), em que os pesquisadores verificam a influência de fatores macroeconômicos sobre o risco de crédito ao consumidor.

Fusões e Aquisições e alienação (Merge & Acquisition (M&A) and divestiture) - Fusões e aquisições (M&A) refere-se à consolidação de empresas ou de seus principais ativos empresariais por meio de transações financeiras entre empresas. Uma organização pode comprar e absorver uma outra ou fundir-se com ela para criar um novo empreendimento, adquirir alguns ou todos os seus ativos, fazer uma oferta pública de ações ou realizar uma aquisição hostil. Embora utilizados em conjunto, os termos fusão e aquisição devem ser reconhecidos como diferentes. Enquanto a “fusão” se refere às situações em que uma organização se junta a outra para formar uma nova empresa, a “aquisição” trata da compra de outras empresas por uma organização adquirente. Deve-se ainda considerar diferentes tipos de M&A: fusões, aquisições, consolidações, ofertas públicas (*tender offers*) e aquisições de ativos, (Hayes, 2022e). Cartwright e Schoenberg (2006), ao estudar trinta anos de fusões e aquisições descobrem que tais processos não são isentos de riscos para os investidores e que, em alguns casos, mesmo com ganhos de curto prazo, podem ocorrer perdas significativas nos períodos subsequentes. As fusões e aquisições, dependendo da envergadura, podem causar efeitos como a intensificação da negociação das ações das empresas envolvidas e de suas rivais nas bolsas de valores (Clancey-Shang, 2022).

A alienação pode ser parcial ou total de uma unidade de negócios por meio da venda, troca, fechamento ou falência. A alienação normalmente resulta de uma decisão da administração de interromper a operação de uma unidade de negócios por não fazer parte da competência principal de uma empresa (Chen, 2022). Os efeitos da alienação sobre o desempenho de ações é estudado por diversos pesquisadores sob variados ângulos, como forma de demonstrar os riscos inerentes ao feito para os investidores (Flickinger & Zschoche, 2018).

Iniciativas importantes (Major initiatives) - Significa quaisquer iniciativas que exijam grandes investimentos de capital, como, mas não se limitando a, redesenvolvimento ou expansão de propriedades. O risco associado a iniciativas importantes está atrelado ao fato de que, não raramente, envolvem investimentos significativos de tempo, recursos e capital, os quais podem não alcançar seus objetivos ou não produzirem os resultados desejados. Alterações nas condições do mercado, avanços tecnológicos, concorrência inesperada e mudanças nas preferências do consumidor podem contribuir para este perfil de risco (Law Insider, 2023).

Mercado (Market) - O risco de mercado abrange, em linhas gerais, o risco de perda financeira resultante de movimentos nos preços de mercado. Esse risco pode ser avaliado segundo critérios que incluem: a sensibilidade do ganho financeiro da instituição ou do valor econômico de seu capital às mudanças desfavoráveis das taxas de juros, taxas de câmbio, preços de commodities ou preços de ações; a capacidade de identificar, medir, monitorar e controlar a exposição às flutuações de preço, em função da dimensão, complexidade e perfil da instituição; a natureza e a complexidade da exposição a variações das taxas de juros decorrente de posições não comerciais e, quando apropriado, a natureza e a complexidade da exposição decorrente de operações estrangeiras (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2023).

O risco de mercado, segundo Hayes (2022b), existe em função das mudanças dos preços de bens e serviços. O autor explica que, aos desvios-padrão das mudanças nos preços de ações, moedas ou commodities, é dado o nome de volatilidade de preços, a qual pode ser avaliada em termos anualizados e expressa como um número absoluto, como \$10, ou como uma porcentagem do valor inicial, no caso, 10%.

Para Dowd (2005) o risco de mercado é o risco de perda ou ganho decorrente de mudanças inesperadas nos preços ou taxas de mercado. Segundo o autor, os riscos de mercado podem ser classificados em riscos de taxa de juros, riscos de ações, riscos de câmbio, riscos de preços de commodities e assim por diante, dependendo se o fator de risco é uma taxa de juros, um preço de ação ou outra variável aleatória. Para ele, os riscos de mercado também podem ser distinguidos de outras formas de risco financeiro, particularmente do risco de crédito e do risco operacional. Outras abordagens para a pesquisa sobre o risco de mercado incluem, por exemplo, a avaliação da influência intermercados (Baek et al., 2005).

Dinâmicas de mercado (Market dynamics) – Dinâmicas de mercado são as forças que afetam os preços e os comportamentos de produtores e consumidores em um mercado

específico. Essas forças criam sinais de precificação que resultam da flutuação da oferta e demanda por um determinado produto ou serviço. A título de exemplo, há economistas que acreditam que o corte de impostos pode estimular a demanda agregada levando à redução do desemprego (Banton, 2021).

Pessoas (People) - O risco humano refere-se ao risco de perdas financeiras e desempenho social negativo relacionados a deficiências no capital humano e na gestão de recursos humanos. Este perfil de risco abrange a incapacidade de atrair, gerenciar, motivar, desenvolver e reter recursos competentes, resultando frequentemente em erros humanos, fraudes ou outros comportamentos antiéticos, tanto interna quanto externamente à instituição (Risk Management Initiative in Microfinance (RIM), 2023).

Ativos físicos (Physical assets) – Os danos em ativos físicos podem causar perdas financeiras ou de reputação inesperadas e podem ser oriundos de desastres naturais ou outros eventos (Open Risk Academy, 2023b).

Planejamento e alocação de recursos (Planning and resource allocation) – Planejamento é a programação de tarefas e dos recursos necessários para executá-las, podendo estes últimos serem definidos como qualquer pessoa, material ou equipamento necessário para a execução da atividade planejada. Dentre os riscos associados a esta categoria, é possível citar a alocação inadequada de recursos e o subdimensionamento do prazo necessário para o desenvolvimento de tarefas (Projectmanagement.com, 2016)

Regulatórios (Regulatory) - Risco regulatório é o risco de que uma alteração na legislação e regulamentação impacte materialmente um título, negócio, setor ou mercado. Uma possível consequência dessas mudanças é o aumento dos custos operacionais de uma empresa. Outras, igualmente relevantes, são a redução da atratividade de um investimento ou a modificação do cenário competitivo em um setor empresarial específico. Em alguns casos, as mudanças regulatórias podem inviabilizar determinados modelos de negócio (Hayes, 2022d)

Vendas e marketing (Sales and Marketing) – Nas áreas de marketing e vendas, os principais riscos derivam das oscilações na demanda e participação de mercado (Cook & Page, 1987).

Cadeia de fornecimento (Supply chain) - A cadeia de suprimentos constitui uma rede de indivíduos e empresas envolvidos na criação e entrega de um determinado produto ao

consumidor. Envolve desde os produtores de matérias-primas até os veículos para a entrega final (Hayes, 2023). A cadeia de fornecimento oferece riscos que podem afetar a viabilidade do negócio, que incluem variáveis tais como a interrupção no fornecimento de matérias-primas, atrasos no fornecimento de materiais e equipamentos e a interrupção das linhas de produção.

Impostos (Taxes) – O objetivo da gestão de riscos fiscais é evitar custos tributários desnecessários, ao mesmo tempo que promover a conformidade com os requisitos legislativos. (KPMG, 2023).

8.4.5 Segunda entrevista – Diretor de banco digital

A segunda entrevista foi realizada junto ao diretor de recursos humanos de banco digital que passou por processo de IPO. O entrevistado também foi responsável por operação de venda de certa empresa à instituição financeira que o emprega, em processo que denominou de “acquire”, no qual uma empresa adquire outra somente em função dos recursos humanos que esta última possui (Neto & Uize, 2023).

No princípio da entrevista esclareceu que: “*Os dois principais custos que o banco tem hoje são infraestrutura e folha de pagamento.*” (Douek, 2022b, l. 7). O entrevistado explicou, ademais, que considera como parte da infraestrutura os servidores remotos terceirizados e que “*Acho que nós somos um dos grandes contratos que a empresa “X” tem no mundo.*” (Douek, 2022b, l. 11). O indagado informou, ainda, que a base de clientes foi majorada em aproximadamente 150% se comparada à projeção feita para determinado período, fazendo com o que a empresa “X” exigisse uma renegociação do contrato.

A entrevista seguiu, sem antes o entrevistado indicar que, não obstante pudesse contribuir com seu conhecimento sobre a operação em função da posição que ocupa, não seria a pessoa mais qualificada para responder aos questionamentos, mas que poderia indicar outro colaborador da empresa, que, segundo ele, “*poderá prover mais detalhes sobre o tema da pesquisa*”. A entrevista com o indicado é detalhada no capítulo 8.4.6.

Feita a ressalva acima, prosseguiu explicando que a organização focou inicialmente na aquisição de empresas de tecnologia, depois de produtos e, finalmente, “*adjacentes ao que a gente já faz*” (Douek, 2022b, l. 56). Sobre a aquisição de ativos imobiliários, expos a visão da alta gestão: “*prédios, não quero saber de prédios...*” (Douek, 2022b, l. 58). Acrescentou que, possuindo operações no Brasil e no exterior, a estratégia do banco é de contar com a equipe não

fisicamente centralizada. Sobre os escritórios físicos explica que utilizam: “*São simplesmente para que a equipe possa trabalhar colaborativamente.*” (Douek, 2022b, l. 58). Ainda comentou que “*a intenção não é que os espaços acompanhem o crescimento da empresa.*” (Douek, 2022b, l. 59).

Indagado sobre o alinhamento das questões de governança ambiental, social e corporativa, mais conhecido pela sigla em inglês, ESG, com as variáveis de estratégia imobiliária, respondeu informando que a área havia sido organizada há cerca de nove meses, deixando claro que se tratava de área recente no banco. Em seguida acrescenta que o “*lado que mais vê ações em ESG estão voltadas para ações sociais.*” (Douek, 2022b, l. 113)

8.4.6 Terceira entrevista – Gestor de RI de banco digital

O entrevistado, responsável pela área de relação com investidores (RI) de banco digital de capital aberto, questionado sobre a visão dos investidores no que tange à gestão dos ativos imobiliários, iniciou suas contribuições destacando a necessidade de focar no coração do negócio e não em outras atividades que, segundo a interpretação de suas falas, seriam secundárias:

"Qual é a perspectiva geral do investidor? Essa perspectiva reflete muito a estratégia de negócios da empresa ou do gestor da empresa. Quanto mais distante a empresa está de seu core business, que possui um significado amplo, maior é a probabilidade de cometer erros. Muito maior. Portanto, é fundamental que, ao tomar decisões, a empresa esteja focada no que se propõe a fazer, seja como prestadora de serviços para seus clientes ou no core business de seu negócio. Esse deve ser o ponto central da alocação de capital." (Douek, 2022c, l. 104).

Destacando que a utilização de data centers de terceiros é uma decisão estratégica em função da capacidade tecnológica que exigem, informou:

"Então, por exemplo, o negócio do banco não é construir data centers, que possuem níveis ótimos de utilização de energia. Isso é uma despesa de pesquisa e desenvolvimento de décadas. Você

imagina quanto a Microsoft gastou em pesquisa e desenvolvimento para chegar a um datacenter que eles enterrarão no Polo Norte para economizar energia? É um empreendimento monumental construir isso e uma inteligência de negócios, uma inteligência de desenvolvimento tecnológico que leva anos para ser construída; ela é cara para ser mantida e competitiva. Isso representa uma despesa de pesquisa e desenvolvimento ao longo de décadas. Você imagina quanto a Microsoft gastou em pesquisa e desenvolvimento para chegar a um datacenter que eles enterraram no Polo Norte para economizar energia?

Isso não é o core business do banco. O core business do banco é fazer o aplicativo funcionar para o cliente com um serviço de qualidade, a um preço simples, com uma experiência simples e intuitiva." (Douek, 2022c, l. 106).

Na descrição do entrevistado, a utilização de um data center próprio seria um “desperdício de energia” (Douek, 2022c, l. 119) uma vez que “*estaria desviando o foco de desenvolvimento de produtos*” .

Para explicar também por que a alocação em ativos imobiliários ao invés do negócio não é conveniente, informou:

"Nossa carteira de crédito opera com um nível de retorno semelhante ao do cartão de crédito, alcançando um retorno de investimento (ROI) de 80% ao ano. Além disso, ela apresenta uma velocidade de giro muito alta. Em apenas 8 semanas, a carteira de cartão de crédito é liquidada, iniciando um novo ciclo. Em vista disso, não seria lógico alocar o capital do negócio em um imóvel de grande porte, cujo retorno esperado seria apenas a inflação acrescida de algum ganho adicional." (Douek, 2022c, l. 129)

No entanto, em contrapartida às informações até então compartilhadas, informou que nem todas as decisões imobiliárias são racionais: *“Existem decisões emocionais, é quase que a decisão emocional de você ser o dono da sua casa.”* (Douek, 2022c, l. 153). Também afirmou:

“Eventualmente, as empresas investem em centros ou hubs que são considerados relevantes, pois é altamente complexo desenvolvê-los em parceria com terceiros, o que poderia resultar em um passivo de aluguel prolongado. No entanto, é importante destacar que essa alocação de capital para tais empreendimentos costuma ser relativamente pequena.” (Douek, 2022c, l. 157).

Outrossim, ao avaliar empresas como Apple ou Google quanto à representatividade de seus ativos imobiliários no balanço, afirmou que estes *“nada representam”* (Douek, 2022c, l. 169).

Quando submetido a indagação sobre o tratamento dado pelo investidor à gestão de ativos imobiliários de determinada empresa, elaborou a seguinte diferenciação:

“É muito diferente de uma empresa familiar, que foi o caso das empresas que você provavelmente mencionou no contexto de companhias abertas. Uma empresa listada em bolsa não tem essa narrativa (referindo-se a justificativas pessoais para manter os ativos imobiliários). Mesmo que ela tenha um acionista controlador, ela conta com diversos acionistas minoritários, que também são proprietários, possuindo os mesmos direitos econômicos que o controlador.” (Douek, 2022c, l. 227)

“No final das contas, a racionalidade extrema prevalece no fim do dia, e é necessário justificar ocasionalmente qualquer desvio dela. Se você deseja adotar uma estratégia diferente, será preciso explicar claramente a lógica por trás dessa mudança.” (Douek, 2022c, l. 231)”

Exemplificou esta última afirmação com os seguintes dizeres: *“...eu optarei por manter esses imóveis, pois o Brasil está passando por um momento desafiador. Se eu os vender todos*

de uma vez, enfrentarei um desconto significativo em comparação ao interesse dos acionistas.”
(Douek, 2022c, l. 233)

Sobre a expectativa dos investidores para aplicar recursos financeiros em empresas de capital aberto, informou: *"Quando uma empresa é de capital aberto, os investidores estão constantemente examinando seu balanço e modelo de negócios em busca de maneiras de desbloquear valor, uma expressão frequentemente utilizada por eles."* (Douek, 2022c, l. 239). O entrevistado forneceu, ainda, exemplos:

"...aquele imóvel que está registrado no balanço daquela empresa há 50 anos, o reconhecimento desse ativo é necessário a custo. Não pode ser atualizado. O investidor fica desconcertado com tal situação, pois se ele opta por vender, terá que reconhecer um ganho acumulado de 50 anos. Imagina só. Esse montante pode então ser reinvestido no negócio ou distribuído aos acionistas por meio de dividendos. Ao analisar essas informações, é a primeira coisa que o investidor procura entender. Forneça-me uma boa justificativa para a permanência desse ativo no balanço, caso não tenha uma utilização ótima. E, observa-se que até mesmo no universo bancário, mais pragmático, se eu puder usar essa palavra, há duas ou três décadas atrás, diversos bancos começaram a adotar a prática conhecida como sale lease back, visando retirar determinados ativos do balanço." (Douek, 2022c, l. 243).

Relembrando movimento contábil adotado por diversos bancos, acrescentou:

"Na época, a regra contábil permitia essa prática. Hoje em dia, não é mais possível, pois um leasing prolongado mantém o ativo como fixo. Naquela época, o “guidance” não era tão claro. Muitos o faziam para continuar utilizando o imóvel, mas desejavam liberar capital para reinvestir no negócio. Assim, retirava-se o capital regulatório do imobilizado, e os bancos acumulavam um patrimônio gigantesco devido às agências e aos imóveis tomados de seus clientes, tanto corporativos quanto

peças físicas. Os cinco maiores proprietários de imóveis do Brasil são os principais bancos."(Douek, 2022c, l. 265).

O informante destacou, em seguida, que as vantagens contábeis da desmobilização de ativos foram inibidas pela nova legislação contábil, o que, ainda assim, não impediu movimentos na mesma direção:

"Porque agora você não pode mais baixar o balanço pelo guia contábil, mas ainda assim observa-se uma significativa retração nos imóveis utilizados, muito em função do modelo de negócio, certo? Menos agências" (Douek, 2022c, l. 281)

Abordando o tema da importância da divulgação de dados sobre a gestão de ativos imobiliários em IPOs em comparação às empresas com o capital já aberto, o informante apresentou a seguinte perspectiva:

"A única coisa que consigo imaginar, David, que seria relevante no contexto de um IPO seria se houvesse um uso significativo dos recursos para móveis ou ativos fixos em geral." (Douek, 2022c, l. 295)

Entretanto, ofereceu o seguinte contraponto:

"É, mas, no geral, as companhias não são muito explícitas sobre como vão intencionalmente utilizar os "proceeds" do IPO, pois o cenário econômico pode mudar. Em seis meses, houve mudanças significativas para nós, fazendo referência ao IPO da nossa própria empresa."(Douek, 2022c, l. 299).

Detalhando mais minuciosamente a abordagem para o "use of proceeds", acrescentou:

"Sim, mas em geral, as empresas não são muito específicas intencionalmente sobre como vão utilizar os recursos do IPO devido às mudanças no cenário econômico. Em seis meses, houve uma mudança significativa para nós (referindo-se ao IPO da própria empresa)." (Douek, 2022c, l. 303).

No entanto, destacou situações particulares em que é necessário explicitar melhor a intenção da organização:

"Mas se a intenção fosse realizar uma captação, por exemplo, para construir um data center gigantesco no Brasil, internalizaríamos todos os detalhes no banco. Sim, isso seria algo que os advogados, por exemplo, nos obrigariam a incluir no prospecto, pois representa uma parcela significativa dos recursos que, antes do IPO, já sabemos que serão destinados a esse fim. Portanto, seríamos obrigados a fazer a divulgação."
(Douek, 2022c, l. 309)

Salientando a importância dos aspectos normativos americanos em comparação ao brasileiro, reportou: *"pelo menos pelo guidance norte-americano que é mais hard teria que dar um bom "disclosure" para estas coisas (investimentos em ativos imobiliários relevantes)."*
(Douek, 2022c, l. 321)

Em consonância com a expectativa oriunda da primeira entrevista, confirmou:

"...mas fora isso, a menos que em cenários muito específicos, não me recordo de nenhum caso, exceto em empresas do setor imobiliário. Não é algo que os investidores ou reguladores costumem focar." (Douek, 2022c, l. 329)

Ao minimizar a importâncias das informações para os investidores asseverou: *"(as informações relativas aos ativos imobiliários) fazem parte das DFs (disclosure forms). Se for relevante no balanço, eventualmente, vai ter um procedimento mais restrito de auditoria, de impairment¹² ."* (Douek, 2022c, l. 335).

¹² Em contabilidade, o *impairment* é uma redução permanente no valor de um ativo de uma empresa. Pode ser um ativo fixo ou um ativo intangível. Ao testar um ativo para *impairment*, o lucro total, o fluxo de caixa ou outros benefícios que podem ser gerados pelo ativo são periodicamente comparados com o seu valor contábil atual. Se o valor contábil do ativo exceder o fluxo de caixa futuro ou outros benefícios do ativo, a diferença entre os dois é baixada, e o valor do ativo diminui no balanço patrimonial da empresa (Tuovila, 2023).

Relatou que, de seu ponto de vista, a sede não tem papel relevante para a operação da instituição financeira e aduziu que os investidores não esperam que uma parte expressiva dos recursos captados sejam investidos em ativos imobiliários para a própria operação, pois suas expectativas estão direcionadas às operações de crédito realizadas pelo banco, core business da empresa.

No que tange ao seu papel na abertura de capital do banco, relatou que fora contratado para fazer o alinhamento entre as áreas da instituição, com os outros bancos e com os consultores externos.

Ao ser indagado sobre a priorização de fatores decisórios por parte dos investidores, explicou:

"O investidor não é uma entidade única. Ele não é uniforme. Dependendo do tipo de investidor, ele irá analisar diferentes aspectos com mais ou menos ênfase. Por exemplo, o 'investidor de valor', como costumam chamá-lo, foca bastante no preço da ação. Se o preço da ação estiver descontado em relação ao valor intrínseco do negócio, ele investe mais em empresas onde essa diferença é maior." (Douek, 2022c, l. 463).

A respeito de outras espécies de investidores, relatou:

Sim, mas também existem outros tipos de investidores que estão de olho, por exemplo, no crescimento do negócio. Por exemplo, o investidor de venture capital consegue projetar o retorno dele para daqui a 5, 10 anos. Ele está observando o volume de produtos que você lançará e a expansão de mercado durante o período de vigência do fundo dele." (Douek, 2022c, l. 487).

Reportou outro perfil de investidores, citando os que somente aplicam recursos em empresas que observem aspectos de governança ambiental, social e corporativa. Destacou, nesta última linha de raciocínio, que há diversas formas de segmentação para a decisão de investimento, mas que, entretanto, o que todos “no final das contas estão olhando, é retorno para o acionista.” (Douek, 2022c, l. 497).

Questionado sobre a utilização do perfil de gestão imobiliária da empresa como proxy da qualidade do investimento, informou que isso depende, em primeiro lugar, do perfil do negócio, salientando que “*cada companhia vai ter uma métrica específica*” (Douek, 2022c, l. 539)..

Ressaltou, ademais, o perfil de empresas que podem ou não contribuir com a pesquisa em função do foco dado por cada uma na realização de suas atividades:

"Eu não acredito que qualquer investidor institucional, por exemplo, dos que temos, agregaria valor nesse aspecto (gestão imobiliária). Eu olharia mais para investidores de grandes fundos imobiliários que possuem essa abordagem, como os grandes fundos imobiliários listados em bolsa com gestão ativa, como o Credit Suisse Hedging Griffo, por exemplo. Eu acho que eles teriam uma abordagem de gestão de ativos fixos excepcional. Os investidores em ações, não." (Douek, 2022c, l. 651).

8.4.7 Quarta entrevista – Advogado de área de investimento

A quarta entrevista foi conduzida junto a responsável de renomado escritório de advocacia, recomendado pelo gestor da área de investimentos da instituição financeira objeto da entrevista anteriormente relatada (capítulo 8.4.6), em virtude de sua experiência e de seu conhecimento.

Após a contextualização do objetivo da pesquisa, o respondente iniciou sua fala descrevendo sua participação em processo de abertura de capital de empresa que identificou a necessidade de colocar seus ativos imobiliários fora do objeto do processo de IPO:

"Vou comentar algumas coisas, e acho que o primeiro ponto, pelo menos quando penso em empresas que possuem ativos imobiliários relevantes, é que, obviamente, a ação a ser tomada depende muito do ramo da empresa, certo? Por exemplo, quando trabalhei no IPO de um grande varejista, antes da realização do IPO, todos os imóveis eram de propriedade da empresa. Houve uma discussão extensa sobre se fazia sentido realizar o IPO como uma empresa com ativos imobiliários ou sem, e chegou-se à conclusão de que a gestão de ativos imobiliários é um negócio

diferente da gestão de um atacadista ou varejista. Portanto, incluir ativos imobiliários dificultaria a precificação e a própria atuação da companhia. A decisão tomada foi realizar uma reorganização para que os ativos imobiliários ficassem fora da companhia.” (Douek, 2022d, l. 131).

O entrevistado acrescentou descrição de situação que considera típica para processos de IPO: *“A companhia tem (um imóvel), mas ela acaba alugando os imóveis de terceiros ou às vezes do próprio controlador ou de alguém do grupo que o faz (alugar os imóveis para a empresa).” (Douek, 2022d, l. 147)*

Reportando aspectos legais sobre a obrigatoriedade ou não de divulgar dados sobre ativos imobiliários, explicou que no prospecto de investimento não existe tal imposição, mas que há dados exigidos para o formulário de referência:

“...falando agora um pouco sobre os “disclosure” obrigatórios, não é? O que precisamos apresentar atualmente, seguindo as regras? Efetivamente, no prospecto, não há informações sobre ativos imobiliários. No formulário de referência, há um item específico que solicita que você forneça detalhes sobre seus ativos imobiliários relevantes, mesmo que sejam alugados. Portanto, é necessário indicar o ativo, seu endereço, e se é de propriedade da companhia ou alugado. Essa é a única divulgação obrigatória em relação aos ativos imobiliários.” (Douek, 2022d Linha 149).

Asseverou que a divulgação de outros pontos acerca dos ativos imobiliários da empresa que não aqueles obrigatórios dependerá da relevância atribuída pelo próprio estabelecimento, nos seguintes termos:

“Então a empresa se pergunta: o que eu divulgo em um documento se nada me pede? Aí é um pouco, acho, que é o que a gente estava comentando, que há uma avaliação de relevância.

Você pega uma companhia e pergunta: para ela, a gestão dos ativos imobiliários é algo relevante?" (Douek, 2022d, l. 159)

Detalhou seu raciocínio, citando exemplo:

"Eu participei do IPO de uma empresa do setor de serviços digitais. Se você olha para o negócio dessa empresa, eles não possuem imóveis. Alugam tudo, e mesmo que aluguem, acredito que sejam um ou dois imóveis, pois trata-se de um negócio tão digital que não necessitam de propriedades físicas." (Douek, 2022d, l. 170).

O entrevistado explicou que a ausência de informações acerca dos ativos imobiliários e/ou sua gestão no prospecto de investimento se deve à falta de representatividade daqueles na estrutura da empresa, salientando que o conteúdo de tal documento será definido sempre com base na relevância dos dados a serem comunicados:

"Para o formulário, o prospecto e documentos da oferta, o que escrever sobre ativos imobiliários ou mesmo a gestão? Às vezes, não se escreve nada. A questão que surge é se é necessário ou não.

Durante o processo, para entender o que é relevante para a companhia, realizamos nossa diligência. Enviamos uma lista abrangente para a empresa, incluindo todas as áreas, como imobiliário, certidões, processos, a parte financeira, a parte contratual. Examinamos e lemos tudo, identificando o que é relevante. Por exemplo, se a empresa tem sua sede em um local de terceiros e o contrato está prestes a vencer, precisamos destacar isso como um fator de risco.

Falando sobre a possibilidade de a empresa ter que se mudar, pois não controla o local e o proprietário pode decidir não renovar, isso pode representar um gasto significativo para a empresa. Nossa avaliação é sempre baseada nessas considerações." (Douek, 2022d, l. 175).

Ponderou que os prospectos de investimento devem reportar claramente a existência de eventuais riscos, caso sejam identificados problemas, inclusive potenciais, relacionados à documentação exigida para a operação da empresa em determinado imóvel:

"Para uma empresa como a Vale, por exemplo, se identificarmos nos principais locais de atuação dela a ausência de certidões ou do AVCB (Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros), também incluímos um fator de risco no documento, alertando que nem todas as certidões estão em dia. Isso pode ter um impacto material para a companhia." (Douek, 2022d, l. 187).

Sobre aspectos mais amplos da gestão imobiliária e a respectiva necessidade de divulgação dos dados, ponderou:

"Efetivamente, a questão da gestão desses ativos imobiliários só entraria em um documento como esse (prospecto de investimento) se fosse uma companhia, por exemplo, controladora de empreendimentos imobiliários ou alguma empresa de incorporação. Nesse caso, acredito que sim, se passasse por nós, solicitaríamos a inclusão, principalmente porque há seções que descrevem o negócio, onde é necessário abordar como é feita a gestão, as projeções de crescimento, a visão de mercado, e nesses casos, sim, seria pertinente incluir essas informações." (Douek, 2022d, l. 187).

Segundo o entrevistado, a razão para a ausência de informações mais detalhadas sobre a gestão imobiliária nos prospectos de investimento é a percepção da CVM sobre a (ir)relevância do respectivo conteúdo:

"A falta de regulação específica exigindo a divulgação desse aspecto, a gestão imobiliária, provavelmente decorre do entendimento da CVM de que, para algumas empresas, isso não é relevante. Assim, a responsabilidade é mais direcionada à companhia para que avalie, análise e tome a decisão sobre a relevância dessa informação para ela. Se optar por incluir, ótimo. Se não incluir e algo der errado por esse motivo, um

investidor pode questionar, argumentando que não foi devidamente informado sobre esse ponto relevante. Nesse caso, a CVM parece permitir que as empresas usem seu critério na tomada de decisões quanto à divulgação." (Douek, 2022d, l. 193)

Especulou sobre possível contribuição desta tese para a regulamentação do mercado de capitais imposta pela CVM, no que tange à divulgação de dados sobre a gestão imobiliária:

"Acho que o interessante na sua tese é ponderar: será que a CVM não deveria impor alguma obrigação para abordar algum aspecto específico? Mesmo que algumas empresas possam justificar-se dizendo: 'Eu não apresento porque para mim é irrelevante', ao invés da regra ser 'não presente'. A proposta seria apresentar sempre, com a exceção de casos em que a informação seja considerada irrelevante." (Douek, 2022d, l. 203).

Para operações de abertura de capital de empresas proprietárias de imóveis, o entrevistado informou que, em casos recentes, as organizações separam os ativos imobiliários da operação do negócio, criando fundos de investimento imobiliário, os quais, por sua vez, alugam os ativos aos novos detentores da operação principal.

Explicando os procedimentos de análise de risco, utilizando como exemplo uma empresa do setor varejista em processo de abertura de capital, o informante explicou que tomaria como base, em primeiro lugar, o prospecto de investimento de outra empresa que já o tivesse feito. Além deste ponto descreveu os seguintes passos:

"Eu utilizaria, como ponto de partida, os fatores de risco de outra empresa do varejo, uma vez que sei que se trata de um negócio semelhante, já analisado por muitos bancos, inclusive pela nossa equipe. Assim, tomo esses fatores como referência e os ajusto conforme necessário. Em seguida, passo a examinar as peculiaridades que imagino existirem na empresa em questão.

Por exemplo, se percebo que a empresa de referência não era proprietária de seus próprios imóveis, mas a organização que

estamos analisando é, começo a considerar a possibilidade de problemas nesses imóveis. Nesse caso, é necessário examinar detalhadamente a gestão, incluindo processos de aquisição, venda, entre outros, e elaborar observações pertinentes. Outro ponto, de natureza mais jurídica, é verificar durante a diligência não apenas a posse dos imóveis, mas também se a empresa possui todas as certidões e licenças necessárias. Caso contrário, incluo isso como mais um fator de risco.

Com o documento elaborado, envio-o à empresa para validação do conteúdo. Após a avaliação da companhia, o documento é enviado a todos os bancos emissores e aos seus respectivos advogados. Estes últimos também analisam os documentos e fornecem seus comentários caso identifiquem algum risco não mencionado."(Douek, 2022d, l. 273).

Explicando a estrutura jurídica normalmente envolvida com o processo de avaliação e validação do documento, informou:

"No final do dia, o documento é elaborado inicialmente pelos advogados brasileiros da companhia. Esse texto passa por uma revisão interna da própria empresa, pelos assessores estrangeiros que a acompanham (geralmente, um escritório internacional), pelos sindicatos dos bancos envolvidos na oferta, pelos advogados brasileiros e pelos advogados americanos desses bancos. Além disso, ocasionalmente, pode haver um advogado separado representando algum acionista vendedor, o que adiciona mais uma camada de revisão ao processo, com um conjunto adicional de pessoas examinando o documento." (Douek, 2022d, l. 301).

Ao ser exposto à visualização do processo de IPO caracterizado pela PWC (2022) o informante detalhou que os processos no Brasil e nos Estados Unidos apresentam diferenças, tanto de conteúdo quanto de prazo. O prazo estimado pela PWC em 18 meses, segundo o entrevistado, pode variar: *"Eu estou vendo aqui que esse é um processo com as premissas da*

SEC. Possui diferenças não só de prazo, mas como as agências reguladoras enxergam.” (Douek, 2022d, l. 327).

Questionado sobre o tempo necessário para organizar um IPO e, em especial, sobre alguma alteração sobre a conformação de propriedade dos ativos imobiliários da empresa, o entrevistado reportou que as eventuais extensões de prazo estão mais atreladas às negociações entre os envolvidos que às formalidades do processo:

“...essas decisões, geralmente, acabam demandando um pouco mais de tempo, às vezes um pouco menos, mas não por questões do processo em si, mas devido a discussões negociais, como o que será incluído, o que será excluído, e para onde os recursos serão direcionados, entre outros pontos. Porque, em última análise, em uma operação padrão como essa, onde é necessário realizar uma cisão¹³ e transferir para outra entidade, honestamente, antes mesmo de iniciar um processo de abertura de capital, todos os acionistas já estão alinhados. Então, no Brasil, pelo menos, é possível concluir isso em um dia. Quanto ao lado do ato societário, você o prepara, lista o que está sendo transferido e para quem está sendo transferido...” (Douek, 2022d, l. 345).

Sobre a opção de executar uma cisão, acrescentou que, a depender da organização da empresa, o prazo do IPO pode sofrer interferência:

“É uma ata de assembleia, que você nem precisa convocar, porque terá 100% dos acionistas presentes. O que leva tempo é a parte dos auditores, pois você precisa de um laudo de avaliação

¹³ “A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a cisão (artigo 229 da Lei 6.404/1976).” (Portal tributário, 2023)

do acervo cindido¹⁴.. Isso parece demorar um pouco, em torno de 30 dias, às vezes até um pouco mais. Isso depende muito também da quantidade de ativos que você está retirando e se já passou por uma auditoria. Se não foi auditado, o que acaba retardando um pouco o processo é mais essa questão dos laudos que uma empresa especializada precisa realizar. Uma vez feito isso, é uma ata que você protocola na junta e a cisão está concluída, já incorporada na outra.” (Douek, 2022d, l. 351)

Em seguida, explicou o impacto que esses procedimentos burocráticos podem causar no IPO, citando que, por exemplo, o momento da cisão em relação à data de abertura de capital pode gerar demandas adicionais que impactam no prazo total:

“Qual que é um reflexo disso para uma oferta? Vamos supor que você vai fazer uma oferta, você vai dar entrada na CVM com números de 30 de junho e aí, na sequência, você, faz a cisão entre 31 de dezembro desse ano e 30 de junho, o que acontece é que, se essa cisão ocasionar um efeito material adverso¹⁵, que é um negócio subjetivo, que a administração com os auditores têm que avaliar, mas se isso causar, não um efeito adverso, mas um efeito material na estrutura patrimonial do emissor pós o final do ano anterior, ou seja, pós a demonstração financeira anual, a CVM exige que você faça uma auditoria de pelo menos uma

¹⁴ A título de exemplo, no laudo do acervo a ser cindido da empresa Iberdrola Energia do Brasil Ltda., o objetivo da cisão “era suportar a cisão parcial da Empresa na qual os ativos e passivos cindidos serão vertidos na controlada Elektro Eletricidade e Serviços S.A.” (Ernst & Young Terco, 2012)

¹⁵ “Efeito material adverso” significa qualquer ato, fato, mudanças e/ou eventos capaz de atingir os negócios, resultados das operações, passivos, ativos, condições financeiras da Sociedade Alvo, afetando sua capacidade de receita e/ou causar perdas substanciais aos investidores ou a uma das partes que esteja negociando a fusão e aquisição da sociedade” (Rosa, 2021).

demonstração pós esse evento societário, então isso pode virar um atraso no processo do IPO, porque aí você precisa pedir para auditor eventualmente auditar o seu trimestral. E aí, isso demora um pouco e aí acho que, para fins da oferta, ainda tem mais uma coisa que é quando você apresentar no documento, você vai discutir o que os três últimos exercícios e o trimestre mais recente. Se você fez a cisão no momento posterior ao trimestre mais recente, provavelmente você vai ter que apresentar um pro forma¹⁶ para mostrar para o investidor como seriam aqueles números, todos você está apresentando se a cisão tivesse acontecido antes para ter uma visão correta da companhia, porque você já está vendendo para uma companhia sem aqueles ativos, só que as demonstrações está usando, não refletem isso, Então é esse tipo de impacto que acaba atrasando um pouco quando você tem essas operações. Agora, não é obrigatório. Se você faz essa cisão em novembro e você entra com o processo de IPO em março com os números de dezembro, a sua DF (demonstrações financeiras) anual, ela já foi auditada, já está refletindo a cisão, então você não tem muito prejuízo nisso você consegue fazer um processo super-rápido.” (Douek, 2022d, l. 357).

Questionado sobre a importância da avaliação de risco no processo de abertura de capital, pontuou:

“Ele é uma das seções mais importantes mais importantes do documento (prospecto de investimento), é uma das que a gente mais discute e os próprios bancos, né, que ajudam a fazer o

¹⁶ Os demonstrativos financeiros pro forma são utilizados para evidenciar aos investidores o impacto de uma transação, caso ela tivesse ocorrido em período anterior (Diniz, 2014).

“valuation” e a chegar no ranking de preço, eles consideram muito quais são os riscos. (Douek, 2022d, l. 411)”

Acrescentou à resposta dados sobre a abordagem da CVM no que tange à divulgação dos riscos:

“...que é que eu acho que, na prática, prejudica demais, é o que a CVM vem tentando alterar. No Brasil, o pessoal tem uma visão que é verdadeira que a parte da sessão fatores de risco é como se fosse uma bula de remédio. Então ele fala assim: escreve tudo o que você puder, nossa, tem risco de marciano cair, explodir o lugar... Eles colocam lá, porque se acontecer, eu avisei (o investidor). Estou protegido. Então, quando você pega essas seções de fatores de risco, elas têm quarenta páginas. Ninguém vai parar para ler quarenta páginas com todos os milhares de risco naquela minúcia máxima. E se você olha assim, tem riscos que entram nos documentos desde, sei lá, 2001. (Citando como exemplo) Risco Brasil... Só que, assim, ninguém apaga o que veio antes. Todo mundo só vai adicionando informação e aí, quando vem o próximo, nem experimente tentar mudar porque se você tentar tirar esse fator de risco, o pessoal, vai olhar estranho e falar, mas sempre tá, será que é bom a gente tirar? E se acontece alguma coisa? Então você vai só adicionando. Assim, tem muitos fatores mega relevantes ali, mas eles estão perdidos no meio dos outros, não é?” (Douek, 2022d, l. 411)

Fazendo referência ao novo formulário de referência exigido pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2023a), a partir de 2023, citou:

“...uma das maneiras que a CVM tentou endereçar isso é que ela pede para a companhia colocar por ordem de relevância os fatores de risco. Então, deveria o primeiro que está lá ser o mais relevante, daí você poderia ler só os primeiros, mas não é o que as companhias fazem. Então um movimento que já aconteceu nos Estados Unidos e que aqui CVM quer começar aqui é de enxugar

essa sessão. Tira tudo lá que não é relevante, o que é risco comum para qualquer empresa que atua no Brasil não precisa estar lá... na nova minuta, pede (para descrever) o que é (referindo-se aos riscos) mais relevante mesmo.” (Douek, 2022d, l. 447)

Ao ser indagado sobre a existência de métricas para avaliar o impacto dos riscos, informou que há riscos “*difíceis de calcular*”, como os danos à imagem, por exemplo (Douek, 2022d, l. 463). Explicou, também, que deixar explícitos os números referentes à expectativa de perdas, pode ser prejudicial à empresa, por expor a alocação financeira destinada às questões jurídicas:

“Ninguém coloca o número, até porque tem um outro lado também. Mesmo uma estimativa, que é tudo o que você coloca no documento, você está vendendo e você está estipulando. Então vamos supor que eles estabelecem a estimativa deles em 15% de redução no faturamento, mas, por conservadorismo, adotam 20% no documento. Aí acontece tudo (algum problema que dê origem à perda) e eles perdem 25%. Aí eles abriram um espaço para um processo.” (Douek, 2022d, l. 493).

Explicou, ainda, que quando é considerado fácil quantificar o risco, os bancos adotam um número para tanto, o que não ocorre quando em situações de riscos imensuráveis (Douek, 2022d, l. 493). Por outro lado, também contou que a divulgação de números precisos do risco calculado pode se tornar um problema no caso de processos judiciais relevantes movidos em face da companhia (Douek, 2022d, l. 495), assim justificando:

“...você precisava colocar qual é o processo, quais são as partes, um resumo do que está sendo discutido, e qual é a probabilidade de perda dada pelos advogados patrocinadores e quanto que a companhia tem provisionado para aquela ação. O que que aconteceu? As companhias ficaram malucas porque, às vezes, há vários processos cujo risco de perder é real, então (o risco) é 50%, mais ou menos, e eu (a empresa) fiz uma provisão para tu não tomares um impacto no futuro. Agora, se eu incluo esta informação no meu documento o outro lado já sabe o quanto eu

estou disposto a pagar. Olha o prejuízo que isso pode trazer para o melhor interesse da companhia. E aí, a CVM, depois, chegou no entendimento de que cortou essa divulgação. O que você precisa fazer é qual o valor total provisionado para todos os processos que você fala lá e você não individualiza. Assim, você tem uma ideia de quanto a companhia está provisionando, mas você não entrega toda a informação para a outra parte de forma a permitir um acordo forçado.” (Douek, 2022d, l. 530)

Sobre a divulgação ou não de dados estratégicos da gestão de ativos imobiliários no que tange ao posicionamento de empresas concorrentes, esclareceu:

“a partir do momento que os ativos imobiliários são estratégicos para companhias são importantes em um contexto de um IPO, você não pode deixar de falar, você é obrigado, porque que acontece aqui do nosso lado, dos escritórios de advocacia. A companhia, ela tem a obrigação de assinar uma declaração com base no artigo 56 da instrução 400 (da CVM). Na declaração, é relatado que foi feita uma diligência, contratados bancos, contratados advogados e com isso é afirmado que não tem nada relevante da companhia que não esteja no documento, ou seja, não tem nenhuma omissão relevante e nem tem nenhuma informação material apresentada de forma incorreta. Então, se você não divulga um plano estratégico importante da companhia de crescimento, tem uma omissão relevante.” (Douek, 2022d, l. 585).

O escritório de direito responsável, também assinou documento corroborando a idoneidade do processo, conforme declaração anteriormente mencionada (Douek, 2022d, l. 597).

Citando a Havan S.A. como referência, explicou que se a empresa pretende abrir novas lojas, deve apresentar tal dado no prospecto, até porque, se não o fizer, “*perde no valuation*” (Douek, 2022d, l. 620).

Informou existirem investidores “*de varejo*” e investidores “*profissionais*” (Douek, 2022d, l. 621), sendo que, para estes últimos, a empresa será apresentada nos “*roadshows*”. Nestes eventos, não é possível divulgar mais dados além daqueles já incorporados ao prospecto de investimento, segundo imposição da CVM, uma vez que o intuito é eliminar a assimetria de informação entre investidores institucionais e varejistas.

8.4.7.1 Atacadão

Com base nos comentários do entrevistado, consultou-se o prospecto de investimento final do Atacadão. No referido documento, foi identificado o reporte de riscos relacionados à gestão dos ativos imobiliários, sendo oportuno destacar os principais: os riscos relacionados aos registros, autorizações, licenças e alvarás para a instalação e a operação das nossas lojas e centros de distribuição e os riscos relacionados à dificuldades na abertura e desenvolvimento das lojas atuais e futuras lojas, galerias e shopping centers. Sobre os primeiros, informam:

“Enfrentamos riscos relacionados aos registros, autorizações, licenças e alvarás para a instalação e a operação das nossas lojas e centros de distribuição. Dependemos de vários registros, autorizações, licenças e alvarás federais, estaduais e municipais, além de Autos de Vistoria do Corpo de Bombeiros, relacionados à operação e a localização dos nossos centros de distribuição, atacado de autosserviço e de entrega e lojas de varejo (hipermercados, supermercados e lojas de conveniência), bem como nossas drogarias e postos de gasolina (todos doravante denominados nossas lojas). As nossas licenças de funcionamento em diversas localidades possuem prazos de validade e devem ser renovadas de tempos em tempos, com ou sem o pagamento de taxas de renovação. Devido à burocracia para obter e renovar registro, licenças, alvarás e autorizações, incluindo o tempo que precisamos para implementar planos corretivos de ações para cumprir com as novas regulamentações e/ou exigências das autoridades competentes, juntamente com o tempo de resposta de determinados órgãos públicos, podemos não conseguir obter, em tempo hábil, todas os registros, licenças, alvarás e autorizações necessárias ou renovar tais registros, licenças, alvarás e

autorizações para o funcionamento de nossas lojas. Além disso, em alguns casos, não possuímos ou ainda estamos no processo de renovação de alguns desses registros, licenças, alvarás e autorizações. A não obtenção ou a não renovação das nossas licenças poderá (1) resultar em autos de infração, (2) nos sujeitar ao pagamento de multas, (3) nos impedir de abrir e operar as lojas e centros de distribuição, e (4) resultar no fechamento das nossas lojas e centros de distribuição. Ademais, a não obtenção ou a não renovação das licenças em algumas de nossas lojas tempestivamente poderá nos expor à riscos adicionais em caso de um acidente ou de um evento similar que possa afetar essa loja enquanto a licença estiver pendente. Por exemplo, em maio de 2017, uma de nossas lojas de atacado de autosserviço localizada em Rondonópolis foi danificada significativamente por um incêndio, que acabou ferindo alguns de nossos consumidores e colaboradores, sendo que, à época do incêndio, essa loja estava em processo de renovação do Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros que havia vencido. A nossa estratégia de negócio poderá ser substancialmente e adversamente afetada se não conseguirmos abrir e operar novas lojas e centros de distribuição ou se tivermos que suspender ou fechar algumas das nossas lojas e centros de distribuição existentes, em consequência da nossa incapacidade de obter ou renovar os registros, autorizações, licenças e alvarás ou se um acidente afetar adversamente uma loja enquanto essa estiver com uma licença pendente.”(Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 20)

Sobre os últimos riscos apontados, esclarecem:

“O nosso crescimento está intimamente ligado à nossa capacidade de abrir novas lojas, desenvolver as lojas existentes, bem como identificar e aproveitar novas oportunidades de negócios com sucesso. A nossa capacidade de abrir novas lojas e desenvolver as lojas existentes com êxito depende de vários fatores. Esses fatores incluem, entre outros, a disponibilidade de

recursos financeiros ou de financiamento em termos aceitáveis, além da nossa capacidade de identificar locais apropriados para novas lojas, o que envolve a coleta e análise de dados demográficos e de mercado para determinar se há demanda suficiente para os nossos produtos nos locais relevantes, bem como a aquisição de imóveis ou a negociação de contratos de locação em termos aceitáveis.

A legislação local referente a imóveis, uso do solo, zoneamento, dentre outras, pode vir a restringir a construção ou revitalização dos imóveis em que operamos os nossos diversos formatos. Ademais, determinadas leis locais que restrinjam as nossas operações, bem como alterações urbanísticas ou de infraestrutura nos arredores de nossas lojas existentes ou de lojas em processo de construção ou planejamento, podem afetar negativamente a nossa capacidade de abrir novas lojas ou renovar, realocar ou expandir unidades existentes em certas cidades ou estados, incluindo áreas de mercado em que ainda não possuímos operações e, conseqüentemente, afetar adversamente os nossos resultados operacionais.

Além disso, se os consumidores nos mercados em que tivermos a possibilidade de expandir ou construir lojas com um novo formato não forem receptivos aos nossos conceitos de varejo ou, de outra forma, não forem receptivos à nossa presença em tais mercados, poderemos sofrer efeitos adversos relevantes.

Como parte do nosso negócio e da nossa estratégia para o crescimento futuro, focamos e esperamos continuar dedicando esforços e recursos substanciais na modernização e renovação das nossas lojas, galerias e outros imóveis existentes, bem como ao desenvolvimento de projetos imobiliários greenfield. Devemos concluir qualquer obra para a modernização e renovação das nossas lojas existentes, bem como para o desenvolvimento de projetos imobiliários greenfield ou outros projetos imobiliários

brownfield, sem atrasos significativos, interrupções ou aumentos dos custos. Pela sua natureza, tais projetos enfrentam riscos associados a atividades de construção, incluindo custos excedentes, escassez de aço, concreto ou outros materiais, escassez de trabalho, disputas legais, problemas ambientais ou de engenharia imprevistos, paradas de trabalho, desastres naturais e a incapacidade de obter seguros a preços razoáveis, sendo que qualquer deles pode atrasar a construção e resultar em um aumento substancial nos nossos custos para esses projetos. Além disso, estamos suscetíveis a riscos de performance, qualidade de produto e condição financeira das empresas de construção contratadas. Como exemplo, a capacidade das empresas de construção contratadas de prestar serviços e fornecer recursos essenciais, adequada e pontualmente, aos nossos projetos imobiliários pode ser afetada se eles estiverem enfrentando restrições financeiras ou momentos de crise financeira ou de redução da atividade econômica em geral. Não temos como garantir que não iremos nos deparar com interrupções em seus serviços no futuro ou que conseguiremos substituir, em tempo hábil, tais empresas que não conseguirem atender às nossas necessidades, o que poderá afetar negativamente a execução oportuna e bem-sucedida dos nossos projetos e, conseqüentemente, nossos resultados operacionais e condição financeira.

Também poderemos sofrer atrasos decorrentes de mudanças na legislação, burocracia governamental, imprevistos ou eventos de força maior, o que poderia resultar em custos maiores e inesperados, que não estão incluídos em nossos orçamentos. Ademais, poderemos enfrentar uma maior dificuldade no desenvolvimento dos nossos projetos imobiliários greenfield e brownfield, especialmente durante os períodos de desaceleração econômica no Brasil, e não podemos garantir que conseguiremos lançar os nossos empreendimentos imobiliários nas datas

previstas de lançamento. Em particular, no que diz respeito à construção de shopping centers e galerias, poderemos não conseguir cumprir as nossas datas de lançamento, se enfrentamos dificuldades para encontrar o que acreditamos ser o mix ideal de locatários para as propriedades que serão locadas por nós em cada praça.

Qualquer interrupção ou atraso na construção ou lançamento dos nossos projetos, ou aumento dos custos, poderia prejudicar o nosso negócio, diminuir a nossa receita prevista no plano de negócios, bem como nos afetar negativamente.” (Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 20)

Há um terceiro risco, o logístico que, ao ser detalhado, deixe evidente a preocupação com a gestão dos ativos imobiliários:

“Os produtos destinados às nossas lojas são entregues diretamente pelos nossos fornecedores, em nossos 17 centros de distribuição e/ou plataformas ou diretamente em nossas mais de 357 lojas, localizadas em todos os 26 estados brasileiros e no Distrito Federal. Se a operação em um desses centros de distribuição for afetada negativamente por fatores fora do nosso controle, tais como incêndios, desastres naturais, falta de eletricidade, falhas nos sistemas, entre outros, e caso nenhum outro centro de distribuição consiga atender à demanda da região afetada, a distribuição de produtos às nossas lojas, atendidas pelo centro de distribuição afetado, será afetada, o que poderá nos afetar negativamente. A nossa estratégia de crescimento inclui a abertura de novas lojas, que pode exigir a abertura de novos centros de distribuição ou a expansão dos nossos centros de distribuição existentes, para abastecer e atender à demanda das lojas adicionais. As nossas operações poderão ser afetadas negativamente se não conseguirmos abrir novos centros de distribuição ou expandir os nossos centros de

distribuição existentes para atender às necessidades de abastecimento dessas novas lojas.

Além disso, quaisquer alterações, problemas ou interrupções significativas na infraestrutura de logística que nós ou os nossos fornecedores usem para entregar produtos em nossas lojas ou centros de distribuição podem impedir a entrega oportuna ou bem-sucedida dos produtos que vendemos em nossas lojas e afetar negativamente nossas operações. Por exemplo, a nossa rede de distribuição é sensível à flutuação dos preços do petróleo e qualquer aumento no preço, interrupção do fornecimento ou falta de combustível poderá resultar no aumento dos custos de frete e afetar negativamente nossos negócios e resultados operacionais. Além disso, caso normas rigorosas para combater o trânsito de rua forem promulgadas e impuserem mais restrições na entrega de produtos para as nossas lojas, em determinadas horas do dia, em determinados municípios em que atuamos, a nossa capacidade de distribuir produtos em tempo hábil para as nossas lojas poderá ser afetada. Um aumento geral no trânsito de rua também pode afetar a nossa capacidade de distribuir produtos em nossas lojas em tempo hábil. Ademais, o nosso negócio de e-commerce está sujeito a riscos semelhantes e, conforme expandimos a nossa plataforma de e-commerce, esses riscos podem afetar a nossa capacidade de entregar produtos aos nossos consumidores finais em tempo hábil. A partir do lançamento de nossa estratégia de venda de produtos alimentícios, por meio da nossa plataforma de e-commerce, podemos enfrentar riscos adicionais que poderão afetar negativamente a implementação dessa estratégia, incluindo os riscos intrínsecos à entrega de produtos congelados e perecíveis, dentre outros riscos inesperados. Qualquer impossibilidade de entregar os produtos que nós vendemos prontamente e com sucesso aos nossos consumidores, por meio da nossa plataforma de e-commerce pode resultar na perda de negócios e afetar

negativamente a nossa reputação, o que pode causar um impacto adverso nas nossas vendas.”(Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 20),

Conforme nota 16 do prospecto, *“todos os arrendamentos de propriedade foram revistos para determinar se eles são arrendamentos operacionais ou financeiros¹⁷”.*

Sobre os arrendamentos mercantis financeiros, é informado que:

“A controlada Carrefour possuía contratos de locação com terceiros, para os quais a Administração analisou e concluiu que se enquadram na classificação de arrendamento mercantil financeiros.

Os referidos contratos possuem prazos de validade entre 3 e 5 anos, onde ao final do contrato a controlada Carrefour pode exercer a opção de compra do bem.

Em 31 de março de 2017, a controlada Carrefour possuía pagamento mínimo futuro que totalizava R\$ 118 mil (em 31 de dezembro de 2016: R\$ 186 mil).” (Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 290)

Já em relação aos arrendamentos mercantis operacionais, o grupo como arrendatário reporta que:

“O Grupo possui contratos de locação firmados com terceiros, para os quais a Administração analisou e concluiu que se enquadram na classificação de arrendamento mercantil operacional.

¹⁷ Também conhecido como leasing, o arrendamento mercantil é um contrato entre duas partes denominadas “arrendador” e “arrendatário”. Pode ser financeiro ou operacional. No arrendamento mercantil financeiro, o arrendatário tem a intenção de ficar com o bem após o término do contrato. No arrendamento operacional, não (Reis, 2018)

Os referidos contratos possuem prazos de validade entre 5 e 20 anos, podendo ser renovados contratualmente e automaticamente pelo mesmo período. Em 31 de março de 2017 foram pagos na controladora R\$ 19 milhões (R\$ 16 milhões em 31 de março de 2016) e no consolidado R\$ 61 milhões (R\$ 51 milhões em 31 de março de 2016) a título de arrendamento operacional.” (Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 290)

Já como arrendador, “a controlada Carrefour arrenda suas propriedades para investimentos e galerias comerciais existentes em suas lojas.”

Nota-se na demonstração de resultados apresentada na Tabela 17 que os ativos imobiliários foram removidos do balanço nos anos que antecederam o IPO.

Tabela 17 - Balanço patrimonial do Atacadão

Balanços patrimoniais
Em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014
(Em milhões de Reais – R\$)

Ativo	Nota	Controladora			Consolidado		
		2016	2015	2014	2016	2015	2014
Circulante							
Caixa e equivalente de caixa	5	2.042	1.976	1.154	3.242	2.882	1.690
Títulos e valores mobiliários	11	-	-	-	-	-	162
Contas a receber	6	555	418	367	901	716	564
Crédito ao consumidor concedido pela empresa de soluções financeiras	7.1	-	-	-	4.435	4.158	3.627
Estoques	8	3.178	2.658	1.960	4.751	4.009	3.341
Impostos a recuperar	9	49	70	59	256	320	172
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	18.1	6	264	44	24	469	207
Instrumentos financeiros derivativos	28.7	-	329	19	-	441	177
Despesas antecipadas		3	1	1	41	32	36
Outras contas a receber	10	22	23	101	111	114	105
		5.855	5.739	3.705	13.761	13.141	10.081
Não circulante							
Realizável a longo prazo							
Crédito ao consumidor concedido pela empresa de soluções financeiras	7.1	-	-	-	128	104	65
Títulos e valores mobiliários	11	-	-	-	235	206	109
Impostos a recuperar	9	55	36	38	734	493	367
Imposto de renda e contribuição social diferidos	18.3	-	-	-	158	137	87
Despesas antecipadas	10	6	6	-	16	10	8
Instrumentos financeiros derivativos	28.7	-	-	-	-	-	86
Depósitos e bloqueios judiciais	12	125	114	104	1.952	1.783	1.666
Outras contas a receber	10	37	43	63	82	60	65
Total do realizável a longo prazo		227	199	205	3.305	2.793	2.453
Propriedades para investimento	14.1	-	-	-	89	92	95
Investimentos	13	4.829	4.129	1.876	66	45	-
Imobilizado	14.2	5.075	4.336	3.634	8.941	7.917	6.943
Intangível e ágio	15	1.402	1.399	1.398	2.166	2.053	2.009
		11.533	10.063	7.113	14.567	12.900	11.500
Total do Ativo		17.388	15.802	10.818	28.328	26.041	21.581

Fonte: Grupo Carrefour Brasil (2017:353)

Conforme indicado na Tabela 17, a nota 14.1 (Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 341) traz informações adicionais sobre as propriedades para investimento, em acordo com as políticas contábeis:

“CPC 28 (IAS 40) – Propriedade para Investimento define propriedade para investimento como propriedade (terrenos ou edifícios ou ambos) mantida para obter aluguéis ou para valorização de capital ou ambos. Com base nesta definição, as propriedades de investimento detidas pelo Grupo são constituídas por centros comerciais (unidades de varejo e de serviço localizadas atrás da área de check-out das lojas) que são exclusivamente objeto de locação financeira e representam uma área locável de pelo menos 2.500 metros quadrados. Estes ativos geram fluxos de caixa que são amplamente independentes dos fluxos de caixa gerados pelos outros ativos de varejo do Grupo.

Os ativos classificados como propriedades de investimento têm vida útil de 40 anos, e são reconhecidas ao custo.

A receita de aluguel gerada por propriedades de investimento é registrada na demonstração de resultado em "Outras receitas" de forma linear ao longo do prazo da locação. Benefícios ou descontos concedidos pelo Grupo como parte dos acordos de arrendamento fazem parte integrante da receita líquida de locação e são reconhecidas ao longo do prazo da locação (Nota 16).

O valor justo das propriedades para investimentos é mensurado duas vezes ao ano:

- Através da aplicação de um múltiplo em função de (i) a rentabilidade de cada shopping e (ii) uma taxa de capitalização específicas do Brasil, à receita de aluguel anual bruta gerada por cada propriedade, ou

- Obtendo-se avaliações independentes elaboradas segundo dois métodos: o método dos fluxos de caixa descontados e o método de rendimento (yield method). Os avaliadores geralmente também comparam os resultados da aplicação desses métodos

aos valores de mercado por metro quadrado e aos valores de transação recentes.

Tendo em vista os dados externos limitados disponíveis, nomeadamente em matéria de taxas de capitalização, a complexidade do processo de avaliação de imóveis e ao fato de que as avaliações se baseiam em passar rendas para os imóveis próprios do Grupo, o valor justo das propriedades para investimento é determinado com base nas entradas de nível 3. (Grupo Carrefour Brasil, 2017, p. 341)”

8.4.7.2 Havan S.A.

O caso da Havan deixa evidente a preocupação com a gestão imobiliária no setor de negócios do varejo. No prospecto de investimento do frustrado processo de abertura de capital da Havan em 2020 (Havan S.A., 2020) são identificadas inúmeras evidências da relevância dos dados referentes ao seu portfólio de imóveis.

Nas primeiras páginas do referido documento, em uma apresentação inicial dos indicadores financeiros da empresa é destacada a evolução da quantidade de lojas físicas, a área total de vendas, a área média de vendas por loja, “same-store¹⁸ sales” e a receita bruta por metro quadrado (Tabela 18).

¹⁸ “Same-store sales” é uma métrica financeira que as empresas do setor de varejo utilizam para avaliar o montante total de vendas nas lojas da empresa que estão em operação há um ano ou mais. As estatísticas de vendas nas mesmas lojas fornecem uma comparação de desempenho para as lojas estabelecidas de uma cadeia de varejo ao longo de um determinado período, como um ano fiscal ou trimestre, ou um ano civil ou trimestre, comparando as receitas do período atual com o mesmo período no passado (Chen, 2020)

Tabela 18 - Indicadores financeiros Havan

(Em R\$ milhões / quando aplicável)	Em e/ou no período de seis meses findo em 30 de junho de		Em e/ou no exercício findo em 31 de dezembro de		
	2020	2019	2019	2018	2017
Quantidade Total de Lojas Físicas ⁽¹⁾	147	132	140	119	106
Área Total de Vendas (m2).....	683.628	523.614	640.218	523.614	463.474
Área Média de Vendas por Loja (m2).....	4.651	3.967	4.573	4.400	4.372
Same-Store Sales ⁽²⁾	-19,1%	46,1%	32,5%	31,7%	27,1%
Receita Bruta.....	4.255,4	4.748,5	10.532,9	7.198,4	5.005,4
Receita Bruta por m2 de Área de Venda ⁽³⁾	915,04	1.197,08	2.303,28	1.635,95	1.144,78
% do Digital na Receita Bruta.....	0,3%	1,1%	0,7%	0,8%	0,7%
Receita operacional líquida.....	3.269,3	3.630,3	7.903,5	5.525,6	3.835,2
Lucro Bruto.....	1.037,4	1.217,1	2.682,7	2.122,7	1.618,7
Margem Bruta.....	31,7%	33,5%	33,9%	38,4%	42,2%
Lucro (Prejuízo) Líquido.....	(127,5)	193,9	428,4	549,0	415,1
Margem Líquida.....	-3,9%	5,3%	5,4%	9,9%	10,8%
EBITDA ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	369,3	522,1	1.105,8	944,4	624,8
Margem EBITDA ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	11,3%	14,4%	14,0%	17,1%	16,3%
EBITDA Ajustado ⁽⁵⁾⁽⁶⁾	218,1	420,1	831,4	944,4	624,8
Margem EBITDA Ajustada ⁽⁵⁾⁽⁶⁾	6,7%	11,6%	10,5%	17,1%	16,3%
Lucro Líquido Ajustado ⁽⁷⁾	86,4	351,1	756,1	668,1	476,0
Margem Líquida Ajustada ⁽⁷⁾	2,6%	9,7%	9,6%	12,1%	12,4%
Dívida bruta ⁽⁸⁾	2.893,9	n.a.	1.789,3	1.043,2	825,2
Caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras.....	1.830,2	n.a.	831,9	566,0	537,5
Instrumentos financeiros derivativos ativos.....	109,3	n.a.	6,4	44,6	22,4
Dívida Líquida ⁽⁹⁾	954,4	n.a.	951,1	432,6	265,3

Fonte: Havan S.A. (2020:12)

Logo em seguida, é feita nova referência à questão do ativo imobiliário:

“Realizamos relevantes investimentos em nossas megalojas, para proporcionar a melhor experiência de compra a nossos clientes. Acreditamos que todas as megalojas seguem o mesmo modelo e nível de excelência, desde a limpeza e organização até o design, arquitetura e identidade visual, que com o passar dos anos demonstrou ser um atrativo adicional aos nossos clientes.

São lojas espaçosas (média de 4,7 mil m² de área de vendas), têm iluminação mais clara, interior arrojado, estão sempre limpas e organizadas. Abrimos de domingo a domingo, oferecemos estacionamento amplo e gratuito, praça de alimentação e, em algumas filiais, até cinema. Além disto, como adquirimos produtos em grande volume de nossos fornecedores, somos capazes de oferecer preços atrativos. Os preços praticados também são padronizados em todo o território nacional, independentemente da localidade (Havan S.A., 2020, p. 13).

8.4.8 Quinta entrevista – Advogado atuante no ramo do direito corporativo

O quinto entrevistado, advogado, doutor e professor é titular de escritório de direito especializado em direito corporativo.

A primeira pergunta a que é submetido trata de compartilhar sua experiência sobre a gestão das quatorze estratégias imobiliárias (Douek, 2019) no âmbito de organizações de setores diversos, ao que respondeu que, em primeiro lugar, deve-se considerar o setor de atuação de cada empresa para avaliar a relevância de cada tópico (Douek, 2022e, l. 112).

Em seguida, passou a comentar sobre a questão contábil na gestão de ativos imobiliários das empresas:

“E aí entrando um pouco na contabilidade, nesse fluxo de você tirar o imóvel (do balanço), o que que acontece na contabilidade é que você tirava o imóvel para não ter não inchar o seu ativo. Hoje, com a contabilidade atual. Isso não muda nada. Não é? Vai mudar muito, muito pouco, porque você vai acabar fazendo um contrato de aluguel de 20 anos, você tem que trazer esse contrato de aluguel inteiro para dentro do seu balanço, não é? Então nesse ponto não muda muito.” (Douek, 2022e, l. 123).

Complementou seu raciocínio comparando diferentes abordagens de gestão de risco:

“...mas veja que interessante, né, a gestão. Então vamos pensar assim, eu sou a empresa “F”. Se cada um dos meus pontos de venda for de propriedade da organização, eu tenho alguns riscos, mas tem algumas vantagens, eu vou ter isso para sempre. Eu não corro nenhum risco (em relação a variações bruscas), é, os gastos, os custos que eu vou ter com isso eu já sei, não é? Em termos de imóvel é o IPTU, é a depreciação. Eu já sei o que eu vou ter. É mais fácil de administrar. Então, é uma tomada de decisão. Se eu alugo o que acontece na contabilidade? Muito pouco. Então o efeito financeiro contábil é muito pequeno, hoje, por conta das regras. Agora eu mudo o meu risco, porque eu posso ter uma ação de renovação de aluguel que pode aumentar

meu aluguel e eu posso não ter controle sobre isso. Se eu faço um contrato de 10 anos podendo renovar por mais 10, por exemplo, se eu não tomar cuidado com essa cláusula de renovação, eu posso perder aquele ponto. Então para o investidor é relevante saber disso.” (Douek, 2022e, l. 129).

Questionado sobre a percepção de um risco associado à gestão imobiliária, esclareceu:

“É, então eu acho o seguinte, que a percepção deste risco existe. Não foi nomeado, tá (referindo-se à “risco imobiliário”, mas a percepção desse risco, pelo que eu vi, não tanto com investidores, mas sim, em gestão, em discussão e conselhos eu vi, essa preocupação existe.” (Douek, 2022e, l. 353)

Referindo-se à cultura do mercado de capitais brasileiro, citou pesquisa elaborada pelo Instituto Brasileiro de Relações com os Investidores (IBRI) (2023), a qual, segundo ele, exemplifica as diferenças entre empresas do novo¹⁹ e do velho mercado:

“...há uns 10 anos atrás, o IBRI, Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, fez uma pesquisa sobre governança. E o que que ele apurou nessa pesquisa de governança? Que as empresas do novo mercado que, teoricamente, são as que mais tem governança eram as que tinham menos governança do que as empresas mais tradicionais e que não foram para o novo mercado. E por que não? E aí é Petrobrás, Gerdau, CSN, mais tradicionais, assim, mais antigas e que tinham uma estrutura de governança já preparada, o grande ponto, tinham ações preferenciais porque no novo mercado você não pode ter, não

¹⁹ Lançado no ano 2000 na B3, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa diferente do chamado velho mercado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.) (B3, 2023b).

migraram no mercado porque eles falam (as grandes empresas), a minha estrutura de governança pressupõe ter acionistas preferencialistas. Então, eu não vou mudar. Só que essas empresas tinham mais governança, pontuaram melhor em governança do que as do novo mercado. Qual era a explicação que se chegou a isso? Que as novas empresas que foram para o novo mercado, o que elas faziam? Preenchiam o checklist... As empresas mais antigas já passaram por muitas disputas internas e de governança e foram se arrumando. (Douek, 2022e, l. 456)

Encerra essa sequência de raciocínio afirmando que “*as novas empresas que foram para o novo mercado, o que que elas fazem é preencher o checklist*” (Douek, 2022e, l. 456).

Uma das razões que apontou como geradoras do problema “*são os bancos precisando gerar negócio*” (Douek, 2022e, l. 507) e outra são os advogados “*querendo trabalhar nisso e vendendo esse tipo de trabalho*” (Douek, 2022e, l. 527).

Sugerindo uma abordagem para comparação e análise dos dados imobiliários, fez referência ao balanço e aos dados do Grupo Fleury (Grupo Fleury S.A., 2023) antes e depois do IPO, sugerindo que serão encontradas diferenças significativas entre os documentos (Douek, 2022e, l. 686).

Citou também o “*built to suit*” como exemplo de operação técnico/financeira que deve estar incluída no balanço (Douek, 2022e, l. 737). No “*built to suit*”, embora a propriedade do edifício seja atribuída a terceiro, ele é inteiramente desenvolvido segundo as especificações do contratante (Crepedia, 2021).

Sobre a decisão de optar pelo “*built to suit*”, indicou como razões, dentre outras, a falta de caixa e restrição de crédito (Douek, 2022e, l. 770).

8.4.9 Sexta entrevista – diretor de investimentos imobiliários

O sexto entrevistado ocupa o cargo de “*diretor de investimentos em real estate*” de grande banco, com experiência na estruturação de produtos financeiros para o mercado imobiliário, em especial os fundos de investimento imobiliário.

Vale aqui uma ressalva sobre a inclusão desta entrevista, pois inobstante o tema da pesquisa envolva empresas que não tenham por atividade principal a gestão de ativos imobiliários, entendeu-se importante, com base nas entrevistas anteriores, incluir a percepção de um banco sobre o papel dos produtos financeiros imobiliários e sua função nas organizações.

O entrevistado iniciou as respostas esclarecendo que a sua perspectiva será a de gestor de fundos imobiliário. (Douek, 2022f, l. 87) e, em seguida, afirmou ser o fundo de investimento imobiliário um veículo “*extremamente eficiente do ponto de vista tributário*” (Douek, 2022f, l. 91).

Indagado sobre a relação entre fundos de investimento imobiliário e empresas de capital aberto ou em processo de abertura, respondeu:

“...é uma questão de não estar relacionado efetivamente com o fundo imobiliário, mas sim usar o fundo imobiliário como um veículo de geração de recurso para eu financiar uma outra operação ou um outro projeto dentro da empresa. Isso acontece e acontece com frequência, inclusive, porque os fundos imobiliários é são ainda incipientes, têm crescido bastante e você ainda tem muito potencial de crescimento, então. O que acontece? E já isso há muito tempo, às vezes, você tem uma empresa que tem está tendo algum tipo de dificuldade financeira ou, efetivamente, tem um projeto na mesa e não tem recursos para tocar esse projeto e usa o fundo imobiliário como um comprador de algum imóvel que você tenha ali alocado na sua empresa” (Douek, 2022f, l. 109).

Exemplificando o contexto acima descrito, apontou:

“No passado você tem exemplos, não é? Da própria JHSF, vendendo ativos de shopping center para um fundo imobiliário para melhorar a estrutura de capital da empresa. Ela estava bastante alavancada. Você tem outros exemplos como a BR Malls querendo vender ativos para fundos imobiliários com outro objetivo. Outra estratégia. Ativos que não façam sentido para a empresa.”(Douek, 2022f, l. 119)

Explicou, outrossim, que podem haver diversos motivos para se recorrer a fundos imobiliários, tais como a melhoria de estrutura de capital da empresa, captação de recursos para financiamento de projetos, mudança de portfólio para alteração de estratégia ou geração de lucro para distribuição de dividendos (Douek, 2022f, l. 129).

O entrevistado explicou que, ao desempenhar seu papel de avaliação para recomendação ou não de investimento em fundos imobiliários, adota o seguinte procedimento:

“Essa análise, ela é feita de forma fundamentalista²⁰, então a gente leva em consideração questões fundamentalistas, portanto, isso vai desde a modelagem financeira desses fundos imobiliários, como projeção futura de caixa, até efetivamente análise dos ativos que estão ali dentro, em termos qualitativos, não é? Então, localização, pulverização do portfólio até questões de análise da própria gestão. Então a gente precisa entender a cabeça do gestor, não é? Se esse gestor está bem alinhado ali com os interesses do cotista, como ele consegue alinhar esses interesses? É, qual que é o track record²¹ que essa gestão tem ao longo do tempo? Então a gente faz uma análise de portfólio, modelos financeiros e uma análise de gestão.” (Douek, 2022f, l. 151)

Sobre a origem da informação utilizada para a análise da qualidade dos fundos de investimento, reportou utilizar múltiplas fontes, a saber:

²⁰ A análise fundamentalista concentra-se em criar um retrato de uma empresa, identificar o valor fundamental de suas ações e comprar ou vender ações com base nessas informações. Alguns dos indicadores comumente usados para avaliar os fundamentos de uma empresa incluem: fluxo de caixa, retorno sobre os ativos, alavancagem, histórico de retenção de lucros para financiar o crescimento futuro e a a solidez da gestão de capital para maximizar os ganhos e retornos dos acionistas (Mclure, 2023).

²¹ Um registro de desempenho passado frequentemente considerado como um indicador de provável desempenho futuro (Merriam-Webster Dictionaries, 2023b).

“A gente usa diferentes fontes. Então a gente usa, assim, as fontes dos fundos. Todo fundo imobiliário, ele tem informes que necessitam ser divulgados mensalmente, trimestralmente e anualmente, além de relatórios gerenciais que a gestão confecciona e publica mensalmente. Então, a gente usa essa fonte para fazer as análises, inclusive disponibilizar esses dados nos nossos relatórios. Então essa é a nossa fonte, talvez a principal. Mas a gente tem outras fontes secundárias, mas que também usam é como base o insumo da própria gestora e da administradora como, por exemplo, a Economatica²². A gente usa Economatica como uma fonte de dado. É o nosso intermediário, digamos assim, pelo simples fato de eles conseguirem fazer isso de uma forma mais eficiente. Eles conseguem compilar, entender os dados que se tem hoje do mercado com base em documentos oficiais e públicos dos fundos imobiliários listados. (Douek, 2022f, l. 169)”

Para a condução das análises dos fundos imobiliários e consequente recomendação de investimento, o informante relatou utilizar modelo preditivo próprio (Douek, 2022f, l. 191) e explicou que o mercado de fundos imobiliários, embora com diferenças, foi influenciado pela formatação norte-americana dos Real Estate Investment Trusts (REITs) (National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT), 2021) (Douek, 2022f, l. 209).

Segundo o informante, as mudanças no mercado financeiro, em especial ao longo do biênio 2018/2019, foram cruciais para o desenvolvimento dos fundos de investimento imobiliário (Douek, 2022f, l. 2011).

Citou a possibilidade de locação de cotas de fundos de investimento imobiliário e a reformulação do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários, o IFIX²³ como forma de

²² Fundada em 1986, a Economatica é uma empresa de desenvolvimento de sistemas para análise de investimentos (Economatica, 2023).

²³ Criado em 2012, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) indica o desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários. “Ele é composto por cotas de fundos negociados nos mercados de bolsa e de

demonstrar a elevação da maturidade do mercado (Douek, 2022f, l. 219), justificando, ainda, que o aumento da demanda pelo tipo de ativo, no Brasil, se dá muito em consequência do momento histórico do país. Como exemplo, lembra que o país promoveu a redução de taxas de juros, as quais, em 2021, chegaram a menos de 2% ao ano (Agência Estado, 2021), promovendo o “*financial deepening*²⁴”, o que fomentou o interesse por investidores pelo mercado de capitais. Complementou reportando outras variáveis:

“Isto, associado a uma melhora do ambiente das próprias gestoras, de maior transparência, de mais dados, de melhor comunicação com o investidor na ponta final, fez com que, talvez, o mercado realmente conseguisse sair de duzentos mil investidores para mais de um milhão e meio investidores que você tem hoje na bolsa.” (Douek, 2022f, l. 223)

Para indicar a influência de alterações regulatórias no mercado financeiro, relatou, também, a influência da Resolução 4661 (Banco Central do Brasil, 2018), que introduziu mudanças na obrigatoriedade de investimento por parte dos fundos de pensão em fundos imobiliários, aumentando, conseqüentemente, a demanda pelo mencionado perfil de ativo (Douek, 2022f, l. 243).

Esclareceu que os investimentos realizados por fundos de pensão devem ser feitos em ativos securitizados ²⁵, com o intuito de trazer mais transparência para o mercado (Douek, 2022f, l. 246), acrescentando:

“Os fundos imobiliários, por exemplo, incorporam mais transparência do que efetivamente você ter a posição em um

balcão organizado da B3. Assim como o Ibovespa, esse índice é formado por uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com critérios preestabelecidos” (Infomoney, 2023).

²⁴ Financial deepening é uma expressão utilizada no mercado financeiro que geralmente significa uma proporção aumentada da oferta de dinheiro em relação ao PIB ou a algum índice de preços. (De Mello & Garcia, 2012).

²⁵ Securitização é o processo de agrupamento de vários ativos financeiros em um único ativo padronizado e negociável (Reis, 2020).

shopping, de uma forma direta, porque o fundo imobiliário precisa divulgar informes, por exemplo, mensal, trimestral e anual. Então você consegue ter uma maior transparência em relação do que está sendo investido pelo fundo de pensão.” (Douek, 2022f, l. 249)

Os fundos de pensão deverão fazer mudanças em seus portfólios até 2030 em função das mudanças regulatórias. Nos Estados Unidos, as mudanças propostas no mercado, segundo o informante, promoveram o aumento de liquidez (Douek, 2022f, l. 263).

O entrevistado também relatou que o mercado de fundos imobiliários é um mercado alternativo²⁶, caracterizado pela falta de liquidez e precificação menos acurada dos investimentos (Douek, 2022f, l. 273), e pondera:

“Quando você tem um investidor institucional trazendo mais liquidez e efetivamente, talvez, uma melhor acuracidade na análise, porque você tem instrumentos mais acurados de precificação, você talvez melhore o mercado em relação a esses pontos que eu mencionei anteriormente. Isso foi muito bom e benéfico para o mercado de REITs. O que a gente tem, até no curto prazo, e eu vejo isso muito claro, é um caminho, assim como os REITs tiveram na década de 90, a gente tem seguido aqui nessa década. Então, se efetivamente, a gente conseguir, né, fazer com que o investidor adicional se sinta mais confortável de começar a investir no mercado de fundo imobiliário como eu tenho visto, não é agora da noite da noite para o dia, mas é algo de construção de cinco, dez anos, você muito provavelmente vai ter muito provavelmente vai ter um crescimento muito grande do

²⁶ Investimentos alternativos são ativos que não estão ligados à chamada “*economia financeira*”, como ações em bolsa de valores e títulos públicos. Normalmente incluem os que estão ligados à “*economia real*”, como commodities, investimentos imobiliários, créditos de carbono e criptomoedas (Santos, 2023).

mercado de fundo imobiliário e isso é muito benéfico.” (Douek, 2022f, l. 273)

Com o intuito de chamar a atenção para o fato de que o nível de liquidez influencia na tomada de decisão de investimento, o informante comparou o nível de liquidez de diversos ativos, em especial o de um ativo físico com a de um fundo imobiliário:

“...na verdade, o fundo imobiliário, ele é um ativo líquido comparado a um imóvel físico. Certamente você ter um imóvel ou um fundo imobiliário, ele (o fundo) é mais líquido. Se você comparar com as ações, a liquidez, ela é muito menor. A gente está falando, por exemplo, em uma liquidez média do mercado de fundo imobiliário de 4 a 5 milhões por dia. No mercado de bolsa, isto é muito maior.” (Douek, 2022f, l. 315)

Por fim, defendendo a necessidade de clareza e transparência das informações utilizadas para a elaboração de relatórios de recomendação de investimento, apontou como exemplo a ausência de dados sobre sustentabilidade dos empreendimentos integrantes dos fundos imobiliários *“porque não são todas as gestoras que conseguem divulgar o nível de informação suficiente para trazer uma análise mais aprofundada das questões voltadas ao ESG²⁷”* (Douek, 2022f, l. 619).

8.4.10 Sétima entrevista – Gerente de expansão

A sétima entrevista foi conduzida junto ao gerente de expansão de empresa prestadora de serviços de data centers.

O entrevistado explicou, inicialmente, o modelo de negócios da empresa:

"O modelo de negócio da empresa é centrado no desenvolvimento de imóveis que abrigarão toda a infraestrutura, hardware e equipamentos necessários para que nossos clientes finais possam

²⁷ ESG é a sigla utilizada para Environmental, Social and Governance (S&P Dow Jones Indices, 2021)

armazenar os dados de seus próprios clientes.” (Douek, 2023d, l. 31)

Descreveu as atividades necessárias para a operacionalização da companhia:

“O trabalho consiste em buscar propriedades, desenvolver esses espaços contemplando não só a parte civil, mas também, principalmente, energia e conectividade e a gestão posterior dessa, desse ativo. É toda a parte de infraestrutura, não só a gestão de energia, mas também do resfriamento (referindo-se aos sistemas de condicionamento de ar), ou seja, a gestão da propriedade em si.” (Douek, 2023d, l. 47)

Questionado sobre o seu papel na organização, respondeu:

“Meu papel hoje é ir em busca desses ativos imobiliários que possam fazer sentido para a empresa, em regiões de conectividade e com disponibilidade de energia em regiões que a empresa entende que são as regiões estratégicas, não só hoje é em termos de desenvolvimento do mercado de data center, como no futuro.” (Douek, 2023d, l. 63)

Sobre os critérios utilizados para o desenvolvimento dos ativos imobiliários, apontou:

“Os critérios são, um: região de interesse, isto é, se existem algumas regiões que são interessantes para o desenvolvimento de novos data centers... dois, disponibilidade de energia, que é um critério muito importante para nós... três, conectividade por meio de redes de fibra e por último, acho que entraria aí as questões técnicas do próprio terreno, não é?” (Douek, 2023d, l. 75)

Informou que, para definir o local onde será implantado o data center, não obstante recorra a uma lista pré-estabelecida de critérios a serem atendidos, tal rol não necessariamente será seguido à risca, sendo imprescindível adotar certa flexibilidade, *“pois é difícil encontrar perfeitamente todos os quesitos necessários (em um mesmo terreno)” (Douek, 2023d, l. 107).*

Solicitado a avaliar o conteúdo da Tabela 3 e a relacionar as estratégias de CREM nela listadas com suas atividades, apontou como *“prioridades absolutas”* a facilitação da produção e entrega dos serviços e a facilitação das vendas e processos de vendas, indicando a primeira, ainda, como a mais importante (Douek, 2023d, l. 209). A essas informações, acrescentou:

“acho que está embutido aí (referindo-se aos itens da tabela), principalmente em uma parte de entrega de serviços, não é? Mas, aqui, o nosso foco é, 100% timing é a gente olha muito, muito, muito assim. É de longe, a maior variável nossa é tempo... A gente tem que sair na frente.” (Douek, 2023d, l. 217)”.

Sobre a gestão de riscos, informou que os clientes cobram a garantia da redundância do sistema, como, por exemplo, que seja provido o abastecimento ininterrupto de energia e que seja garantida a continuidade da transmissão de dados (Douek, 2023d, l. 245).

A respeito de eventual intenção da empresa de abrir seu capital, explicou que, embora seja uma possibilidade futura, no momento, a opção por fazê-lo ainda não foi informada pelo investidor estrangeiro, o qual já exige sejam obedecidos diversos protocolos de governança (Douek, 2023d, l. 283).

Questionado sobre as razões para as empresas realizarem a terceirização dos data centers, respondeu (Douek, 2023d, l. 486):

“Eu acho que existem alguns motivos. Tem clientes nossos que competem conosco. Eles também desenvolvem datacenters próprios e, eventualmente, optam por ficar em ambos (referindo-se a data center próprio e data center terceirizado. Como eu falei, um dos pontos é tempo, não é? E por isso que o tempo é tão importante para nós. É a disponibilidade. O quão rápido a gente consegue disponibilizar um espaço e qual a capacidade desse espaço, não é? É então, acho que dentro do business de datacenter, disponibilidade é um grande diferencial”. (Douek, 2023d, l. 486).

Em outro momento, informou que a seleção do local onde deverá ser implantado um novo data center deve priorizar a questão do abastecimento de energia e de dados, sendo secundária a preocupação com a facilidade de acesso à planta (Douek, 2023d, l. 559).

Questionado sobre a responsabilidade da empresa perante seus clientes, esclareceu:

“A empresa tem muitas muito pesadas em relação à sua responsabilidade. Isso, e a empresa leva muito a sério, não só pelo fato da multa., mas porque se um data center cai, a reputação da empresa cai junto com ela, aí sim, uma grande empresa não fecha mais um contrato... Esse é o real risco dessa da nossa operação e é onde a gente tem essas multas. Obviamente a gente tem seguro, não é? Principalmente na parte de obra, a gente tem seguro de obra e tem outras garantias.” (Douek, 2023d, l. 676)

Referindo-se à sua experiência pessoal como gerente de expansão, relatou:

“Mas tem outras empresas que a gestão imobiliária eu entendo que ela é bem deixada de lado. Eu trabalhei um tempo, um bom tempo em área de avaliação, onde você pega os ativos imobiliários da empresa e a empresa nem sabe o que tem ou deixa de ter, não é? É muito, muito louco isso. Grandes empresas que foram fazendo um M&A atrás do outro e não sabe o que tem de ativo e, às vezes, os ativos também estão super mal avaliados. Não, não tem um ciclo de verificação de qual momento de cada ativo ao contrário da nossa empresa, onde há um bom controle dos ativos, os imóveis fazem parte do core business da empresa.” (Douek, 2023d, l. 747)

No que tange à separação entre os ativos imobiliários e o core business de empresa, apresentou a seguinte situação:

“existem “private equities”²⁸ que compram operações olhando quase que somente para os imóveis. A operação de algumas “private equities” é comprar uma empresa, ver tudo que tem imobiliário dentro, enxugar o portfólio, vende ativos, lucra e revende o negócio. Tem muito “private equity” que faz essa jogada de pegar uma empresa que, às vezes, tem muito ativo, destravar o valor vendendo ativo, fazendo a operação é de sale and leaseback²⁹, por exemplo, não é? Destrava o valor e vende operação de novo... Tem de tudo no mercado.” (Douek, 2023d, l. 819)

8.4.11 Oitava entrevista – gerente de expansão de empresa de compartilhamento de espaços (“coworking”)

A oitava entrevistada é gerente de expansão de uma empresa que fornece serviços de “cowork” ou, em vernáculo, serviços de compartilhamento de espaços de trabalho. A busca por entrevista com representante desse mercado tem origem na possibilidade de encontrar diferenças entre os demandantes de serviços de tais empresas.

Segundo a indagada, sua empregadora “...é uma empresa que tem ativos alugados em vários modelos, né, de locação, seja ela tradicional ou em “revenue share” ou algumas outras modalidades, até um pouco menos famosas” (Douek, 2023e, l. 101), esclarecendo que, ao locar

²⁸ Uma “private equity” descreve parcerias de investimento que compram e gerenciam empresas antes de vendê-las. Em contraste com as chamadas “Venture Capitalists”, os fundos de “Private Equity” investem em empresas maduras, ao invés de startups (Chen, 2023).

²⁹ O “sale and leaseback” ocorre quando uma empresa vende um imóvel, celebrando um contrato de locação com o comprador do prédio. O vendedor torna-se o locatário do imóvel e o comprador torna-se o locador. Como resultado, o imóvel vendido fornece maior liquidez para a organização, permitindo o uso dos recursos da venda como capital de giro e despesas de capital (Jacintho, 2022).

determinado imóvel, a companhia ora tratada tem a opção de “fazer um retrofit³⁰ e a modulação desse espaço para acomodar um espaço de trabalho” (Douek, 2023e, l. 118).

Questionada sobre as principais preocupações que um potencial cliente apresenta ao realizar a demanda por um espaço, a entrevistada informou:

“Eu acho que muitos no dos clientes, assim, mais corriqueiros, que não estão tanto pensando em um “built to suit”, que aí já é outro modelo, mas pensando no dia a dia, ali, de um cliente que quer uma sala de 10 posições, 15 posições e que, geralmente, são empresas menores, em que o decisor é a própria pessoa que joga em um buscador de internet (na procura pelo serviço), existe, talvez, ali, (uma estrutura de) gestão mais enxuta, a opção pelo “cowork” é influenciada, não por ser mais barato, mas porque tira as preocupações limpeza, ar condicionado e outras demandas do dia a dia relacionadas à “gestão de facilities”.” (Douek, 2023e, l. 428).

Relatou, ademais, que os espaços de “cowork” podem ser demandados por empresas de maior porte, com eventual necessidade de “espaços regionais” para cerca de cinco colaboradores (Douek, 2023e, l. 512).

Segundo explicou a indagada, os contratos de “built to suit” (BTS) firmados entre a empresa de “cowork” e seus clientes, demandam um posicionamento diferente da empresa (Douek, 2023e, l. 573):

“O BTS, ele vai muito em uma direção de o CaPex³¹ virar um OPex. Então, a gente tem dentro de um pacote, a montagem desse espaço. O primeiro passo é a escolha do local. Faz sentido, cabe, está dentro do orçamento, tem aqui tudo que a gente precisa

³⁰ Reforma para adaptação a um novo propósito ou necessidade (Merriam-Webster Dictionaries, 2023a).

³¹ CaPex e Opex são as abreviações de *capital expenditure* e *operational expenditure*, respectivamente (Hastings, 2010).

dentro do prédio. Aí a gente vai para uma modulação de espaço e todo esse CaPex que costuma virar um passivo da empresa, ele é comprado ali, no dia a dia da mensalidade, no mês a mês. Então isso é diluído, não é?” (Douek, 2023e, l. 573).

Para exemplificar situação em que a seleção de um imóvel é influenciada por questões particulares, comentou:

“...ele não saiu de um espaço que ele tinha ali na JK com a faria Lima, porque o diretor financeiro amava ali, era perto da casa dele e ele achava que fazia sentido ficar, mesmo que aquilo custasse um absurdo. O pessoal da consultoria fez ali uma análise de “stay versus go” para ele, mostrou por A mais B que as pessoas, inclusive, ficariam mais felizes indo para um outro lugar, porque a maioria das... a gente faz tudo de CEP, não é?” (Douek, 2023e, l. 737)

Afirmou que as variáveis de influência na opção por utilizar espaço próprio ou compartilhado divergem em função da envergadura da empresa, pois para organizações de grande porte, a isenção da responsabilidade de manutenção do imóvel é mais relevante que em organizações menores, onde a relação custo/conveniência é fundamental (Douek, 2023e, l. 812).

Solicitada a apontar os riscos do negócio de compartilhamento de escritórios, apontou que a principal vulnerabilidade está associada à “flexibilidade”, a qual, explica, está atrelada, aos prazos curtos de contrato com os clientes em comparação aos prazos longos firmados com os proprietários dos imóveis (Douek, 2023e, l. 861).

Para gerenciar o risco acima descrito, informou ter a empresa de que faz parte buscado outros modelos, tais como o “*built to suit*”, no qual, em suas palavras, “*o contratante assume o aluguel e a gente fica só com um serviço. Justamente para não ter esse risco de o cliente querer ir embora e a gente ter que arcar com as custos da rescisão contratual*” (Douek, 2023e, l. 1019).

Solicitada a avaliar os pontos da Tabela 3, comentou: “*Então, estar presencialmente é um jeito de controlar melhor as pessoas e isso é um fato, não é?... então eu iria para a*

promoção de objetivos de recursos humanos” (Douek, 2023e, l. 1282). Por outro lado, aduziu que a satisfação dos colaboradores não seria alternativa que selecionaria como estratégia imobiliária relevante para o sucesso das operações das empresas de “coworking”, “porque o que eu mais tenho visto é gente que está odiando voltar a trabalhar presencialmente” (referindo-se à preferência pelo trabalho remoto no período pós-pandemia do Covid-19). Sobre o controle de risco, exemplificou: “Eu estou participando de uma... eu fiz já uma vez, é o segundo cliente nosso que está passando por uma certificação ISO³² e que precisa comprovar que os lugares onde as pessoas estão trabalhando fora da matriz atendem a um mínimo de requisitos, e isso está passando muito tranquilamente”. Fez referência, outrossim, à minimização de custos:

“tem muita empresa desmobilizando alguns grandes escritórios da Faria Lima, lugares caros, né, de prédios super corporativos, triple A³³, etecetera, para deixar, um espaço de escritório ali reduzido, para ter um bom endereço comercial, para ter um ponto ali em um lugar onde todo mundo gosta de ir, mas tá dedicando (ao pessoal da empresa) um pouco de desses “squad offices³⁴”...”
(Douek, 2023e, l. 1282)

Na entrevista que ora se reporta, a informante foi solicitada a identificar quais os cuidados de CREM que são exigidos pelos clientes, ao que respondeu que os aspectos de gestão

³² ISO é a sigla para International Organization for Standardization, que desenvolve e publica normas internacionais (International Organization for Standardization (ISO), 2023)

³³ A classificação de qualidade imobiliária, criada pelo Núcleo de Real Estate da Universidade de São Paulo, define como Triple A os edifícios com padrões inovadores, padrão construtivo muito alto, preocupação com o ambiente de trabalho, bom controle do usuário sobre o ambiente e alguma preocupação com a imagem da edificação (Núcleo de Real Estate (NRE) da Universidade de São Paulo (USP) - Departamento de Engenharia de Construção Civil, 2023).

³⁴ O conceito de Squad Office trata de organizar a rede de escritórios de uma empresa de forma a manter pequenas unidades em zonas próximas aos profissionais que trabalham em uma empresa, ao invés de uma grande sede que exija grandes deslocamentos (Tawil, 2020).

da tecnologia da informação (TI³⁵) são sempre reportados como os mais relevantes, principalmente no que tange à estrutura dos CPDs³⁶ (Douek, 2023e, l. 1282) e, por conseguinte de observação à Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD) (Presidência da República do Brasil, 2018). Asseverou que as demais questões incluem prevenção à corrupção, conformidade com regulações, respeito às obrigações fiscais e à legislação trabalhista, acrescentando que, como parte do processo para garantir a conformidades com tais demandas, a organização em que trabalha realiza “*background checks*”³⁷ dos clientes e de fornecedores.

Questionada sobre a contratação de seguros, a entrevistada informou que a companhia costuma adquirir-los para fins de cobertura para eventuais sinistros relacionados aos ativos físicos (Douek, 2023e, l. 1282) e para os riscos trabalhistas (demandado por clientes). Reportou, ademais, a necessidade de manter atualizados o alvará de funcionamento (Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento - São Paulo, 2023), o Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros (AVCB) (Comando do Corpo de Bombeiros, 2023) e o certificado de conclusão de obra ou habite-se (Prefeitura Municipal de São Paulo, 2023), documentos necessários para o acionamento da seguradora em caso da ocorrência de sinistros.

8.4.12 Nona entrevista – diretor de gestora imobiliária

A nona entrevista foi realizada com representante de empresa multinacional de gestão de propriedades imobiliárias, detentor do cargo de “diretor de serviços a ocupantes”.

Solicitado a descrever o modelo de negócio da organização, explicou que a empresa atua em duas frentes, uma voltada às empresas cuja atividade principal é diversa da imobiliária e, a outra, designada a proprietários e investidores do setor de negócios imobiliários (Douek, 2023f, l. 63).

³⁵ TI é a abreviação de tecnologia da informação (North Dakota Information Technology, 2023)

³⁶ CPD é a abreviação de Centro de Processamento de Dados. Os CPDs são entidades, gabinetes ou departamentos que se encarregam do processamento de dados e da informação de forma sistematizada (Conceito.de, 2023).

³⁷ “*Background check*” ou verificação de antecedentes é o processo de procura e compilação de registros criminais, comerciais e financeiros de um indivíduo ou organização (Wikipedia, 2023)

Aos clientes cujos negócios não possuem como atividade principal o desenvolvimento imobiliário, o rol de serviços oferecidos pela firma inclui:

"...desde a fase de consultoria, que envolve a definição da melhor solução para uma ocupação específica de uma empresa, resultando em uma transação imobiliária. Nós coordenamos e gerenciamos essas transações imobiliárias. Após a conclusão da transação, assumimos a gestão de projetos e obras, abrangendo tanto a parte de design de interiores quanto a administração da construção." (Douek, 2023f, l. 70)

O entrevistado explicou que é realizada a gestão de facilidades, abrangendo serviços como *"limpeza, manutenção e segurança"*, após a entrega da obra. (Douek, 2023f, l. 75)

Para as grandes organizações, a quem o entrevistado atribuiu *"grandes portfólios imobiliários"*, a seu turno, a empresa igualmente oferece a gestão destes ativos por meio de *"equipe e software dedicados"*. Em tais casos, realiza tarefas como o *"recebimento de aluguéis de estacionamento, a administração dos pagamentos de aluguéis, condomínio, IPTU, garantias, renovações de seguros e outras responsabilidades semelhantes, com uma equipe dedicada especificamente para essa finalidade."* (Douek, 2023f, l. 75)

Acrescentou ainda o indagado, ao realizar a descrição dos serviços prestados por sua empregadora, que, em sua carteira de clientes, há empresas que possuem operações em *"diversas geografias"*, caso em que há uma estrutura global que efetua a coordenação entre os diversos países e contas locais. Para que isso aconteça, tais organizações definem uma *"local management area (LMA)"* administrada de forma independente, mas, que de uma forma que o entrevistado nomeou como *"matricial"*, é coordenada globalmente. Em função de tal demanda globalizada, a companhia para a qual o entrevistado trabalha também se organiza em função da existência de unidades em territórios diversos, a fim de que possa atuar onde seus clientes necessitam. Nesse caso, os principais responsáveis pelo contato com o cliente são alocados em acordo com a localização geográfica dos *"decisores de real estate"*. (Douek, 2023f, l. 81).

O informante relatou que a empresa para a qual presta serviços cresceu em grandes centros urbanos, principalmente nos últimos dez anos, em função da verticalização da tomada de decisões relativas à gestão imobiliária corporativa. (Douek, 2023f, l. 97). Acrescentou que muitas organizações de grande porte aderiram ao modelo de gestão verticalizada, em detrimento

de uma gestão mais descentralizada, em atenção a questões de “*compliance*”³⁸, fornecendo, ainda, as seguintes informações adicionais:

"O imóvel não é autossustentável; ele requer um determinado investimento de capital (CaPex) proveniente da matriz. Há uma coordenação significativa, com uma correlação estabelecida pela gestão que vem dela, o que torna as decisões mais estratégicas quando se verticaliza as decisões de real estate. Com a implementação dessa abordagem por outras empresas, nossa firma também se reorganizou para seguir essa tendência."
(Douek, 2023f, l. 105).

A empresa para a qual o entrevistado trabalha oferece serviços dedicados ao mercado de investidores, desenvolvedores e proprietários de imóveis, sendo que, com base no ciclo de desenvolvimento imobiliário (Miles et al., 2006), disponibiliza serviços de consultoria para as atividades iniciais, conforme detalhou:

“A empresa também oferece consultoria para a fase anterior à existência do edifício, ou seja, a consultoria para o terreno, realizando um estudo vocacional detalhado. Esse estudo leva em consideração indicadores de mercado, oferta e demanda, visando identificar qual é o produto mais adequado para aquele terreno específico. A análise abrange diversas opções, como residencial, corporativo, escritórios de pequeno porte, hotel, logístico, last mile³⁹ ou datacenter. Em resumo, o objetivo é determinar qual é

³⁸ Oriundo do inglês “to comply”, *compliance* significa, essencialmente, agir de acordo com um conjunto de normas ou regras estabelecidas. “No ambiente corporativo, trata-se do exercício para assegurar que uma organização esteja cumprindo as exigências, políticas e condutas estabelecidas para as atividades dentro do segmento em que ela está inserida” (Fundação Nacional da Qualidade (FNQ), 2018).

³⁹ *Last mile* descreve o curto segmento geográfico de entrega de serviços de comunicação e mídia ou a entrega de produtos para clientes localizados em áreas densas. A logística da *last mile* costuma ser complexa e cara para os fornecedores de bens e serviços que entregam nessas áreas (Hayes, 2022b).

o melhor uso para o terreno com base nas características e demandas do mercado."

Informou fazer parte do rol das atividades da companhia de que é diretor, a captação de recursos para a viabilização dos empreendimentos:

"Após a conclusão do estudo vocacional do terreno, a empresa inicia a captação de financiamento. Nesse ponto, a área de Capital Markets entra em ação, sendo responsável pela estruturação da captação de financiamento para o produto imobiliário em questão." (Douek, 2023f, l. 123)

Aduziu que a organização ora tratada oferece também outros serviços, que incluem:

"...locações... e, uma vez que o prédio está pronto e alugado, entra em cena o asset management, que consiste na gestão do ativo imobiliário. Essa gestão envolve não apenas o produto físico, mas o ativo como um fluxo de caixa, receitas, e a administração dos contratos de locação, condomínios, envio de boletos, entre outras responsabilidades financeiras. Após essa fase, é realizada também a gestão física, que se refere à administração condominial." (Douek, 2023f, l. 123)

O entrevistado também informou que a empresa onde trabalha dispõe de uma terceira área, a de "avaliação", desvinculada das duas primeiras anteriormente reportadas e, justificando a independência, afirmou:

"Os M&As, as empresas de capital aberto estão toda hora refazendo as avaliações, o dimensionamento do valuation do portfólio. A empresa acaba sendo muito demandada aí nesse setor. É uma área completamente independente, não tem cruzamento de dados nenhum com as outras áreas de negócio porque ela tem que ter essa isenção, não é?" (Douek, 2023f, l. 138)

O interrogado acrescentou também existir uma segmentação por tipo de produto na estrutura da empresa onde atua, fornecendo os seguintes exemplos: *"escritório, logístico, varejo, hotel e data center e, no Brasil, é isso. Fora, na Europa, tem muito forte o residencial*

também” (Douek, 2023f, l. 155). Informou haver, no total, dezessete áreas de atuação destacando que *“a gente faz a própria pesquisa (de mercado) em função do tamanho do “market share e da confidencialidade das informações (não são públicas)”⁴⁰, feito que “acaba virando inteligência de negócio”,* sendo que, no exterior, a companhia oferece serviços não disponíveis no mercado brasileiro (Douek, 2023f, l. 163).

Questionado sobre as razões que levam grandes corporações a optarem por trabalhar com uma gestora imobiliária global, explicou:

“Muito boa pergunta. Esse é um fator (as corporações optarem por trabalhar com uma gestora global) que eu diria que tem um crescimento gigantesco exatamente por esse ponto. Isso vem acontecendo na nossa região, aqui, na América Latina. Eu diria que as razões são: Uma gestão coordenada tirando a decisão de “real estate” da ponta. Imagine uma empresa que ainda faz a gestão no modelo anterior (descentralizada) é onde ela faz a sua própria decisão do “real state” em um determinado país, em uma determinada cidade e aquilo (a decisão imobiliária) sofre muita influência do country manager, dos diretores ali daquela região, dos relacionamentos locais que aqueles decisores têm.”
(Douek, 2023f, l. 190)

Em seguida, comentou que a gestão descentralizada, muitas vezes, não está alinhada com os interesses da companhia *“e isso acaba gerando um determinado conflito (com os interesses da empresa)”* (Douek, 2023f, l. 218). Entretanto, ainda que com estrutura de definição de estratégia imobiliária verticalizada, os clientes não podem renunciar ao conhecimento sobre o mercado local, explicou. Destarte, para que as decisões sejam tomadas de forma assertiva, é necessária uma combinação de alinhamento da estratégia imobiliária com a adequação desta às condições locais: *“...por mais que a gente queira fazer decisões*

⁴⁰ As informações sobre transações imobiliárias podem ser públicas ou privadas dependendo da legislação do país. Em países como nos Estados Unidos, as informações são públicas e podem ser encontradas em diversas instituições governamentais ou em sítios eletrônicos como realtor.com (Real Title, 2022).

coordenadas, estratégicas, de “real estate”, se eu não tenho conhecimento local dos determinados mercados, eu não consigo agregar de uma forma que atenda a necessidade daquele tomador de decisão, daquela cidade, daquele determinado local.”

Com base na configuração de mercado apontada no parágrafo anterior, justificou a necessidade de uma organização com atuação global: “...esse decisor global, regional, ele demanda uma empresa que tenha penetração nos mercados para conhecer, para conseguir trazer inteligência dos mercados” (Douek, 2023f, l. 220).

Assim, com os argumentos anteriormente referenciados, defendeu a contratação de uma empresa global de gestão de “real estate”:

“Por ela (a empresa) ter essa penetração de escritórios pelo mundo todo, com especialistas, com os melhores do mercado, pessoas experientes daqueles mercados, ela consegue trazer essa inteligência daquele mercado para uma decisão coordenada, centralizada, de “real estate” regional ou global. Esse é um grande fator que agrega muito para as empresas. Isso gera responsabilidade de compliance para as empresas.” (Douek, 2023f, l. 221).

Outra razão para a contratação de uma empresa especializada em gestão de “real estate” apontada pelo informante é o provimento de sistemas de gestão (Douek, 2023f, l. 237), ponto sobre o qual destacou: “...a empresa possui um programa de conformidade fortíssimo, fortíssimo, extremamente robusto” e acrescentou:

“Um outro ponto para chamar atenção é o tratamento de uma transação mobiliária de uma forma confidencial. A organização também possibilita isso. Não é? Outras empresas também querem fazer todos esses trabalhos, são empresas, muitas vezes, de capital aberto, em processo de M&A ou em vias de passar por um, o que demanda uma avaliação do portfólio. Nestes casos, você precisa ter uma empresa que tem a capacidade de operar de forma confidencial” (Douek, 2023f, l. 269).

Salientou, outrossim, que, quanto maior for “o *market share*” da organização gestora de ativos imobiliários, maior será o seu acesso a informações relevantes do mercado, as quais poderão subsidiar uma tomada de decisão mais assertiva. (Douek, 2023f, l. 287). Exemplificou sua colocação com os apontamentos a seguir:

"Uma empresa que está buscando locar uma área de 10.000 m² para escritórios pode se deparar com o preço inicial solicitado pelo locador, que é de R\$ 120,00/m². No entanto, é importante considerar na negociação que a última transação realizada no prédio foi a R\$ 95,00/m². Nesse caso, o proprietário concedeu carências significativas e realizou obras.

Obter esses detalhes antes de iniciar as negociações permite criar um business case anterior à transação, mesmo sem ter participado diretamente da negociação. Os principais envolvidos nesse processo são o proprietário, o inquilino e os representantes de ambas as partes. A participação desses stakeholders e o conhecimento detalhado do market share desempenham um papel crucial. Essas informações facilitam a tomada de decisões preliminares, realizadas no ambiente de trabalho ('desktop'), antes de efetivamente entrar em campo para a negociação." (Douek, 2023f, l. 287)

Indagado sobre as diferenças entre a gestão de ativos imobiliários em empresas de capital aberto e de capital fechado, explanou que na empresa de capital aberto, “há uma preocupação maior com transparência” (Douek, 2023f, l. 313).

Frente às citações recorrentes sobre questões legais, foi questionado sobre a relevância dos riscos estratégicos, financeiros e operacionais na tomada de decisão imobiliária, ao que argumentou serem igualmente relevantes.

A respeito dos riscos financeiros, ponderou:

“Do ponto de vista financeiro, quando você estrutura, esse business case, tendo acesso às informações antes de começar uma negociação, você garante que você está partindo para os

melhores caminhos, na largada, não é? Isso, financeiramente lá na hora de fechar um determinado negócio tem um grande impacto, você tem grandes economias que você gera por conta disso, por conta dessas negociações feitas com conhecimento prévio.” (Douek, 2023f, l. 343)

Sobre os riscos operacionais, assim se pronunciou:

“Sobre o operacional também, porque você, no momento que você coloca um sistema global para gerir aqui no portfólio com com um time em cada ponta, especializado, que vai, operacionalmente, fazer a coisa acontecer de uma forma harmônica você tem um grande ganho nesse sentido.” (Douek, 2023f, l. 363).

Seguiu divagando sobre os riscos estratégicos:

“...estratégico também, com certeza, porque a somatória desses três fatores te dá um posicionamento estratégico mais forte, não é?” (Douek, 2023f, l. 363).

Por derradeiro, assim exemplificou:

“...para cada tipo de negócio diferente que esse que esse ocupante tem, isso (referindo-se à gestão imobiliária com uma empresa global), do ponto de vista estratégico, é muito relevante. Você vai para uma linha de decisão da empresa muito relevante. Você tem impacto na logística da empresa. Você tem impacto nas vendas. Imagina o retail (varejo). O seu impacto nas vendas da empresa. O posicionamento da loja impacta na venda. No logístico, o custo pode ser tremendamente afetado por uma melhor localização de empreendimento. No escritório também, não é? A atração de talentos de um determinado escritório em detrimento de um outro. Aliás, tem muita empresa que entra na nossa matriz de decisão, o impacto de atração de jovens talentos. É, isso é altamente estratégico e faz parte da matriz de decisão

de uma determinada localização em um determinado mercado.”
(Douek, 2023f, l. 373).

Após refletir alguns instantes, afirmou que, às três categorias de risco acima especificadas e também aos riscos legais é possível atribuir o mesmo peso quando avaliados do ponto de vista de importância na tomada de decisão imobiliária (Douek, 2023f, l. 401).

Indagado acerca da padrões para a contratação dos serviços oferecidos pela empresa em que atua, esclareceu que, geralmente, são contratados um ou dois serviços inicialmente e que, muitas vezes, o escopo de trabalho é ampliado com o decorrer do tempo (Douek, 2023f, l. 449). Apresentou, como exceção, os clientes com atuação global que, segundo ele, terceirizam a grande maioria dos serviços de CREM:

“Eu tenho clientes que se utilizam de nossos serviços para 100% (dos serviços de gestão imobiliária) até a tomada de decisão de “real estate”. Ela tem equipe alocada que usa até o e-mail do cliente... (a empresa) é muito intrínseca à operação do cliente.”
(Douek, 2023f, l. 474).

Sobre os formatos de contratação, o entrevistado esclareceu que há casos em que o representante da gestora imobiliária e o conselho administrativo da empresa contratante (*board of directors*) atuam conjuntamente na tomada de decisão e, em outras situações, a primeira apenas provê as informações e recomendações (Douek, 2023f, l. 483).

Solicitado a comentar a Tabela 3, no que se refere às estratégias de CREM nela incorporadas, informou que, sob a ótica de seus clientes, há diferentes níveis de relevância, sendo que a priorização depende do perfil de ativo imobiliário (Douek, 2023f, l. 535). Ilustrou o tema explicando que, para escritórios, o foco está na satisfação de colaboradores e nas metas de descarbonização, enquanto, para centros de distribuição, a questão central é a minimização de custos.

No que diz respeito ao processo de seleção de um ativo imobiliário, acrescentou:

“O caso dos escritórios como exemplo, não é? A gente tem uma matriz de decisões qualitativas, dentro do nosso processo, para cada uma das localizações. Fazem parte desta matriz tópicos como segurança, especificações técnicas e localização. Cada um

destes itens apresenta subdivisões com pesos para cada um deles (um scorecard). Os pesos são ajustados segundo o ramo de atuação da empresa. A gente tenta tirar a subjetividade, introduzindo critérios objetivos para a tomada de decisão. São duas grandes análises: uma qualitativa e outra financeira/contábil onde entra o CaPex e Opex.” (Douek, 2023f, l. 565)

Destacou a influência das questões contábeis no processo decisório de CREM:

“Fluxo de caixa trazido a valor presente onde entra todo o CaPex e OPex da operação. Não é só aluguel e IPTU (Imposto Predial e Territorial Urbano), mas, também, todos os custos de facilities, outros custos envolvidos e o reflexo disso na contabilidade. Aí pode-se considerar write offs⁴¹, fluxos de depreciações⁴² e como isso entra (no balanço contábil), né, atendendo a IFRS 16⁴³ ou à US GAAP⁴⁴.” (Douek, 2023f, l. 585).

Indagado sobre a forma pela qual os investidores enxergam a CREM no que tange à relevância para o desempenho das empresas, explicou:

⁴¹ Write-off é um termo contábil que descreve uma situação em que um contador precisa retirar do livro contábil um valor obsoleto, ou seja, que não possa mais ser recuperado (Tuovila, 2021).

⁴² A depreciação é um a despesa da empresa que não corresponde a um pagamento efetivado na mesma época. Pode ter três interpretações: perda de valor de um bem capital, diluição do custo de um bem de capital e poupança para compra de um novo bem de capital (Martelanc, [s.d.]

⁴³ IFRS é a abreviação de International Financial Reporting Standards, a qual trata de padrões contábeis a serem adotados em diversos países, principalmente nos de origem romano-germânica. O IFRS 16 trata especificamente dos contratos de arrendamento (*lease*), embora não represente integralmente o seu âmbito de aplicação (Fernandes, 2018). Há países que proíbem o uso do padrão (Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2023).

⁴⁴ U.S. GAAP – United States Generally Accepted Accounting Principles emitidas pelo FASB – Financial Accounting Standards Board (Lemes & Carvalho, 2009)

“No momento em que você faz a gestão (imobiliária) da forma que eu comentei (referindo-se à verticalização), você traz transparência e as empresas estão preocupadas com isso. Quando você coloca o ESG na conta, o imobiliário ganha bastante relevância porque a gestão também é feita com governança, preocupação ambiental e social.” (Douek, 2023f, l. 637)

8.4.13 Décima entrevista – proprietário corretora de seguros

O décimo entrevistado é proprietário de corretora de seguros. A entrevista com profissionais do mercado de seguros mostrou-se relevante em razão das afirmações dos entrevistados anteriores, que citaram os seguros como forma de gerenciar os riscos inerentes à gestão imobiliária.

Solicitado, inicialmente, a comentar a perspectiva da gestão de riscos no contexto da administração imobiliária, o indagado informou:

“Existem vários riscos no contexto da gestão de ativos imobiliários. Os principais são: estrutura física do ativo. Se ela está correta. Se ela foi bem construída, se tem rachaduras ou alguma questão estrutural nela envolvida. Nesse tipo de multinacional também ou de empresa grande, na tomada de decisão, talvez os riscos, né, de adequação do imóvel para esse perfil, com questões de acessibilidade, para-raios e de saídas de emergência, tem que ver se tem toda essa questão de adequação. Então, quanto mais pronto o imóvel estiver com esse perfil, melhor para quem for comprar, menos investimento, vai ter que fazer para adequar o imóvel. A questão de localização.... No caso, se for uma fábrica (exemplificando), a questão de segurança do entorno, a questão de transporte... Segurança e localização devem ser olhadas com calma.” (Douek, 2023a, l. 39)

Questionado sobre os formatos das apólices disponíveis no mercado, o entrevistado informou existirem seguros com coberturas pré-definidas ou os que podem ser ajustados de acordo com a necessidade do cliente. Citou como exemplo dos convencionais, o seguro

patrimonial, que, segundo ele, já contempla coberturas conhecidas, tais como incêndio, vendavais, roubo, furto, danos elétricos, raios e explosões, sendo que outras espécies de riscos podem ser incluídas na apólice. (Douek, 2023a, l. 74).

O entrevistado relatou, a título de exemplo, que, com o intuito de reduzir o prêmio do seguro de uma determinada planta fabril, foram recomendados ajustes no edifício:

“...o prêmio estava bastante elevado, não é? Eles estavam com uma taxa mais alta e aí a gente sugeriu algumas adequações, em função do risco que apresentavam para a seguradora: reorganizar o estoque, onde eles empilhavam um estoque de bebida que estava próximo do quadro de luz, onde ter extintor de incêndio, algumas adequações, inclusive sugeridas, não é? Para melhorar, para diminuir o risco é por parte das seguradoras. Aí em São Paulo, também, a gente deu uma sugestão para um depósito para construir uma parede de alvenaria, para separar dois tipos de materiais, sendo um pouco mais inflamável, então ele ia dar uma proteção a mais, não é? Em caso de incêndio um tempo maior para conseguir trabalhar essa questão e diminuir o incêndio. Como resultado, a gente conseguiu baixar o prêmio do seguro e diminuir o risco.” (Douek, 2023a, l. 98)

Ao ser solicitado a comentar sobre o processo de precificação e a influência das alterações no referido edifício no custo do seguro, relatou: *“as seguradoras têm um canal, uma equipe atuarial, que se utilizam de dados para efetuar os cálculos. Em alguns casos podem se negar a tomar o risco”* (Douek, 2023a, l. 105).

Questionado sobre o papel do seguro no caso de investidores acionarem juridicamente empresas em razão de decisões tomadas pelos seus gestores, informou:

“Para decisões gerenciais, se houver nessa ação (alguma medida adotada pela empresa) algo contra determinado investidor, é algo que vai ter que ser decidido ou levado à justiça e lá na justiça vai se definir se realmente foi algo a ser indenizado ou não, tá? Porém, o seguro de responsabilidade civil é o que acaba dando respaldo para os gestores na tomada de decisão, isto

excluindo ma fé ou alguma outra característica que pudesse demonstrar que não houve lisura no processo de tomada de decisão. O seguro serve também para cobrir as custas judiciais.” (Douek, 2023a, l. 181).

Explicou que os sinistros objeto de cobertura atuarial, em caso de responsabilidade civil, seriam aqueles decorrentes de “*ação ou omissão, culpa ou dolo, nexo de causalidade⁴⁵ entre a ação ou omissão do agente do dano e dano experimentado pela vítima*” (Douek, 2023a, l. 187).

O informante destacou que o objetivo do seguro alusivo à responsabilidade civil é proteger os tomadores de decisão, ou, normalmente, os gestores da organização:

“O seguro de responsabilidade civil é amplo e serve para mitigar o risco de quem está lá, tomando decisão... Esse seguro de responsabilidade civil, que pode ser o D&O⁴⁶ ou o E&O...” (Douek, 2023a, l. 190).

Questionado sobre a viabilidade de incluir em um processo de IPO e, por conseguinte, em prospecto de investimento em que são declarados todos os riscos percebidos pela empresa, seguros compatíveis com estes explicou:

“Não sei se a gente consegue incluir todos e todos são [assegurados], mas em um processo de IPO é muito normal ter seguros, não é? O seguro faz parte, muitas vezes, de acordos de compra e venda, não é? São seguros garantia, então, o seguro garantia é bastante comum em IPOs, em vendas de empresas, onde há contratualmente um combinado, é possível o seguro garantia. Ele serve para que aquele combinado seja executado.

⁴⁵ Na seara da Responsabilidade Civil, o nexo causal é a ligação entre a conduta do agente e o resultado danoso (Pontes, 2018).

⁴⁶ Em linhas gerais, o seguro D&O (*Directors and Officers*) é para reclamações de atos de gestão e o seguro E&O (*Errors and Omissions*), para reclamações de falhas profissionais (Allianz, 2023).

Para ficar tranquilo que vai ser cumprido” (Douek, 2023a, l. 203).

O entrevistado ainda relatou que as seguradoras participam da elaboração das apólices de seguro para as empresas em processo de abertura de capital e que, para isso, normalmente, dependem das informações coletadas por meio de questionários pré-concebidos (Douek, 2023a, l. 223). Além das respostas do questionário base, as informações solicitadas podem incluir “...questionamentos extras, fotos, vistorias prévias, e, em uma série de casos, informações financeiras e balanços, DREs⁴⁷...” (Douek, 2023a, l. 227).

Solicitado a avaliar a gestão das quatro categorias de risco (conformidade, finanças, estratégia e operações), o indagado explicou:

“Na parte de compliance, está que a toda a parte que dá segurança, a parte de imagem, a parte de valores, a questão toda de assédio ou até mesmo, por exemplo, de imagem da empresa, a gente fala hoje muito de ataque cibernético, de exposição de dados, tem toda uma questão de LGPD e, por vezes, se houver algum tipo de vazamento de dados respinga nesta área de compliance, de código de conduta, de como avisar a base de clientes, o seguro vai auxiliar todas estas áreas com algum tipo de produto e também de acordo com o tipo de indústria.” (Douek, 2023a, l. 249).

Ao ser perguntado sobre o papel prioritário do seguro, o entrevistado referiu-se à questão financeira como uma das primordiais, em função do “*pagamento de indenizações porque, o seguro, ele é uma ferramenta financeira, não é? No caso de uma reposição quando houver*

⁴⁷ O artigo 187 da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), instituiu a Demonstração do Resultado do Exercício - DRE. No atual Código Civil Brasileiro, a DRE corresponde ao "resultado econômico", cujo levantamento é obrigatório conforme seu artigo 1.179. A DRE tem como objetivo principal apresentar de forma resumida o resultado apurado em um determinado período, normalmente, de doze meses (Portal de Contabilidade, 2023).

destruição de bens, auxílio financeiro para pagar advogados em caso de uma ação contra a tomada de uma decisão.” (Douek, 2023a, l. 269).

Destacou, também, a conveniência da adoção de medidas para prevenir ocorrências, exemplificando: *“no caso de uma estrutura física, vai instalar uma grade, vai contratar um segurança, vai ter extintor, vai ter normas de conduta”.* (Douek, 2023a, l. 283), salientando que o seguinte:

“Caso nada disso dê certo [a adoção de medidas preventivas], tem lá ainda uma barreira financeira que é o seguro para poder dar respaldo, para não impactar também diretamente o caixa, muitas vezes não inviabilizar o pagamento de fornecedores, de funcionários (exemplos). Se fala muito que o seguro, ele é uma ferramenta de manutenção, que ele dá estabilidade. É uma ferramenta para ajudar a governança, para evitar, por vezes, um evento que possa impactar a produção dos seus bens, há coberturas de perda de lucro..., especialmente na gestão de crise. Em alguns casos pode evitar uma falência...” (Douek, 2023a, l. 287)

No que tange às questões operacionais, informou ser possível adquirir seguros para riscos como a ocorrência de ciclones e sinistros relacionados à área de tecnologia da informação, que o entrevistado chama de *“seguros ciber”*. No que diz respeito a recursos humanos, asseverou que *“é possível segurar a operação de forma a garantir o pagamento de salários”* (Douek, 2023a, l. 302)

Quanto à estratégia, informou que a responsabilidade civil é a *“tônica relacionada às decisões dos gestores”* (Douek, 2023a, l. 314).

No que se refere ao preço dos seguros, o informante detalhou que *“a taxa vai ser calculada segundo a especificidade de cada negócio”* (Douek, 2023a, l. 347) e seguiu fornecendo exemplos de diferentes tipos de negócio e de suas respectivas variações no que tange ao cálculo de valores de seguro: *“...no mercado imobiliário, se tem a ideia de que a taxa de um seguro de risco de engenharia para construção é “x”. Para uma usina, é outro cenário...Em uma área urbana, os riscos são mais previsíveis do que em uma área onde será implantada uma usina”* (Douek, 2023a, l. 353).

Sobre grandes riscos, tais como o rompimento de barragens, esclareceu:

“Caso a barragem seja assegurada, claro, vai ter uma influência direta em algumas tomadas de decisões, um auxílio, um contato direto da empresa junto à seguradora, porque a empresa tem todo interesse que a seguradora vá repor (os prejuízos), vá dar um suporte para os pagamentos de indenizações que vão ocorrer. Ao mesmo tempo, a seguradora tem o interesse de estancar e minimizar esses estragos, não é? Aí as coberturas variam de acordo com a apólice, mas, podemos citar danos à imagem, indenizações, negociação com o entorno. Depois disso resolvido, a questão da renovação de seguros também que, sem dúvida alguma, vai ter uma influência grande no novo prêmio. Vai ter que ir atrás das causas. Para ver se foi uma sabotagem, se foi algo que não estava previsto, se já não tinha sido indicado por algum engenheiro, olha, tem um risco, certo? Tem que se tomar uma ação. Tudo isso, a seguradora, vai levar em conta para ver se vai pagar ou não.” (Douek, 2023a, l. 371).

Questionado sobre o papel das seguradoras junto aos seus clientes na construção das apólices de seguro, destacou:

“...por isso que é importante que as cláusulas estejam adequadas. É importante que a empresa (contratante do seguro) seja bastante séria, fazer toda a parte preventiva, cuidar dos detalhes, não ser omissa em determinadas situações, então, tem uma série de situações, prévias ao desastre, ao sinistro, que vão ser avaliadas, mas sim, a seguradora tem influência na resposta, vai ajudar e tem todo o interesse que a empresa haja da melhor maneira possível... Existem seguradoras especializadas em grandes riscos.” (Douek, 2023a, l. 391).

Acrescentou que algumas seguradoras, além de garantir cobertura financeira, são proativas no sentido de orientar os clientes sobre como agir no caso de sinistros como, por exemplo, as invasões de sistemas de tecnologia da informação:

“Um dos casos bastante emblemáticos são esses ataques cibernéticos que têm ocorrido com muita frequência. Às vezes, as empresas não sabem como dar o primeiro passo, como agir. Então as seguradoras estão se especializando, se estruturando, cada vez mais, para, desde o primeiro momento, negociar com o cyber criminoso.” (Douek, 2023a, l. 395).

Inquirido sobre a dificuldade de precificar danos à imagem da organização, afirmou:

“Na apólice, é possível considerar uma margem, um valor que permita a contratação de uma assessoria de imprensa, um trabalho sério, né, ou, até mesmo, inserções em canais convencionais ou de internet para tentar reconstruir (a imagem), mudança de marca, de logo.” (Douek, 2023a, op. 441).

Especificamente sobre a participação das seguradoras nos processos de abertura de capital, informou:

“Sim. Eu não sei se é 100%, tá? Mas a as pessoas que eu sei que abrem capital, que trabalham com o IPO, M&A, elas procuram ter um seguro garantia para dar uma segurança maior à transação, não é? E aí, geralmente, envolvem uma seguradora de confiança, elas têm lá geralmente um parceiro que vai atrás desse produto” (Douek, 2023a, op. 486).

Ainda, indagado sobre o que é segurável e o que não é na gestão de uma companhia, respondeu:

“Em teoria, tudo poderia ser passível de precificar, avaliar risco e jogar lá uma taxa, mesmo que ela seja altíssima para tentar ter uma segurança maior para algum tipo de operação. Na prática, o que acontece é que muitas vezes, as seguradoras não tem apetite para alguns riscos...O mercado é muito amplo, a gente

pode falar do cyber ao seguro naval, à responsabilidade civil, ao risco de engenharia, ao seguro de mercadorias portáteis, aviation...O desafio do corretor é entender o risco, chegar a oferecer opções, coberturas adequadas e, caso ocorra sinistros, garantir que seja pago.” (Douek, 2023a, op. 505).

8.4.14 Décima primeira entrevista – gerente corretora de seguros

A décima primeira entrevista, que seria realizada com gerente de outra corretora de seguros, igualmente detentora de conhecimento acerca do ramo de seguros aplicáveis a processos de abertura de capital, culminou por ser desmarcada por razões pessoais da entrevistada, que, entretanto, compartilhou uma série de referências bibliográficas comentadas no capítulo dedicado ao tema, bem como indicou o décimo-terceiro entrevistado, o qual, por sua vez, respondeu às perguntas que lhe foram apresentadas.

8.4.15 Décima segunda entrevista – diretor de empresa varejista

Um dos setores da economia mais dependentes dos seus ativos imobiliários é o setor do varejo, razão pela qual a décima segunda entrevista foi conduzida junto a ex-diretor de empresa varejista do setor de moda que atua, atualmente, como professor universitário, lecionando acerca do tema.

A primeira pergunta elaborada fazia referência ao modo pelo qual a gestão de ativos imobiliários é gerenciada no varejo. A resposta fornecida foi a ora apresentada:

“Assim falando de uma forma ampla, a gestão imobiliária pelos varejistas, quando a gente fala de varejo físico é uma questão central porque está ligado a localização e a localização é um dos primeiros pontos a serem avaliados quando vai se montar uma loja física, não é? E aí tem dois aspectos. Um aspecto é o aluguel da loja que tem a vantagem de não precisar imobilizar o capital e poder simplesmente assumir a loja pagando o ponto comercial e o aluguel e já começar o negócio. Por outro lado, a gente não falando de shopping center, a gente falando de loja de rua, está sempre correndo o risco da mudança que acontece da movimentação imobiliária, na cidade, não é? Da mudança de

mão (referindo-se à mudança do sentido dos carros nas vias) às regiões que vão mudando de perfil, mudando de características. É, e aí é um problema sério para o varejista, porque o que era um bom ponto comercial pode se tornar um ponto não comercial.” (Douek, 2023b, l. 26).

O entrevistado exemplificou a situação reportada, relatando o efeito que a especulação imobiliária na cidade de São Paulo tem causado sobre algumas lojas, forçando a saída de varejistas para a demolição dos estabelecimentos e construção de novos empreendimentos (Douek, 2023b, l. 71).

Explicou que o varejista, forçado a sair de um determinado ponto comercial, necessita, muitas vezes, abrir mão da operação, considerando a importância daquele no sucesso do negócio (Douek, 2023b, l. 81). Reportou que as grandes organizações do varejo *“por alguma razão, começaram crescendo tendo os próprios imóveis, comprando os próprios imóveis, mantendo os próprios móveis. Agora, quando as redes são vendidas, se desmembra a rede do imóvel. E até tem senso comum no mercado, né, que tem muito varejista ganhando mais dinheiro hoje alugando a loja do negócio que ele vendeu, então que quando ele trabalhava com o negócio em si.”* (Douek, 2023b, l. 127).

Relatou que, além do Atacadão, uma rede iniciada no Paraná, a Mercadorama também isolou os ativos imobiliários, quando realizou a venda do negócio (Douek, 2023b, l. 171), assim comentando:

“Eu lembro que, anos atrás, quando eu li uma notícia que o Walmart estaria vendendo vários dos imóveis que ele tinha aqui no Brasil, para (serem substituídos por) empreendimentos imobiliários. Eu lembro na época de ter comentado em sala de aula, de falar assim, o Walmart vai sair do Brasil... E por quê? Porque esse pessoal (os grandes varejistas) se eles têm intenção de crescer e ficar no país, eles compram áreas que vão se tornar viáveis, talvez daqui a 10 anos. Porque é o tal negócio, comprar um terreno como eles precisam, com a metragem quadrada necessária, não dá para esperar a cidade crescer para depois comprar, não vai ter. Não vai ter disponibilidade para

comprar tudo aquilo. Então eles procuram comprar antes que a cidade cresça e, obviamente, corre o risco, de o crescimento não ser o que esperavam.” (Douek, 2023b, l. 219).

O questionado também dedicou alguns momentos a relatar o papel dos shopping centers no contexto do varejo:

“O shopping center, na realidade, ele tem impacto imobiliário muito grande, porque ele envolve toda a região (onde está implantado) ... A atração do shopping center é colocar o shopping fora do eixo principal da cidade e para que a cidade cresça em direção ao shopping. E isso a gente vê claramente no Rio e em São Paulo no passado e em cidades menores, não é? Aonde a gente vai, conversa, eu sempre pergunto se na cidade há shopping? Respondem que sim, mas que é muito longe e tal, não é? E aí você começa a ver, perto do shopping, condomínios centros desenvolvidos e coisas do gênero, não é? Então, também é uma outra relação imobiliária com o varejo. Uma instituição como shopping center, que é mais um investimento imobiliário do que o investimento comercial...” (Douek, 2023b, l. 279).

Indagado sobre quais fatores são referenciados na seleção de um local para a implantação de uma loja, respondeu que, normalmente há um checklist *“que considera as variáveis do negócio”*, que tem como prioridade a localização, *“que tem a ver com a presença do público-alvo onde está o imóvel”*. Observou que a relação entre a localização e o raio de influência depende do perfil do negócio, ponderando que *“se for uma padaria, pode considerar um raio de 500 metros”*; tratando-se de loja de roupas que não esteja situada em centro comercial, *“pode considerar uns 2 kms”*; no caso de shopping centers, *“de 4 a 5 kms”* (Douek, 2023b, l. 312). Acrescentou que a concorrência e a densidade de concorrência são tópicos

igualmente importantes e que as luvas⁴⁸ serão proporcionalmente maiores, se comparadas com o nível de desenvolvimento da região onde for instalado o negócio.

Sintetizou os fatores de importância na seleção de uma loja como sendo: a área de abrangência em função do público alvo, o ponto comercial, o valor do aluguel e o estado do imóvel (Douek, 2023b, l. 431). “*Os fluxos a serem estudados na localização*” e o contrato de locação “*de cinco anos com renovação automática*” foram outros itens destacados. Finalizou os apontamentos referentes à pergunta somando a disponibilidade de estacionamento e a segurança às variáveis que considera relevantes.

Demandado a comentar a maneira com que os varejistas abordam as quatorze estratégias de CREM, teceu as considerações a seguir e as respectivas avaliações de relevância formuladas na Tabela 3:

“...minimização de custos, entra na questão do aluguel... com a reforma”

“flexibilidade pode ser relacionada à questão do acesso à loja”

“Objetivos de recursos humanos seria do ponto de vista de facilidade de acesso aos colaboradores, mas não vejo isto com muita ação.”

“Promoção das mensagens de marketing, a não ser que eu esteja em uma loja com fluxo de circulação, como no metrô, de resto, a mensagem de marketing em lojas de rua é praticamente inexistente... não vejo a questão de “real estate” com grande participação.”

⁴⁸ O termo “luvas” é utilizado para definir o montante pago adiantado pelo locatário ao locador, geralmente na assinatura do contrato de locação, além do aluguel e demais despesas. O referido valor seria um título de preferência quanto ao ponto comercial (Fadel Sociedade de Advogados, 2021)

“Vendas e processo de vendas entrariam na questão da localização”.

“Produção em operação não porque é varejo, mas na parte de entrega do serviço sim.”

“Processos gerenciais, gestão do conhecimento eu acho que para loja não tem muita importância, não é?”

“Captura de valor imobiliário... quando começou o shopping center no Brasil, teve muito isto porque era uma época, na qual os shoppings como ainda não tinham vingado, eles vendiam por um preço bastante bom, as lojas, não é? E teve muito varejista que no lançamento do shopping, comprou três ou quatro lojas e quando o shopping foi efetivamente lançado para inaugurar, ele vendeu duas e as outras duas ficaram com ele e, praticamente, não gastou nada pela própria valorização. Hoje, o que acaba acontecendo é que quando o pessoal lança um shopping, o valor que eles pedem pela loja, você já acha que estão considerando (a valorização) esse shopping daqui a cinco anos pra pedir um valor desses, não é? Então você já não tem muita chance de valorização. Esse tópico então seria o caso dos shopping centers.”

“Aumento de produtividade, não. Acho que seria mais para produção.”

“Controle de risco se considerarmos roubo, essas coisas, não é?”

“Mudança de cultura... há um caso de uma loja que saiu de um bairro onde não havia provador e, ao instalar lojas em outros bairro, quis manter esta cultura. Agora as lojas já possuem provador, mas não deu certo e tiveram que mudar a cultura. Aí sim. Se as lojas mais populares vão para um bairro menos popular, precisam se ajustar.”

Satisfação dos colaboradores, sim. Deveria ser mais... A satisfação vai estar ligada à facilidade de acesso, facilidade de alimentação com locais mais baratos.

“Responsabilidade social corporativa, não consigo pensar em lojas pensando nisto.”

“A sustentabilidade quando está presente, não está ligada à questão imobiliária... Não me parece que seja um ponto de muita preocupação. (Douek, 2023b, l. 884).”

Tabela 19 - CREM e entrevista 12

Tópico	Estratégia de CRE	Avaliação do entrevistado
A	Mimimização de custos	Muito relevante
B	Flexibilidade	Relevante
C	Promoção de recursos humanos	Não relevante
D	Promoção das mensagens de marketing	Não relevante
E	Vendas e processos de vendas	Relevante
F	Facilitação da produção, operação e entrega de serviços	Relevante
G	Facilitação do processo gerencial e gestão de conhecimento	Não relevante
H	Captura da criação do valor imobiliário	Relevante
I	Aumento de produtividade	Não relevante
J	Controle de risco	Relevante
K	Mudança de cultura	Relevante
L	Satisfação dos colaboradores	Pouco relevante
M	Responsabilidade social corporativa	Não relevante
N	Suporte à sustentabilidade corporativa	Não relevante

Fonte: o autor

Indagado sobre sua percepção acerca do potencial de sucesso de lojas de conveniência no Brasil, respondeu que depende de aspectos culturais, comentário que realiza em função da comparação com o bem-sucedido caso mexicano (Douek, 2023b, l. 1203).

Explicou que a necessária capilaridade das lojas de conveniência dificulta o processo de *“abastecer estas lojas a um custo baixo, sendo que, normalmente o modelo de negócio é composto por uma quantidade grande de lojas, um centro de distribuição automatizado”* (Douek, 2023b, l. 1223). Segundo o informante, o desafio desse perfil de varejista é conseguir *“abastecer essas lojas com um custo muito baixo, porque um dos problemas de lojas de conveniência é que você tem um mix amplo, mas o estoque baixo por unidade e aí você tem que ter um abastecimento muito rápido, muito contínuo.”* (Douek, 2023b, l. 1223).

Questionado sobre a razão para existirem vários minimercados, às vezes da mesma rede, muito próximos uns aos outros, justificou que isso ocorre em virtude de uma *“visão concorrencial”* (Douek, 2023b, l. 1515), constituindo estratégia para evitar a entrada da concorrência.

8.4.16 Décima terceira entrevista – gestor de seguros POSI

A décima terceira entrevista foi conduzida junto a responsável pela área de processos de abertura de capital de companhia seguradora, cujo principal produto oferecido para casos tais é o que chama de seguro POSI (Public Offering Securities Insurance).

Questionado sobre a forma pela qual a empresa em que trabalha trata a questão do risco associado à gestão de ativos imobiliários nos processos de abertura de capital de outras organizações, respondeu apresentando os principais tópicos a serem observados na estruturação de um seguro para IPOs:

“De maneira geral, o que a gente quer entender com o POSI é qual o tamanho da oferta, da captação da oferta, para que ela vai ser usada. Isso muda para a gente (referindo-se ao risco que cada caso representa) a ideia de risco, se eu vou usar para quitar a dívida ou para ampliar o negócio. Então, isso muda bastante. Se isso vai ser ofertado no mercado estrangeiro ou só brasileiro. É um fator de risco para a gente. O mercado americano é mais

sensível que o mercado brasileiro para acionistas minoritários.”
(Douek, 2023c, l. 45).

Esclareceu que o objetivo do seguro POSI é “...basicamente (...) proteger a empresa de problemas que aconteçam no processo de venda de ações” (Douek, 2023c, l. 71).

Informou os problemas que se busca controlar na elaboração do referido produto:

“Então, quando o acionista minoritário processa a empresa por uma perda que ele teve por falha no prospecto, então o prospecto não estava claro quanto a determinado risco, e por isso eu perdi capital (referindo-se ao investidor). Portanto, eu processo a empresa. É por isso o mercado americano é tão mais sensível que o mercado brasileiro.” (Douek, 2023c, l. 78).

O entrevistado definiu o escopo do seguro POSI como sendo “Basicamente (...) o processo do IPO em si”, acrescentado que “É um processo bastante pontual e focado.” (Douek, 2023c, l. 81).

Em seguida, explicou que a seguradora somente observa os “riscos imobiliários” na composição de produtos para empresas cuja atividade principal é o desenvolvimento imobiliário:

“De maneira geral, vou focar na análise de riscos imobiliários, especialmente nas empresas do setor imobiliário. Para ser honesto, esse critério nem sempre é considerado ao precificar o POSI quando lidamos com empresas de outros setores, como varejo, por exemplo.” (Douek, 2023c, l. 83).

Explicou o porquê da não inclusão da análise dos ativos imobiliários para a elaboração de seguros POSI:

“O seguro é direcionado especificamente para danos ocorridos durante o processo de abertura de capital. Portanto, o gerenciamento de ativos, não necessariamente imobiliários, mas permanentes, pode ter algum impacto quando o investidor não possui determinada informação. No entanto, em geral, o

investidor já terá acesso ao balanço antes da oferta. Dessa forma, o acionista terá informações financeiras disponíveis para tomar a decisão de investir ou não, tornando a análise dos ativos permanentes, especialmente no âmbito imobiliário, secundária. A menos que seja algo realmente destacado para aquela empresa, não daremos muita atenção ao ativo imobiliário em particular." (Douek, 2023c, l. 96).

Como forma de exemplificar a abordagem que a empresa onde trabalha daria à avaliação de risco na elaboração de um seguro direcionado a uma empresa mineradora, cuja operação dependesse de barragem como a que colapsou, pertencente à Vale em Brumadinho, fez uma contextualização genérica:

"O seguro POSI é direcionado para ofertas de capital, sendo específico para IPOs (Ofertas Públicas Iniciais) ou ofertas secundárias, como o follow-on. A sigla POSI representa Public Offering of Securities Insurance (Seguro de Oferta Pública de Valores Mobiliários). Embora possa ser aplicado a qualquer valor mobiliário, abrangendo diversos tipos de títulos, é mais comumente associado a ações. Raramente alguém contratará um seguro POSI para ofertas de debêntures, por exemplo. Esse tipo de seguro poderia ser utilizado em qualquer oferta pública, mas, no momento da solicitação, o foco do segurado será avaliar os possíveis danos que a oferta pública pode causar aos acionistas, sendo que a seguradora estará pronta para efetuar os pagamentos pertinentes."(Douek, 2023c, l. 152).

Em seguida, informou outros perfis de seguro a que se poderia recorrer para proteger a direção de uma empresa de eventuais reivindicações:

"Outro seguro com o qual trabalhamos é o D&O, sigla para Directors & Officers. Este seguro é projetado para proteger o patrimônio pessoal dos administradores em caso de responsabilização por decisões tomadas no exercício de suas funções. O D&O passa por um processo mais detalhado na

análise do dia a dia da empresa em comparação com o POSI. Enquanto o POSI está focado na oferta pública, é necessário examinar tudo relacionado a essa oferta, incluindo a aplicação de capital e o tamanho da oferta.

No caso do D&O, qualquer evento de administração é considerado relevante na análise, pois esses eventos podem resultar em reclamações contra os administradores." (Douek, 2023c, l. 174).

Finalmente, referindo-se ao caso do desastre ocorrido na barragem da Vale em Brumadinho, acrescentou:

"No caso da Vale, houve reclamações contra os administradores, e novamente, o mercado americano é um fator crítico. A Vale possui ADRs⁴⁹ negociadas na bolsa americana, sujeitando-se não apenas à CVM, mas também à SEC devido ao incidente em Brumadinho. Portanto, na análise do D&O, examinamos isso com mais detalhes, e, de fato, Brumadinho traz uma série de riscos adicionais. Apesar de Mariana⁵⁰ já ter ocorrido e a Samarco ser da Vale, o incidente em Brumadinho reforça a existência de um problema que pode ocorrer a qualquer momento, e na análise do D&O, isso faz diferença. A gestão da empresa pode ser responsabilizada por esse tipo de dano. Portanto, um novo rompimento, por exemplo, implicaria em

⁴⁹ Um DR – Depositary Receipt – é um certificado que representa ações de uma empresa. Ele é emitido no exterior por uma instituição depositária e negociado em países diferentes daquele de origem da companhia. De acordo com o mercado em que é listado, o papel pode receber um nome mais específico. Assim, são chamados de ADRs – ou American Depositary Receipts – os recibos de ações de empresas não americanas negociados nos Estados Unidos (Infomoney, 2022).

⁵⁰ O entrevistado está se referindo ao rompimento de outra barragem que ocorreu antes do desastre do Brumadinho, que deixou, além dos estragos ambientais, 19 mortos. (Jornal da USP, 2021)

responsabilização dos administradores em nível pessoal, e o D&O é projetado para proteger precisamente a pessoa física desses administradores." (Douek, 2023c, l. 190).

Em seguida, foi questionado sobre a importância da informação presente nos formulários de referência e nos prospectos de investimento no que tange à elaboração dos seguros e, em sua resposta, novamente utilizou-se do caso da Vale para ilustrar seu raciocínio:

"Em casos como o da Vale, sim, os formulários de referência têm grande peso. Compreender o risco na gestão do dia a dia é crucial, e isso é analisado com mais detalhes. Não nos limitamos apenas à informação financeira, mas também avaliamos a governança da empresa e seu histórico de problemas em qualquer âmbito, porque o D&O protege em esferas diversas do direito, incluindo civil, trabalhista, tributário, consumerista, ambiental, entre outros. Praticamente qualquer aspecto legal pode resultar em responsabilização do administrador devido à sua gestão. Portanto, na análise do D&O, adotamos uma abordagem mais cautelosa ao examinar esse histórico." (Douek, 2023c, l. 209).

Na sequência, o informante foi solicitado a comentar sobre os procedimentos adotados para a elaboração de um seguro que ofereça cobertura para os riscos não patrimoniais de um ou mais ativos imobiliários, no processo de abertura de capital de uma empresa. Para explicar a que o entrevistador se referia quando falava de riscos não patrimoniais, forneceu-se como exemplo a instalação de uma loja em local com pouco ou nenhum fluxo de pessoas ao invés da implantação em um ponto de grande circulação, que seria o esperado para o varejo. O entrevistado reportou ser possível oferecer um seguro para esse tipo de situação:

"No POSI, provavelmente, essas informações já estarão devidamente relatadas no prospecto. Por exemplo, se houver uma loja no centro de São Paulo, e o termo 'centro de São Paulo' se refere à Praça da Sé ou às imediações da Liberdade, isso estará especificado no prospecto. Dificilmente, um acionista

minoritário se sentirá prejudicado por não saber se a loja está localizada na Liberdade ou na Sé. No entanto, no D&O, como estamos lidando com questões de gestão, um acionista pode contestar a decisão de um administrador que escolheu colocar uma loja na Liberdade em vez de na Sé, argumentando que, por qualquer motivo, a Liberdade não possui o alto fluxo de tráfego necessário que a Sé poderia oferecer." (Douek, 2023c, l. 209).

No entanto, explicou que, embora entenda ser possível oferecer esse produto, nunca havia testemunhado situação similar:

"Eu nunca vi algo nesse formato, nem mesmo em questões talvez de maiores proporções. Por exemplo, se o diretor do varejista, ao invés de instalar um centro de distribuição (CD) em Cajamar, escolhe colocá-lo em São Bernardo, que é muito mais caro. Possivelmente, isso poderia gerar uma reclamação. Mas nunca presenciei chegar a um ponto de apresentarem uma reclamação formal contra um diretor em um processo nesse formato, que talvez pudesse ter uma proporção financeira até maior do que uma loja em local indevido... mas é possível. Pode haver um acionista que se sinta prejudicado pela escolha indevida do administrador nesse processo." (Douek, 2023c, l. 259).

Questionado sobre o nível de consciência dos investidores sobre problemas similares, respondeu:

"Acredito que não. O entendimento do acionista geralmente não precede o entendimento da própria empresa. O acionista normalmente não percebe que poderia chegar a ter esse tipo de posicionamento. Em defesa da empresa, ela argumentaria que há assembleias⁵¹, nas quais o acionista pode votar e tomar decisões,

⁵¹ Assembleia de Acionistas é a reunião de todos os acionistas de uma companhia para discutir temas a respeito da condução da empresa que afetam, direta e indiretamente, os interesses dos investidores. É considerada a instância

ou ainda, ele pode apresentar uma pauta e solicitar a mudança do nosso CD de São Bernardo para Cajamar." (Douek, 2023c, l. 279).

Acrescentou detalhes sobre a influência do momento em que as decisões são tomadas:

"Acredito que os acionistas geralmente não têm a consciência de que podem entrar com esse tipo de reclamação. Mesmo que tivessem, especialmente no momento da abertura, eles não têm o direito de voto ainda. Esse direito só será concedido posteriormente, então, o tempo dessa escolha também afetará a capacidade de reclamar ou não contra o administrador." (Douek, 2023c, l. 299).

Prosseguiu fornecendo um exemplo da situação reportada:

"Se o meu CD está localizado em São Bernardo, apenas para manter a linha de exemplos aqui, antes da abertura de capital, meu acionista, ao entrar no negócio, já terá conhecimento de que o meu CD está em São Bernardo. O que ele pode fazer é expressar sua opinião, sugerindo a troca de São Bernardo para Cajamar. Se isso acontece depois, ele terá que ter acesso à possibilidade de alertar que São Bernardo é uma má escolha e orientar a seleção do local para a instalação do CD em Cajamar. No entanto, não será exatamente no momento da abertura. Pode ser antes ou depois. Se for antes, ele não terá muito do que reclamar. Se for depois, provavelmente ele terá participado da assembleia e também não terá muito do que reclamar, pois seu voto pode ter sido vencido." (Douek, 2023c, l. 307)

O interrogado informou, ainda, sobre as possíveis consequências da não realização de assembleias de investidores:

"Se essa assembleia não aconteceu, já vi várias reclamações contra administradores por isso. Os administradores tomaram uma decisão que deveria ser deliberada em assembleia e não foi. Nesse cenário, o acionista minoritário pode entrar com um processo contra o administrador. Esse processo pode ser civil, na CVM, ou até mesmo um processo administrativo interno dentro da empresa, apresentando uma reclamação à ouvidoria. A alegação seria que o administrador tomou uma decisão sem consultar os acionistas para um fato relevante como esse." (Douek, 2023c, l. 331).

Diferenciando o s D&O de outras espécies de seguro, afirmou:

"O que poderia ser segurável no D&O é esse tipo de reclamação de acionista que possa se sentir prejudicado. Existe um risco segurável, um risco financeiro aí. Pensando em um risco próprio, o seguro patrimonial não cobriria esse problema de alocação de capital. Eu não conheço um seguro que pudesse cobrir esse dano próprio. Mas no caso do acionista reclamar, a gente tem um dano a terceiro. O acionista é um terceiro prejudicado." (Douek, 2023c, l. 339).

Sendo apresentado aos riscos reportados no prospecto de investimento da Allbirds (2021) e informado da mudança de estratégia da empresa no que diz respeito à ampliação do número de lojas (Kish et al., 2023; Rockeman, 2023) em função da derrocada do valor das ações, o informante foi solicitado a discorrer sobre a abordagem de uma seguradora para situação similar: (Douek, 2023c, l. 385).

"Acho que aí talvez a gente volte para o POSI para dizer o que pode ou não ser segurável. No POSI, estamos falando de pegar o dinheiro de um acionista novo e aplicar em alguma coisa. Se o prospecto não traz esse risco, por exemplo, de que preciso desse dinheiro porque vou investir tanto na compra de lojas ou em

locações específicas e eu não consigo essa locação, esse risco não está previsto. Isso pode acionar o seguro POSI porque o acionista, ele é prejudicado com essa falta de informação." (Douek, 2023c, l. 385).

Fazendo referência ao exemplo da Allbirds, o interrogado acrescentou a seguinte possibilidade relativa ao acionamento do seguro POSI: (Douek, 2023c, l. 401).

"Essa loja de calçados acha que, aqui em São Paulo, a melhor localização para a loja seria na Oscar Freire. Ela coloca no prospecto que vai abrir uma loja na Oscar Freire e não encontra espaço lá, então abre em uma travessa da Bela Vista, na Lorena. O acionista entende que isso é uma perda de valor para a loja, e isso pode sim acionar o POSI." (Douek, 2023c, l. 401).

O interrogado também foi solicitado a descrever, no caso de incongruências entre o prospecto de investimento e as atitudes de uma empresa varejista, as principais diferenças na aplicabilidade dos seguros POSI e D&O:

"Se esse risco não fosse tratado no prospecto, por exemplo, isso seria um problema maior, porque eu peguei o dinheiro para fazer isso e não fiz. Então, provavelmente, o POSI poderia entrar nessa zona de que o prospecto me prometia fazer uma coisa e você fez outra. Ele é bem mais direcionado para a oferta de capitais. No D&O, pode acontecer, mas também é improvável. O D&O trata da gestão da empresa. Esse tipo de direcionamento, provavelmente, não afeta o acionista no dia a dia, como afeta o acionista que acabou de colocar o dinheiro. Eu nunca vi nada acontecer nesse formato no D&O. No POSI, qualquer erro no prospecto, especialmente no mercado americano, leva a reclamações de acionistas falando: 'Olha, eu investi pensando em uma coisa, você fez outra, você perdeu meu dinheiro. Você me deu informações falsas.' Então, o POSI acaba tendo esse direcionamento melhor do que o D&O, apesar de o D&O poder cobrir qualquer ato de gestão indevido, então o acionista poderia

reclamar contra o administrador por isso também, mas não me parece usual." (Douek, 2023c, l. 425).

Solicitado a avaliar o caso da Surf Air (2023), empresa que, em processo de abertura de capital, apresentou em seu “roadshow” os planos de eletrificação de aviões e de compartilhamento de suas rotas por aplicativo, utilizando-se da rede de pequenos aeroportos norte-americana, mas, que, nessa mesma ocasião, não fez menção à limitação de capacidade desta infraestrutura de receber voos, o entrevistado respondeu:

"É um prato cheio para o POSI. Um sinistro potencialmente grande para um seguro POSI porque ele pode não conseguir os slots⁵². A gente vê, por exemplo, aqui em São Paulo, vou abrir uma companhia aérea no Brasil para fazer Rio São Paulo, não vai conseguir fazer Rio São Paulo. Não tem slot em Congonhas e em Santos Dumont para fazer Rio São Paulo mais. Ainda mais sendo um avião elétrico, que vai ter capacidade de voo limitada. Se algum hub que ele precisa no meio do caminho não consegue, ele perde a capacidade de cruzar uma determinada área porque ele não conseguiu o hub que ele precisava ali no meio. Então,

⁵² No contexto da coordenação de aeroportos, um *slot* é uma autorização para aterrissar ou decolar de um aeroporto específico, em um dia determinado e durante um período de tempo especificado. Os *slots* ou limites nas operações planejadas de aeronaves são uma ferramenta utilizada nos Estados Unidos e em todo o mundo para gerir o tráfego aéreo em aeroportos extremamente movimentados. Em todo o mundo, os aeroportos são designados em níveis que indicam o seu grau de congestão. Os aeroportos de Nível 1 têm capacidade suficiente para satisfazer a procura. Os aeroportos de Nível 2 podem ter alguns períodos em que a procura se aproxima de um ou mais limites de capacidade, mas um processo voluntário de facilitação de horários evita atrasos sistêmicos. Os aeroportos de Nível 3 têm procura por infraestrutura aeroportuária que excede significativamente a capacidade do aeroporto durante os períodos relevantes e, sem controles, teriam atrasos sistêmicos inaceitáveis. Os aeroportos de Nível 3 estão sob controle de *slots* e requerem aprovação antecipada para operar durante as horas controladas por *slots* (Federal Aviation Administration (FAA), 2020)

potencialmente, um sinistro muito grande, porque a gente pode chegar a inviabilizar a operação dele.” (Douek, 2023c, l. 508).

Referindo-se ainda ao caso da Surf Air, informou sobre a ausência de propensão da seguradora a “*tomar o risco*”, ou seja, oferecer um seguro para o processo de abertura de capital da empresa: “*Esse caso, por exemplo, eu não faria. Ele tem um risco que pode destruir o negócio dele e todo o dinheiro investido ser perdido.*” (Douek, 2023c, l. 566).

Fornecendo outro exemplo de situações em que as seguradoras estão menos tendentes a oferecer um seguro, acrescentou:

“Existe uma modalidade de negócio mais ou menos recente nos Estados Unidos, que são as SPACs⁵³, e quando ela faz o IPO dela, você não sabe o que ela vai comprar. Ela fala: 'Eu quero comprar uma empresa mais ou menos com esse perfil.' Então, hoje, a nossa aceitação é super restrita para isso. O mercado americano tem um pouquinho mais de apetite a esse tipo de risco. É claro que vão cobrar muito mais caro por não saber exatamente qual é o risco.” (Douek, 2023c, l. 566).

O entrevistado revelou, outrossim, que as ordens de grandeza dos preços dos seguros POSI oscilam entre R\$ 150.000.000,00 e R\$ 200.000.0000,00 no Brasil e que giram em torno de US\$ 100.000.000,00 nos Estados Unidos.

De outra parte, na hipótese de os investidores sofrerem prejuízos ao adquirir ações de empresa que abriu seu capital, na tentativa de “*recuperar o que perdeu, muito mais do que ganhar alguma coisa*”, aqueles possivelmente ingressariam com demandas em face da companhia, situações em que, especialmente nos Estados Unidos, uma vez verificada efetiva

⁵³ Uma *special purpose acquisition company* (SPAC), também conhecida como empresa de cheque em branco, é uma empresa sem operações comerciais que é formada estritamente para levantar capital por meio de uma oferta pública inicial (IPO). O propósito é o de adquirir ou fundir-se com uma empresa existente. As SPACs existem há décadas, mas sua popularidade disparou nos Estados Unidos nos últimos anos. Em 2020, foram criadas 247 SPACs com um investimento de US\$80 bilhões. Em 2021, houve um recorde de 613 IPOs de SPAC. Em comparação, apenas 59 SPACs entraram no mercado em 2019 (Young, 2023).

inadequação na oferta pública inicial, o investidor poderia “*levar o valor da apólice inteira*” (Douek, 2023c, l. 624).

Ao ser interrogado sobre a possibilidade de uma empresa não conseguir viabilizar a abertura de seu capital no mercado norte-americano, em virtude de a seguradora recusar cobrir seus riscos, respondeu:

“Não, não acho que a operação seja dependente do seguro. Especialmente em um mercado maduro como o americano, ter seguro ajuda muito nessa colocação. Na verdade, retira boa parte do medo do acionista vendedor, não é? O acionista vendedor é que ficaria com o pepino na mão. É então e ele passa a ter mais tranquilidade para isso. Mas, mesmo no mercado americano, dependendo da operação, o seguro pode ficar muito caro. E aí, o cliente pode chegar à conclusão de que o autosseguro⁵⁴ para ele faz mais sentido.” (Douek, 2023c, l. 649).

O entrevistado detalhou, igualmente, a aplicação de seguros no caso de M&As:

“...são seguros muito caros, mas têm basicamente o mesmo formato que o POSI, só que em uma transação entre dois entes privados e não entre o ente privado e o mercado como um todo. E não necessariamente os M&As são feitos com a compra do seguro de M&A, por ser um seguro muito caro, que demanda que a seguradora de fato avalie os contratos, os detalhes, participe das “due diligences”...” (Douek, 2023c, l. 683).

⁵⁴ O autosseguro envolve reservar seu próprio dinheiro para cobrir uma possível perda, em vez de comprar um seguro e esperar que uma seguradora o reembolse. Com o autosseguro, você paga por despesas, como um procedimento médico, danos causados pela água, roubo ou um pequeno acidente de trânsito, do seu próprio bolso, em vez de registrar um pedido sob sua apólice com uma seguradora (Kagan, 2022)

Dada a relevância a que atribuiu ao tema, o entrevistado reforçou a ideia de que é possível uma oferta pública ser realizada sem a incorporação de um seguro (Douek, 2023c, l. 685). Por outro lado, apontou que mesmo nos casos em que estes últimos integram o IPO, os preços para aquisição do produto variam em função do momento do mercado e do apetite ao risco das seguradoras.

Indagado sobre a contratação de seguros por empresas que já abriram o capital, explicou:

"... eu acho que todas contratam, porque, de maneira geral, o diretor de uma empresa de capital aberto está muito exposto a esse tipo de reclamação. Ele pode receber reclamação da CVM. Assim, reclamações muito comuns, como atrasos de demonstrações financeiras, levam multa para o diretor de RI. "Insider trading"⁵⁵. Eu tive alguns casos de "insider trading" recentes aqui comigo. Isso leva a reclamação contra o diretor. O seguro de D&O não cobre "insider trading". Mas os diretores podem estar expostos a isso. E os acionistas. Os acionistas de capital aberto são mais litigiosos do que os de capital fechado. Você tem muita gente que não tem acesso de verdade às decisões tomadas. Enquanto no capital fechado você acaba tendo acesso (às decisões). (Nas empresas de capital fechado), o acionista tem poder, ainda que seja um poder diluído, ele tem poder de decisão. Ele tem acesso às decisões. Em uma empresa de capital aberto, não. O acionista pode não ter acesso a essas decisões. A sua ação no meio de um milhão de ações não decide nada. Logo, você pode se sentir prejudicado. Eu não lembro de uma

⁵⁵ Insider trading é uma negociação com informações privilegiadas envolve a compra e venda de ações ou outros valores mobiliários de uma empresa pública por alguém que possui informações relevantes, mas não públicas, sobre a empresa. (GANTI, 2023)

empresa de capital aberto não contratando seguro D&O."
(Douek, 2023c, l. 737)

O informante também foi solicitado a comentar sobre a relação entre a composição de seguros e a ocorrência de “*impairment*”, ao que respondeu:

"Especificamente sobre “impairment”, a gente tem muito impacto no balanço (contábil) mesmo. Isso pode gerar subida ou queda de ação, o que significa prejuízo para mim também no D&O. Então, o “impairment” incorpora a possibilidade de impactar diretamente no preço da ação, e isso pode levar a uma possível reclamação. Víde Americanas, não é? A gente pode depreciar uma ação por causa do “impairment”." (Douek, 2023c, l. 811).

No que tange ao impacto financeiro para a seguradora no caso de um “*impairment*” da empresa de capital aberto, calculou: (Douek, 2023c, l. 827).

"Quando o “impairment” ocorre, é crucial antecipar os possíveis impactos. Se o “impairment” não foi reconhecido, não possuo a informação necessária para realizar projeções. Por exemplo, se o “impairment” ocorrer no meio da vigência do seguro, isso pode resultar em oscilações nas ações. Para mim, isso seria considerado um sinistro e, possivelmente, um sinistro coberto, sempre dentro da extensão do dano ao acionista. Assim, se a ação dele valia R\$ 20,00 e passou a valer R\$ 18,00, o potencial dano a ser coberto pelo seguro seria de R\$ 2,00 por ação, multiplicado pelo número de acionistas que venham a reclamar." (Douek, 2023c, l. 827).

Avaliando situação hipotética em que uma empresa varejista, em função de mudanças no zoneamento urbano, não possa mais operar uma de suas lojas e, por conseguinte, perca parte de sua clientela e de sua receita, ponderou:

"Especificamente em relação ao D&O, não temos um gatilho na apólice. Não houve nenhum ato de gestão que tenha levado a essa perda de valor. Quando abordamos externalidades, de maneira geral, o diretor possui uma espécie de álibi. Uma das principais exclusões nos seguros, em geral, é a força maior. O Estado impondo algo é considerado força maior, e essa é uma exclusão presente na maioria das apólices de seguro."(Douek, 2023c, l. 856).

Solicitado a descrever situação em que uma decisão administrativa relacionada à gestão imobiliária poderia vir a ser questionada por acionistas e, por conseguinte, demandar o acionamento do seguro, descreveu: (Douek, 2023c, l. 935).

"Então, tomar uma decisão errada é um fator que o seguro vai cobrir... Vou dar o exemplo da Globo, que vendeu o prédio dela para a Vinci⁵⁶. O fundo imobiliário da Vinci passou a administrar o prédio da Globo em troca de um aluguel que a Globo pagaria com contrato também fechado por um tempo. Esse tipo de decisão poderia recair contra os administradores da Globo ou da Vinci... Se a Globo fosse uma empresa de capital aberto e eu tomasse essa decisão, eu poderia ter acionistas minoritários apresentando uma reclamação contra a Globo por um mau investimento ou por um mau negócio." (Douek, 2023c, l. 935).

Comentando o caso da contratação dos serviços de data center da Amazon pelo Nubank, tornando toda a gestão de dados do banco dependente da primeira empresa, informou ser

⁵⁶ O fundo imobiliário Vinci Offices (VINO11) informou que assinou, em 2021, por meio de uma transação de sale & leaseback, a aquisição de 100% da sede da rede Globo de São Paulo. O valor da transação foi de R\$ 522 milhões (D'Ávila, 2021)

possível a contratação de um seguro denominado “*responsabilidade civil profissional*”. No entanto, acrescentou que dependendo do risco, a seguradora pode oferecer resistência a apresentar um produto:

Lembra que eu te falei que a minha especialidade é responsabilidade civil, ou seja, danos a terceiros? Uma proteção possível para o Nubank, nesse caso, é exigir da Amazon um seguro de responsabilidade civil profissional. Existe um seguro específico chamado “responsabilidade civil profissional” ou E&O, que é a sigla em inglês para errors and omissions (erros e omissões). Esse seguro cobre qualquer dano a terceiros decorrente de uma falha na prestação de serviço. Portanto, uma eventual perda de dados da Amazon, por qualquer motivo.

No caso de falência da Amazon, provavelmente, o problema enfrentado pela empresa será maior do que a cobertura desse seguro, mas especialmente para esse tipo de seguro, existem apólices específicas. O Nubank pode exigir que a Amazon contrate um seguro de E&O para o contrato com o Nubank. Assim, se por qualquer motivo a Amazon perder os dados do Nubank, o seguro indenizará o Nubank na proporção dos danos sofridos.

Entendo que este é um risco significativo, e poucas seguradoras podem estar dispostas a assumi-lo, mas acredito que exista uma solução no mercado. O mercado vai oferecer alternativas. Se o Nubank acredita que a continuidade do negócio pode ser interrompida por um problema na Amazon, esse seguro pode indenizar o Nubank. A questão vai estar na contratação do limite, referindo-se à problemática da relação entre o valor da cobertura e o prêmio, já que muitas vezes não há um limite pré-estabelecido para esse tipo de apólice.” (Douek, 2023c, l. 1138).

Finalizou a entrevista sugerindo, como exemplo de risco imobiliário, a T4F (2023), que construiu o teatro Credicard Hall em um terreno alugado e que não pode honrar o valor dos aluguéis em razão da pandemia do Covid-19 (Cruz, 2021), colocando fim no negócio. O entrevistado entendeu “*ser um caso interessante de gestão de “real estate”*”. (Douek, 2023c, l. 1571).

8.5 Análise de dados

A resposta à segunda pergunta de pesquisa, qual seja, “a forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de CRE é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis pré-IPO?”, é resultante da análise das entrevistas em profundidade, bem como de outros documentos apresentados no capítulo 8.4, conforme método proposto.

Após a avaliação das entrevistas, foram reunidas na Tabela 20 as citações que mais explicitamente auxiliaram a responder o questionamento colocado.

Tabela 20 - Tabulação de citações e análises - segundo objetivo secundário

Evidência	Fonte	Citação	Referência	Análise
A1	Entrevista 1 - CVM	"Só que este assunto que você colocou. Ele não foi tratado nem em 2009, nem de lá para cá. O que nós temos no formulário de referência com relação a esse assunto é um item em que a companhia precisa descrever quais são os seus ativos relevantes"	Douek (2022)	Para a análise de investimento, a gestão imobiliária não é relevante. Exceção do ponto de vista contábil.
A2	Entrevista 1 - CVM	"E tem outras duas seções no formulário de referência que envolvem riscos"	Douek (2022)	Para a análise de investimento a gestão imobiliária é relevante, desde que associada gestão de risco, e, portanto, deve ser reportada.
A3	Entrevista 1 - CVM	"É isso, afora toda a parte do CP6, não é? Do das contabilidades da contabilidade Internacional, alinhada com IFRS que também vai falar lá o que que é importante?"	Douek (2022a)	Para a análise de investimento, a gestão imobiliária é relevante somente do ponto de vista contábil
A4	Entrevista 1 - CVM	"passar para você que até hoje eu não lembro de nenhuma reclamação que tenha chegado a CVM de que uma empresa deixou de de dar uma informação do seu imobilizado, não é? De como gere isso, imobilizada essa parte mais que você apresentou antes, especificamente, o que pode sinalizar que, pelo menos por ora, isso não não parece chamar muita atenção dos investidores e, por consequente, por consequência, dos reguladores e por ser por consequência, dos auto reguladores."	Douek (2022a)	Para a análise de investimento, gestão imobiliária não é relevante do ponto de vista dos investidores, em função da ausência de reclamações à CVM sobre o assunto. Consequentemente, não é foco de atenção dos reguladores.

A5	Formulário de referência da Vale S.A. de 2023 e 2013 (pré e pós rompimento da barragem de Brumadinho)	Em 2023: “O rompimento de uma barragem ou outra estrutura geotécnica pode causar danos graves, incluindo danos pessoais, patrimoniais e ambientais. A Companhia Vale S.A. (“Vale” ou “Companhia”) possui um número significativo de barragens e outras estruturas geotécnicas...” e em 2013, “Pode haver acidentes ou incidentes durante as operações dos negócios, envolvendo suas minas e infraestrutura relacionada, usinas, ferrovias, portos ou navios.” (Vale S.A., 2013, p. 17)	Vale S.A. (2023a) Vale S.A. (2013)	O exemplo do rompimento da barragem de Brumadinho serve como evidência dos riscos associados à gestão de ativos físicos. No caso, com o desastre, a Vale passou a reportar os riscos associados às estruturas físicas com muito mais profundidade.
A6	Entrevista 3 – Gerente de RI de banco digital	“O que é a visão geral do investidor? E isso traduz muito de estratégia de negócios da companhia ou do gestor da companhia. A empresa, quanto mais longe ela tá do core business dela e o core business tem um sentido amplo, mais chance ela tem de fazer besteira.”	Douek, (2022c)	O foco do investidor está na atividade principal do negócio, não na gestão imobiliária.
A7	Entrevista 3 – Gerente de RI de banco digital	“...mas fora isso, a não ser, assim, em cenários muito específicos, eu não lembro de nenhum caso a não ser companhias do setor imobiliário. Não chega a ser algo sobre a que o investidor vai em cima, que o regulador vai em cima.” (Douek 2022c:329)	Douek (2022c:329)	Falta de interesse de parte dos investidores e reguladores sobre o CREM, percepção alinhada com a visão da CVM.
A8	Entrevista 4 - advogado	“Eu participei do IPO ou de uma empresa do setor de serviços digitais. Se você olha para o negócio desta empresa, eles não têm imóveis. Eles alugam tudo e, mesmo que ele alugue, acho que são um ou dois imóveis, porque eles só precisam da sede, porque é tudo um negócio tão digital que eles não precisam ter (imóveis).”	Douek 2022d:170)	Os investidores podem analisar o potencial de um negócio de forma dissociada da gestão de CRE. Por outro lado, há setores, como o varejista que são tratados como altamente dependentes de sua estrutura imobiliária (Ramadani et al., 2018; Thrall, 2002).

A9	Entrevista 4	“Então, a gente manda uma lista gigantesca para a companhia com todas as áreas, que inclui: imobiliário, certidões, processos, a parte financeira, a parte contratual”	Douek, (2022d, 1. 175)	As informações relativas ao CREM incluídas nos prospectos de investimento devem obedecer a exigências legais. Portanto, o conteúdo divulgado nesses documentos não oferece, necessariamente, outros pontos de vista, como o estratégico, facilitando a análise pelos investidores desse quesito.
A10	Entrevista 4	“Para uma companhia como a Vale, por exemplo, se você identificar nos principais locais de atuação dela, que não possuem certidões ou AVCB (Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros), a gente também inclui um fator de risco no documento falando, olha, nem todos os as certidões estão em dia. Isso pode ter um impacto material para a companhia.”	Douek, (2022d, 1. 187)	Os riscos organizacionais dependentes de questões imobiliárias também devem ser reportados nos prospectos, principalmente no que se refere a aspectos legais.
A11	Entrevista 4	“Efetivamente, a questão da gestão desses ativos (imobiliários), eu acho que só entraria em um documento desses (prospecto de investimento) se for uma companhia, por exemplo, que for controladora de empreendimentos imobiliários...”	Douek, (2022d, 1. 187).	Somente nos casos de empresas gestoras de empreendimentos imobiliários questões da estratégia de CREM seriam divulgadas prioritariamente.
A12	Entrevista 4	“Então no final do dia, é um documento que quem começa a preparar são os advogados brasileiros da companhia...”	Douek, (2022d, 1. 301)	O informante coloca como prioritária a divulgação dos aspectos legais nos prospectos de investimento.
A13	Entrevista 4	“a partir do momento em que os ativos imobiliários são estratégicos para companhias, são importantes em um contexto de um IPO... se você não divulga um plano estratégico importante da companhia de crescimento, tem uma omissão relevante.”	Douek, (2022d, 1. 585).	A divulgação sobre questões estratégicas do CREM, nos prospectos de investimento, é fundamentada na prevenção ao risco.

A14	Entrevista 4	“ <i>perde no valuation</i> ”	Douek, (2022d, l. 620)	Do ponto de vista de uma empresa captadora de recursos, a razão prioritária para a divulgação de uma estratégia expansionista está na majoração do valor da empresa.
A15	Prospecto definitivo da oferta pública - Atacadão	“ <i>Enfrentamos riscos relacionados aos registros, autorizações, licenças e alvarás para a instalação e a operação das nossas lojas e centros de distribuição...</i> ”	Grupo Carrefour Brasil, (2017, p. 20)	O detalhamento das informações sobre CREM na sessão de risco dos prospectos de investimento de empresas varejistas é geralmente maior que o de companhias de outros setores.
A16	Prospecto definitivo da oferta pública... Atacadão	“ <i>...todos os arrendamentos de propriedade foram revistos para determinar se eles são arrendamentos operacionais ou financeiros⁵⁷”.</i>	Grupo Carrefour Brasil, (2017, p. 20)	Fica explícita a preocupação com a questão contábil na divulgação de informações sobre os ativos imobiliários corporativos sob a gestão da empresa.
A17	Minuta do prospecto preliminar da oferta pública...Havan	“ <i>Realizamos relevantes investimentos em nossas megalojas, para proporcionar a melhor experiência de compra a nossos clientes...</i> ”	Havan S.A., (2020, p. 13).	Os prospectos de investimento no setor do varejo incorporam mais detalhes que indústrias menos dependentes do CREM.

⁵⁷ Também conhecido como leasing, o arrendamento mercantil é um contrato entre duas partes denominadas “arrendador” e “arrendatário”. Pode ser financeiro ou operacional. No arrendamento mercantil financeiro, o arrendatário tem a intenção de ficar com o bem após o término do contrato. No arrendamento operacional, não (Reis, 2018)

A17	Entrevista 5	<i>“E aí entrando um pouco na contabilidade, nesse fluxo de você tirar o imóvel (do balanço), o que que acontece na contabilidade é que você tirava o imóvel para não ter não inchar o seu ativo...”</i>	Douek, (2022e, l. 123)	Os aspectos da gestão imobiliária são avaliados, essencialmente, do ponto de vista de seu impacto na contabilidade da organização.
A18	Entrevista 6	Sobre a análise de investimentos imobiliários: <i>“Essa análise, ela é feita de forma fundamentalista...”</i>	Douek, (2022f, l. 151)	Os investimentos imobiliário são estruturas maduras (Miles et al., 2006), razão pela qual, muitas vezes, o patrimônio imobiliário é isolado do restante do negócio.
A19	Entrevista 7	<i>“Os critérios são, um: região de interesse, isto é, se existem algumas regiões que são interessantes para o desenvolvimento de novos data centers... dois, disponibilidade de energia, que é um dos critérios muito importante para nós... três, conectividade por meio de redes de fibra e por último, acho que entraria aí as questões técnicas do próprio terreno”</i>	Douek, (2023d, l. 75)	Cada perfil de negócio possui uma necessidade específica no que tange ao CREM, chegando a colocar em risco, dependendo da abordagem, a viabilidade da empresa.
A20	Entrevista 13	<i>“Então, quando o acionista minoritário processa a empresa por uma perda que ele teve por falha no prospecto...”</i>	Douek, (2023c, l. 78).	A questão da qualidade da informação prestada nos prospectos de investimento assume, na explanação do informante, relevância ímpar, pois qualquer omissão poderá ser objeto de acionamento jurídico.

Fonte: o autor

8.6 Discussão e considerações finais – segundo objetivo secundário

Para se responder à pergunta proposta no segundo objetivo secundário, “a forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de CRE é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis pré-IPO?” foram conduzidas entrevistas em profundidade, as quais foram transcritas e

comentadas e cujos pontos principais foram tabulados na Tabela 20. Com base na análise das informações, propõem-se as seguintes ponderações:

- a) A CVM como representante dos órgãos reguladores do mercado financeiro deixou explícita a ausência de demandas, por parte dos investidores, sobre a inserção de informações detalhadas sobre CREM nos prospectos de investimento. Conseqüentemente, não empreende esforços para regulamentar a divulgação dos respectivos dados.
- b) A relevância dos ativos imobiliários para o desempenho do negócio e, conseqüentemente, a importância para o investidor varia em função do setor da economia em que a organização se enquadra. Na visão dos entrevistados, a título de exemplo, uma companhia do setor varejista é muito mais dependente da composição de seus ativos imobiliários que um banco digital. A materialidade (Park & Jang, 2021) dos ativos imobiliários deve ser avaliada caso a caso, como sugerem os indagados.
- c) No mercado acionário, as variáveis priorizadas pelos investidores ao decidirem uma aplicação financeira não são as relativas à gestão de ativos imobiliários em se tratando de investimentos em organizações cuja atividade principal não é associada ao mercado imobiliário.
- d) É recorrente na fala dos entrevistados a ideia de que o negócio imobiliário pode ou, até mesmo, deve ser dissociado da atividade principal da empresa. Isso ocorre, principalmente, em função da percepção daquilo que um dos entrevistados chamou de maturidade do negócio.
- e) A informação sobre a gestão imobiliária corporativa incluída nos prospectos é feita de maneira normalmente protocolar, principalmente para atender a requisitos legais e contábeis. Não há exigências formais sobre a necessidade de inclusão de informações estratégicas ou operacionais. Por outro lado, a associação a potenciais riscos e a respectiva divulgação é tida como necessária do ponto de vista de prevenção de perdas.
- f) Há uma percepção generalizada entre os entrevistados de que as informações sobre CREM são mais relevantes apenas para estruturas como os fundos imobiliários no Brasil (BMF&BOVESPA, 2016) ou dos Real Estate Investment Trusts (REITs) (Cohen & Steers, 2012; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a) nos Estados Unidos.

Tais pontos convergem para a percepção de que a análise do conteúdo dos prospectos de investimento, no que tange ao conteúdo sobre CREM, não é considerada prioritária pelos analistas de investimento.

De outro giro, a necessidade de gestão de risco associada à qualidade da gestão de CRE é uma realidade prontamente identificada pelos órgãos reguladores, por gestores de investimento, por advogados e pelas seguradoras. Há, portanto, por parte dos investidores, a necessidade de avaliar as informações divulgadas nos prospectos de investimento, munidos de conhecimento adequado, para identificar potenciais riscos e, igualmente, oportunidades associadas às informações divulgadas sobre o tema.

Exemplos de situações em que esse perfil de análise crítica é desejável são os casos da Rolex, Bucherer e World of Switzerland (Guandalini, 2023) e Allbirds (Kish et al., 2023; Rockeman, 2023), ambos detalhados nos capítulos 8.6.1 e 8.6.2, respectivamente.

8.6.1 Rolex, Bucherer e World of Switzerland

Em 25 de agosto de 2023, a Rolex anunciou a compra da Bucherer. Imediatamente após o anúncio, o valor das ações da empresa World of Switzerland (WoS) oscila até cair cerca de 25%, e fechar o dia com uma baixa de 20% em relação ao preço anterior ao comunicado (Guandalini, 2023).

O impacto negativo no valor das ações da WoS é explicado pelo incremento no número de lojas que a Rolex passa a gerenciar diretamente e que, por conseguinte, passaria a tomar o mercado da primeira, o que, na visão dos investidores, resulta potencial fonte de perda de mercado para esta (The World of Switzerland Group, 2019).

8.6.2 Allbirds

A Allbirds é empresa norte-americana que abriu o capital em 2021 (Allbirds, 2021b) e cujas ações perderam valor rapidamente logo após a oferta pública inicial (Kish et al., 2023; Rockeman, 2023). O ocorrido forçou a empresa rever a estratégia de expansão do número de lojas inicialmente planejada e divulgada em seu prospecto de investimento (Allbirds, 2021b).

Com o propósito de recuperar a empresa da agressiva perda de valor de suas ações, que chegou a cair 90%, foram adotadas medidas como a redução de custos operacionais e a

interrupção na abertura de novas lojas da marca que, até o momento da divulgação do relatório de março de 2023, somava 50 pontos (Rockeman, 2023).

9 Objetivo secundário complementar – Modelo de gestão de CRE para a tomada de decisão de investimento

9.1 Introdução

O objetivo secundário complementar deste trabalho é oriundo da observação crítica do conteúdo das entrevistas realizadas para responder ao segundo objetivo secundário. As informações fornecidas pelos informantes fizeram referência a atores, processos, responsabilidades, referências, casos e outros recursos que, se organizados em um modelo ou mapa mental poderiam servir de referência para o desenvolvimento de novas pesquisas ou de suporte à tomada de decisão gerencial. Destarte, estabeleceu-se como objetivo complementar a construção de um modelo e de um mapa mental de gestão de CRE para a tomada de decisão de investimento.

9.2 Método, coleta e tratamento dos dados

9.2.1 Contextualização

A pesquisa qualitativa pode ser utilizada para diversos fins, dentre os quais pode-se citar a construção de processos (Cloutier & Langley, 2020), a análise da estrutura de eventos (Freitas et al., 2021) e elaboração de teorias (Fisher & Aguinis, 2017).

A elaboração de teorias, de acordo com Fisher & Aguinis (2017) é o processo de realizar pesquisa recorrendo a ideias pré-existentes ou a um modelo preliminar como base para desenvolver novas percepções, contrastando, especificando ou estruturando constructos teóricos e relações como forma de explicar observações empíricas.

Há diferentes enfoques para a construção de teoria por métodos qualitativos. Gioia et al. (2013), por exemplo, propõem a abordagem construtivista para a qual, anos mais tarde, D. Gioia (2021) propõe um método de análise de dados qualitativos com uma abordagem indutiva, sendo que a primeira etapa é definida pelo desenvolvimento dos códigos de primeira ordem, seguido pelos de segunda ordem para, finalmente, estabelecer as dimensões agregadas.

Cloutier & Ravasi, (2021), por sua vez, propõem o uso de tabelas para organizar as informações.

Já Eisenhardt (1989a, 2007, 2021), propõe um método baseado no paradigma pós-positivista. Esta abordagem, embora abra a possibilidade de ajustes no processo em função do desencadeamento da pesquisa, dita que, para alcançar o objetivo de construção teórica deve-se, inicialmente, definir a pergunta de pesquisa considerando, possivelmente, constructos “*a priori*” e, em seguida, selecionar os casos baseados em amostragem teórica e não randômica; construir os instrumentos e protocolos, etapa que abrange múltiplos métodos de coleta de dados e a definição de recursos como entrevistas e análise de documentos e, concomitantemente, os protocolos de análise. Neste caso, é possível, igualmente, definir se a abordagem será unicamente qualitativa, quantitativa ou uma combinação de ambas como o proposto por Yin (1981).

O quarto passo é o aprofundamento no campo de pesquisa, “*entering the field*”, no qual o pesquisador deve intercalar a coleta com a análise de dados, de modo a promover ajustes no processo. Para demonstrar a versatilidade do método, Eisenhardt (1989a, 2007, 2021) responde sim à pergunta: “*É legítimo alterar e até adicionar métodos de coleta de dados durante um estudo?*”

A quinta etapa é a análise de dados, na qual o pesquisador conduz a avaliação dos dados intra-caso e inter-caso. Para eliminar ou, ao menos, reduzir a influência de vieses, deve-se conduzir a análise sob diversas perspectivas, iniciando-se pela análise de cada caso em particular e, posteriormente, prosseguindo-se com a comparação dos casos, em busca da identificação de padrões.

A sexta fase é a construção das hipóteses. Estas surgem das análises intra-caso, inter-caso e impressões gerais. Possivelmente serão encontrados temas, conceitos e até mesmo relacionamentos entre as variáveis estudadas. É um processo altamente iterativo e constituído de procedimentos como refinar os constructos e verificar se as relações emergentes entre os constructos se ajustam às evidências.

A penúltima etapa consiste na comparação das hipóteses levantadas com a literatura (*enfolding literature*), de forma a encontrar referências similares e/ou contraditórias e as respectivas razões. Diz Eisenhardt (1989a, 2007, 2021) que, quanto mais ampla a literatura utilizada para a comparação, melhor.

A última fase do método de construção de teoria ora tratado busca encontrar um fechamento dado pela saturação teórica caracterizado pelo momento em que novos casos ou novas iterações não acrescentam nada de novo às descobertas já realizadas.

Portanto, considerando-se a organização dos dados coletados e a possibilidade de utilizá-los em acordo com o método proposto por Eisenhardt (1989a, 2007, 2021), recorre-se ao preconizado pela autora para alcançar o objetivo secundário complementar por ela preconizado.

Destarte, define-se como intuito do presente processo de construção de teoria a proposição um modelo qualitativo e um mapa mental de análise de CREM que sirva de suporte à tomada de decisão de investimento.

Em seguida, em conformidade com a necessidade de seleção não randômica dos estudos de caso, (Ott & Eisenhardt, 2020) adotam-se as quatorze entrevistas realizadas para alcançar o segundo objetivo secundário como fonte de informações.

Em seguida, são analisados os dados e os resultados, comparando-os com a literatura e, em decorrência, são propostos os mapas mentais e os modelos.

Por derradeiro, com o intuito de validar a aplicabilidade dos modelos criados, verifica-se a pertinência de sua utilização em caso real de empresa que ora se encontra em processo de abertura de capital.

Considerando que para responder à pergunta de pesquisa anterior os procedimentos de coleta de informações equivalem às quatro primeiras fases do método de Eisenhardt (1989a, 2007, 2021), recorreu-se a estas para avançar com as análises apresentadas na Tabela 21.

Tabela 21 - Análise de citações – objetivo secundário complementar

Evidência	Fonte	Citação	Referência	Análise
B1	Entrevista 1 - CVM	<i>"Só que este assunto que você colocou. Ele não foi tratado nem em 2009, nem de lá para cá. O que nós temos no formulário de referência com relação a esse assunto é um item em que a companhia precisa descrever quais são os seus ativos relevantes"</i>	Douek (2022)	Necessidade de avaliação das informações de CREM somente do ponto de vista contábil, segundo o órgão regulador que se mostrou aberto a receber novas proposições.
B2	Entrevista 1 - CVM	<i>"E tem outras duas seções no formulário de referência que envolvem riscos"</i>	Douek (2022)	O órgão regulador destaca a possibilidade de alinhamento entre as questões de CREM e o risco organizacional, que poderiam ser incorporadas aos prospectos de investimento.
B3	Entrevista 1 - CVM	<i>"É isso, afora toda a parte do CP6, não é? Do das contabilidades da contabilidade Internacional, alinhada com IFRS que também vai falar lá o que que é importante?"</i>	Douek (2022a)	Necessidade de avaliação das informações de CREM do ponto de vista contábil.
B4	Formulário de referência da Vale S.A. de 2023 e 2013 (pré e pós rompimento da barragem de Brumadinho)	Em 2023: <i>"O rompimento de uma barragem ou outra estrutura geotécnica pode causar danos graves, incluindo danos pessoais, patrimoniais e ambientais. A Companhia Vale S.A. ("Vale" ou "Companhia") possui um número significativo de barragens e outras estruturas geotécnicas..."</i> e em 2013, <i>"Pode haver acidentes ou incidentes durante as operações dos negócios, envolvendo suas minas e infraestrutura relacionada, usinas, ferrovias, portos ou navios."</i>	Vale S.A. (2023a) Vale S.A. (2013)	O reporte adequado dos riscos organizacionais é fundamental para orientar a decisão de investimento e, igualmente, proteger as empresas de reclamações por parte de investidores. O detalhamento adequado dos riscos pode proteger empresas e investidores.

B5	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“Então, por exemplo, o negócio do banco não é construir data centers, que possuem níveis ótimos de utilização de energia... Isso não é o core business do banco. O core business do banco é o aplicativo funcionar para o cliente com um serviço de qualidade, a um preço simples, com uma experiência simples e intuitiva!”</i>	Douek (2022c)	Necessidade de coordenação entre os objetivos estratégicos da empresa e a gestão de ativos imobiliários.
B6	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“É muito diferente de companhia de dono que foi o caso das empresas que você... falou das companhias abertas.”</i>	Douek (2022c)	Necessidades de CREM de uma empresa de capital fechado podem apresentar diferenças em relação às de capital aberto. Entender e explicitar tais informações nos prospectos de investimento é relevante para proteger acionistas organização.
B7	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“quando você é uma companhia aberta, o investidor, ele está sempre procurando no seu balanço, no seu modelo de negócio jeitos de destravar valor”</i>	Douek (2022c, l. 281)	Gestão de CREM envolve avaliar o impacto nas condições contábeis e financeiras da organização em situações como a opção pela propriedade ou locação de imóveis.
B8	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“Porque se ele vende, ele vai reconhecer um ganho de 50 anos, imagina. E aí isso pode ser reinvestido no negócio”</i>	Douek (2022c, l. 281)	Necessidades contábeis atreladas a interesses de investidores, em determinadas situações, justificam ações como a venda de imóveis (Fernandes, 2018) .

B9	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“...seria relevante no caso contexto IPO ou seria, se você tivesse um use “of proceeds” relevante para o mobiliário ou ativos fixos em geral.”</i>	Douek (2022c, l. 303)	As empresas devem inserir no capítulo de “Use of Proceeds” todos os eventuais investimentos de grande porte em função do risco de reclamações por parte dos investidores. Como também apontam Tang e Zhou (2022), <i>“uma empresa que deseja manter mais flexibilidade, em geral, prefere divulgar informações vagas”</i> .
B10	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“Mas se você tivesse a intenção de fazer uma captação, por exemplo, para construir um data center gigantesco no Brasil, eu vou internalizar tudo no banco. É, isso, seria uma coisa que os advogados, por exemplo, obrigariam a gente a escrever no prospecto”</i>	Douek (2022c:309)	A intenção de realizar investimentos relevantes em ativos imobiliários deve ser comunicada ao investidor, principalmente em razão de reclamações posteriores.
B11	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“O investidor, ele não é uma coisa só. Ele não é um bloco...”</i>	Douek (2022c, l. 463).	Há diferentes perfis de investidores, cada um com as suas demandas e expectativas. (Baker et al., 2021; Guo et al., 2022; Tang & Zhou, 2022)
B12	Entrevista 3 – gestor de RI	<i>“eu não acho que nenhum investidor institucional, por exemplo, que a gente tem... O investidor de ações, não...”</i>	Douek, (2022c, l. 651)	Há estudos sobre CREM focados no negócio imobiliário (Cohen & Steers, 2012; Douek & De Angelo, 2022; Scolese et al., 2015; Siew, 2015). Não há percepção clara, por parte dos gestores de investimento, da aplicabilidade dos conceitos na análise das organizações não imobiliárias.

B13	Entrevista 4 - advogado	“...eu trabalhei no IPO de um grande varejista... A gente fez toda uma reorganização para que os ativos imobiliários ficassem fora da companhia.”.	Douek (2022d:131)	A composição de ativos imobiliários de uma empresa, antes do IPO, pode demandar revisão, em função da necessidade de alinhamento aos interesses dos novos stakeholders. (Grupo Carrefour Brasil, 2017)
B14	Entrevista 4 - advogado	“No formulário de referência tem um item específico que ele te pede para você falar, quais são os seus ativos imobiliários relevantes, mesmo que sejam alugados. E aí, você precisa escrever qual é o ativo, qual é o endereço dele e se ele é de propriedade da companhia ou se ele é alugado. Essa é a única divulgação obrigatória que tem com relação a ativos imobiliários”	Douek (2022d Linha 149)	A limitada exigência quanto à divulgação dos aspectos de CREM, ainda que no exemplo se refira ao mercado brasileiro, é mais uma evidência da falta de exigência sobre conteúdo detalhado quanto à gestão de imóveis.
B15	Entrevista 4 - advogado	“Para o formulário, o prospecto, documentos da oferta... Então, a nossa avaliação é sempre com base nessas coisas	Douek (2022d)	Assim como o reportado pela CVM, há forte preocupação com a divulgação dos riscos organizacionais nos prospectos de investimento.
B16	Entrevista 4 - advogado	“Para uma companhia como a Vale, por exemplo, se você identificar nos principais locais de atuação dela, que não possuem certidões ou AVCB (Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros), a gente também inclui um fator de risco no documento falando, olha, nem todos os as certidões estão em dia. Isso pode ter um impacto material para a companhia.”	Douek (2022d:187)	A análise de “materialidade” (Global Reporting Initiative (GRI), 2021; Lemes & Carvalho, 2009) é uma das variáveis a serem consideradas na definição das informações a serem divulgadas no prospecto de investimento.
B17	Entrevista 4 - advogado	“Acho que a falta de regulação específica pedindo para falar disso (a gestão imobiliária) vem do	Douek (2022d, l. 193)	As informações a serem divulgadas no prospecto de investimento

		<i>fato de que acho que a CVM entende que, para algumas empresas, especificamente isso não é relevante...”</i>		dependem da regulamentação dos órgãos reguladores.
B18	Entrevista 4 - advogado	<i>“...No Brasil, o pessoal tem uma visão que é verdadeira que a parte da sessão fatores de risco é como se fosse uma bula de remédio...”</i>	Douek (2022d, l. 411)	Há espaço para o aprofundamento dos critérios de divulgação de riscos, de forma a aumentar a segurança de empresas e investidores.
B19	Entrevista 4 - advogado	<i>“...Então um movimento que já aconteceu nos Estados Unidos e que aqui CVM quer começar aqui é de enxugar essa sessão...”</i>	Douek (2022d, l. 447)	Idem anterior.
B20	Entrevista 4 - advogado	<i>“E aí, a CVM, depois, chegou no entendimento de que cortou essa divulgação.”</i>	Douek (2022d, l. 530)	A divulgação de dados financeiros deve ser feita levando em conta não apenas os interesses dos investidores, mas também os da companhia. A busca por esse consenso pode ser gerenciada pelos órgãos reguladores.
B21	Entrevista 4 - advogado	<i>“...se você não divulga um plano estratégico importante da companhia de crescimento, tem uma omissão relevante...”</i>	Douek (2022d, l. 585)	A omissão de informações é tratada como risco relevante (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2003).
B22	Entrevista 5 - advogado e proprietário de firma de advocacia	<i>“É, então eu acho o seguinte, que a percepção deste risco existe. Não foi nomeado, tá (referindo-se à “risco imobiliário”, mas a percepção desse risco, pelo que eu vi, não tanto com investidores, mas sim, em gestão, em discussão e conselhos eu vi, essa preocupação existe.”</i>	Douek (2022e, l. 353)	Há, novamente, a proposição de que há uma forte associação entre o CREM e a divulgação do risco organizacional.
B23	Entrevista 5 - advogado e proprietário de firma de advocacia	<i>“Que as novas empresas que foram para o novo mercado, o que elas faziam? Preenchiam o checklist... As empresas mais antigas já passaram</i>	Douek (2022e, l. 456)	É destacada a relevância da Governança Corporativa (Instituto Brasileiro de Governança

		<i>por muitas disputas internas e de governança e foram se arrumando.”</i>		Corporativa (IBGC), 2015) na prevenção de riscos.
B24	Entrevista 5 – advogado e proprietário de firma de advocacia	<i>“Sobre a decisão de optar pelo built to suit, indica algumas razões: falta de caixa e restrição de crédito”</i>	Douek (2022e, l. 770)	A propriedade ou locação de um imóvel pode ser influenciada pela condição do caixa da empresa ou de outra variável estratégica (Grupo Fleury, 2018)
B25	Entrevista 6 – gerente de investimentos	<i>“Se esse gestor está bem alinhado ali com os interesses do cotista, como ele consegue alinhar esses interesses?”</i>	Douek (2022f, l. 151)	Há preocupação em alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores (Barros et al., 2021; Jensen & Meckling, 1976), o que é igualmente necessário no caso da gestão imobiliária (Sun, 2023; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2020a).
B26	Entrevista 7 – proprietário de gestora de investimento	<i>“Meu papel hoje é ir em busca desses ativos imobiliários que possam fazer sentido para a empresa, em regiões de conectividade e com disponibilidade de energia em regiões que a empresa entende que são as regiões estratégicas, não só hoje é em termos de desenvolvimento do mercado de data center, como no futuro.”</i>	Douek, (2023d, l. 63)	É desejável criar condições para que o investidor possa analisar se as condições de CREM são favoráveis ao bom desenvolvimento do negócio.
B27	Entrevista 7 - proprietário de gestora de investimento	<i>“A empresa tem muitas muito pesadas em relação à sua responsabilidade...”</i>	Douek (2023d, l. 676)	O impacto financeiro da má gestão de CRE fica evidenciado. O risco, no caso, é conectado à questão operacional (falhas de equipamentos) e legal (previsão em contrato).

B 28	Entrevista 7 - proprietário de gestora de investimento	<i>“Eu trabalhei um tempo, um bom tempo em área de avaliação, onde você pega os ativos imobiliários da empresa e a empresa nem sabe o que tem ou deixa de ter, não é?”</i>	Douek (2023d, l. 747)	Há muita desinformação a respeito dos ativos integrantes do portfólio de grandes empresas. Tendo em vista a possibilidade de má gestão, é razoável considerar que a boa informação sobre o patrimônio permite aprimorar o desempenho organizacional e, portanto, o melhor controle de risco.
B29	Entrevista 8 – gerente de expansão	<i>“O BTS, ele vai muito em uma direção de o CaPex⁵⁸ virar um Opex..”</i>	Douek (2023e, l. 573)	A definição da estratégia imobiliária está conectada ao impacto financeiro e contábil.
B30	Entrevista 8 - gerente de expansão	<i>“As demandas ali de segurança (da informação), não é? Todas as questões envolvendo os CPDs⁵⁹”</i>	Douek (2023e, l. 1282)	Novamente surge a relação entre CREM e risco organizacional
B 31	Entrevista 8 - gerente de expansão	Questionada sobre a contratação de seguros, informa que há cobertura para os ativos físicos...	Douek (2023e, l. 1282)	Os riscos físicos podem ser mitigados por meio da contratação de seguros.
B32	Entrevista 9 - gerente de expansão	<i>“...desde a etapa de consultoria, que consiste em definir qual a melhor solução para uma determinada ocupação de uma empresa, o que leva a uma transação imobiliária...”</i>	Douek (2023f, l. 70)	É evidenciada a complexidade do desenvolvimento e da gestão imobiliária (Miles et al., 2006) e a importância do alinhamento destes com as necessidades organizacionais.

⁵⁸ CaPex e Opex são as abreviações de *capital expenditure* e *operational expenditure*, respectivamente (Hastings, 2010).

⁵⁹ CPD é a abreviação de Centro de Processamento de Dados. Os CPDs são entidades, gabinetes ou departamentos que se encarregam do processamento de dados e da informação de forma sistematizada (Conceito.de, 2023).

B33	Entrevista 9 - gerente de expansão	<i>“Ela (a empresa) faz a também a consultoria para a fase anterior à existência do edifício, ou melhor, a consultoria no terreno, né, que é o estudo vocacional daquele terreno...”</i>	Douek (2023f, l. 115)	A estratégia organizacional orienta a definição da estratégia imobiliária (Douek, 2019).
B34	Entrevista 9 - gerente de expansão	<i>“Do ponto de vista financeiro, quando você estrutura, esse business case...”</i>	Douek (2023f, l. 343)	Confirma-se a relação entre CREM e risco financeiro.
B35	Entrevista 9 - gerente de expansão	<i>“Sobre o operacional também, porque você, no momento que você coloca um sistema global para gerir aqui no portfólio”</i>	Douek (2023f, l. 363)	Confirmação da relação entre CREM e risco operacional.
B36	Entrevista 9 - gerente de expansão	<i>“...estratégico também, com certeza, porque a somatória desses três fatores te dá um posicionamento estratégico mais forte, não é?”</i>	Douek, (2023f, l. 363)	Confirmação da relação entre CREM e risco estratégico.
B37	Entrevista 10 - diretor de gestora imobiliária	<i>“Existem vários riscos no contexto da gestão de ativos imobiliários. Os principais são: estrutura física do ativo...”</i>	Douek (2023a, l. 39)	Os ativos imobiliários podem ser segurados quanto aos outros aspectos que não só os relacionados aos riscos físicos.
B38	Entrevista 10 - diretor de gestora imobiliária	<i>“...as seguradoras têm um canal, uma equipe atuarial, que se utilizam de dados para efetuar os cálculos. Em alguns casos podem se negar a tomar o risco...”</i>	Douek (2023a, l. 105).	A segurabilidade não é universal, visto que há situações em que a seguradora pode se negar a oferecer um produto. <i>A priori</i> , ainda que os investidores possam optar por investir em empresa que não apresenta determinados seguros, é oportuno considerar esta ausência na decisão de investimento.
B39	Entrevista 10 - diretor de gestora imobiliária	<i>“...Porém, o seguro de responsabilidade civil é o que acaba dando respaldo para os gestores na tomada de decisão...”</i>	Douek (2023a, l. 181).	Erros de gestão podem ser seguráveis, protegendo os administradores das

			empresas de reclamações e processos judiciais.
B40	Entrevista 10 - diretor de gestora imobiliária	“O seguro de responsabilidade civil é amplo e serve para mitigar o risco de quem está lá, tomando decisão... Esse seguro de responsabilidade civil, que pode ser o D&O ⁶⁰ ou o E&O, é o que serve para isto” (Douek, 2023a, l. 190).	Douek (2023a, l. 190). Há diferentes perfis de seguro, cabendo avaliar o adequado ou necessário ao caso concreto. Do ponto de vista do investidor, a existência de um seguro serviria como garantia adicional de que algum erro ou problema gerencial ou operacional poderia ser compensado financeiramente.
B41	Entrevista 10 - diretor de gestora imobiliária	“Não sei se a gente consegue incluir todos e todos são, mas em um processo de IPO é muito normal ter seguros, não é?”	Douek (2023a, l. 203). A possibilidade de se segurar o processo de abertura de capital (seguro POSI) é uma garantia adicional para o investidor e para a empresa investida.
B42	Entrevista 12 – gestor de corretora de seguros	“Assim falando de uma forma ampla, a gestão imobiliária pelos varejistas, quando a gente fala de varejo físico é uma questão central porque está ligado a localização e a localização é um dos primeiros pontos a serem avaliados quando vai se montar uma loja física, não é?”	Douek (2023b, l. 26). O varejo é um dos setores da economia mais visivelmente dependentes de uma estrutura adequada de ativos imobiliários (Gibson & Barkham, 2001; Glaeser et al., 2019; Huang & Shi, 2021). Por conseguinte, os riscos e as oportunidades do negócio associados ao CREM podem ser ponderados de acordo com tal assertiva.

⁶⁰ Em linhas gerais, o seguro D&O (*Directors and Officers*) é para reclamações de atos de gestão e o seguro E&O (*Errors and Omissions*), para reclamações de falhas profissionais (Allianz, 2023).

B43	Entrevista 12 - gestor de corretora de seguros	<p>“...por alguma razão, começaram crescendo tendo os próprios imóveis, comprando os próprios imóveis, mantendo os próprios móveis. Agora, quando as redes são vendidas, se desmembra a rede do imóvel. E até tem senso comum no mercado, né, que tem muito varejista ganhando mais dinheiro hoje alugando a loja do negócio que ele vendeu, então que quando ele trabalhava com o negócio em si.”</p>	Douek (2023b, l. 127).	Exemplifica-se o potencial de extração de valor em função da gestão imobiliária (Apgar, 1995).
B44	Entrevista 12 - gestor de corretora de seguros	<p>“...minimização de custos, entra na questão do aluguel... com a reforma”</p>	Douek (2023b:884)	As estratégias imobiliárias apresentam pesos diferentes no que se refere ao impacto para o setor do varejo, percebido como um dos mais dependentes da qualidade de CREM.
B45	Entrevista 13 – diretor empresa varejista	<p>“De maneira geral, o que a gente quer entender com o POSI é qual o tamanho da oferta, da captação da oferta, para que ela vai ser usada.”</p>	(Douek, 2023c, l. 45).	A oferta de seguro POSI é dependente da análise de uma série de variáveis, dentre as quais os riscos descritos pela empresa.
B46	Entrevista 13 – diretor empresa varejista	<p>“Então, quando o acionista minoritário processa a empresa por uma perda que ele teve por falha no prospecto...”</p>	Douek (2023c, l. 78).	A qualidade da informação prestada nos prospectos de investimento é importante na gestão de risco da empresa, principalmente sob a perspectiva de prevenção e proteção

				a reclamações de outros stakeholders.
B47	Entrevista 13 - diretor empresa varejista	<i>“O seguro é voltado especificamente para os danos ocorridos pelo processo de abertura de capital. Então, o fator desse gerenciamento de ativos, não necessariamente imobiliários...”</i>	Douek (2023c, l. 96).	A cobertura dos seguros possui escopo claramente definido. No caso, o seguro POSI não abrange explicitamente os ativos imobiliários, cujos danos estariam cobertos por outra espécie de produto.
B48	Entrevista 13 - diretor empresa varejista	<i>“No POSI, provavelmente, isso já vai estar devidamente relatado no prospecto. Por exemplo: tem uma loja no centro de São Paulo. Se o centro de São Paulo quer dizer a praça da Sé ou as imediações da Liberdade, está no centro de São Paulo...”</i>	Douek (2023c, l. 209)	As variáveis de risco não físico atreladas à implantação de ativos imobiliários podem ser incorporadas ao seguro POSI. A título de exemplo, cita-se a divulgação de estratégia expansionista reportada em prospecto e não observada pela empresa captadora dos recursos.

9.3 Modelo qualitativo e modelo mental de análise de CREM para tomada de decisão de investimento

A análise das informações coletadas, conforme o sintetizado na

Tabela 21, permite verificar a existência de forte relação entre CREM e gestão de risco organizacional e que esta não é, necessariamente, compreendida ou tratada como informação relevante na decisão de investimento. Entretanto, consoante igualmente evidenciado, há espaço, em função da necessidade de melhoria dos modelos de análise de investimento e do aprimoramento dos recursos computacionais de avaliação dos investimentos, para incorporar novas variáveis relevantes.

Destarte, a elaboração de um modelo de análise e de um modelo mental de análise de CREM para a tomada de decisão de investimento, conforme ilustrado na Figura 9, Figura 10 e Figura 11, é oportuna, uma vez que oferece perspectiva de suporte ao processo de análise de investimento até então não encontrada na literatura.

Os modelos propostos seguem a lógica segundo a qual, ao analisar o nível de alinhamento entre a estratégia imobiliária e a estratégia organizacional por meio das informações disponibilizadas pela empresa sobre o assunto, o investidor terá condições de verificar se uma organização está gerenciando os riscos e oportunidades atrelados ao CREM adequadamente, de forma a maximizar o retorno e reduzir o referido risco. Em tal cenário, apresenta-se como recurso complementar a análise da segurabilidade das variáveis de risco que, embora não impeça a tomada de decisão de investimento, surge como recurso adicional de mitigação de possíveis problemas.

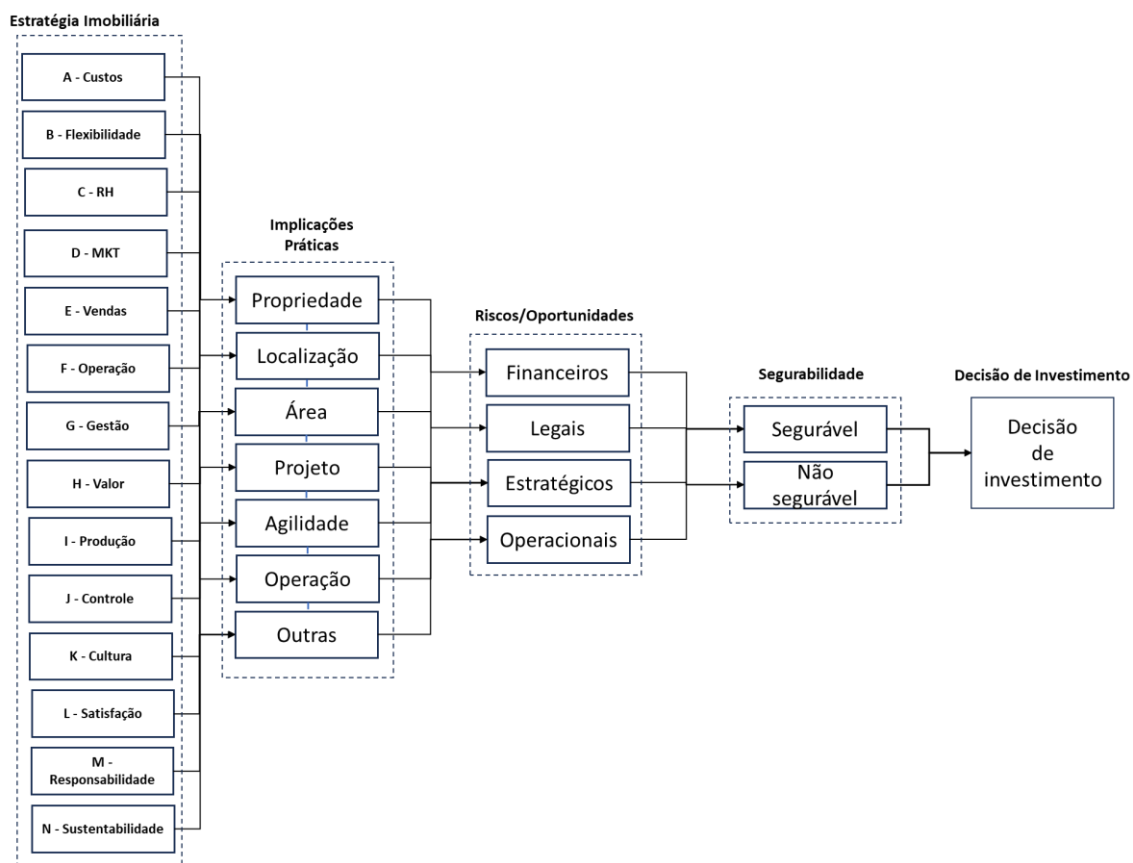
Assim, ao se avaliar uma empresa em processo de abertura de capital na fase anterior à tomada de decisão de investimento, ainda que em condições normais as informações priorizadas para análise consubstanciem-se em dados contábeis e potencial de crescimento do negócio ou, ainda, de identificação fatores como “*underpricing*”, é pertinente incorporar, sempre que possível, também os critérios ora propostos.

Ao modelo qualitativo resultante, em função da adoção da sigla CREM para a gestão de ativos imobiliários corporativos, ora atribui-se o nome de “*Corporate Real Estate Management Model for Investment Decision*” ou CREM-ID.

O CREM-ID pode ser utilizado não somente por investidores na análise de investimentos, mas igualmente por empresas que desejem avaliar a qualidade do alinhamento entre sua estratégia imobiliária e a organizacional, de forma a encontrar solução que auxilie no equilíbrio entre gestão de risco e atratividade ao investidor. Para órgãos reguladores como CVM

e SEC, o CREM-ID é oportuno para a elaboração de políticas e procedimentos que auxiliem no objetivo comum de reduzir a assimetria de informações entre os stakeholders.

Figura 9 - Modelo qualitativo de gestão de CREM para decisão de investimento (Modelo CREM-ID)

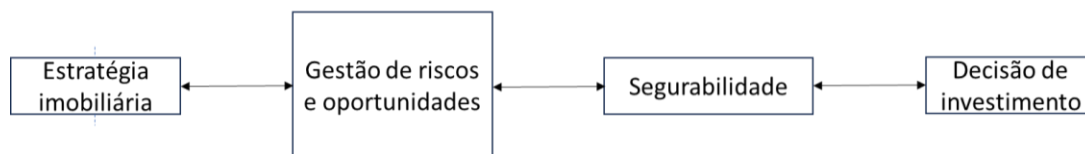


Fonte: o autor

Pede-se observar que a “Estratégia Imobiliária” consoante identificado na Figura 9 pode ser mais ampla que as variáveis identificadas e que a relevância de cada risco e oportunidade varia em função do perfil do negócio.

Na Figura 10 apresenta-se um modelo simplificado cujo intuito é de rapidamente comunicar o conceito por trás da modelagem. Nessa composição, coloca-se em evidência que a Estratégia Imobiliária deve ser avaliada segundo a relação com a gestão de riscos e oportunidades organizacionais, eventualmente promovendo a reorganização da estratégia imobiliária, até que as oportunidades que a empresa oferece compensem os riscos que o investidor deverá correr, ainda que estes estejam ao menos parcialmente cobertos por seguro.

Figura 10 - Modelo simplificado de gestão de CREM para decisão de investimento



Fonte: o autor

Com o intuito de demonstrar o racional por trás do modelo CREM-ID é apresentado modelo mental consolidado na Figura 11.

Figura 11 - Modelo mental de gestão de CREM para tomada de decisão de investimento



Fonte: o autor

9.4 Teste de aplicabilidade do modelo

Considerando a vocação qualitativa do modelo CREM-ID, é proposto teste para demonstração da aplicabilidade do modelo, a seguir descrito.

A empresa Surf Air, em seu “*roadshow*” oferece a potenciais investidores a possibilidade de comprar suas ações por meio de IPO (Surf Air, 2023). A organização promete solução de compartilhamento de aeronaves eletrificadas recorrendo à ampla malha de pequenos aeroportos norte-americanos.

No entanto, aplicando-se os conceitos impressos no modelo CREM-ID, observa-se que o potencial de crescimento do negócio está sendo divulgado como sendo unicamente apoiado na capacidade de eletrificação das aeronaves e do potencial de compartilhamento destas.

Em momento algum se observa, no conteúdo divulgado no “*roadshow*”, alusão à capacidade dos aeroportos no que tange ao tamanho dos aviões cuja operação comportam, número de slots e horários de funcionamento das estruturas aeroviárias, o que poderia constituir eventual limitador da quantidade possível de voos e, conseqüentemente, do desenvolvimento da empresa.

Portanto, a ausência de informações de CREM no “*roadshow*” deixa lacuna na confirmação da viabilidade do negócio, o que foi observado em consequência da aplicação do modelo de CREM-ID.

10 Considerações finais

Neste trabalho, discutiu-se a relação entre a gestão de ativos imobiliários corporativos (CREM) e a decisão de investimento em organizações no momento da abertura de capital, o IPO. Foi proposto, como objetivo principal, investigar a relação entre o CREM e o resultado financeiro das companhias durante o processo de passagem de empresa de capital fechado a organização de capital aberto.

Como objetivos secundários, estabeleceu-se como finalidade responder às seguintes indagações: “Há relação entre a qualidade da informação disponibilizada na literatura pré-IPO (prospectos de investimento) e o desempenho das ações no período pós abertura de capital?” e “A forma ou a qualidade com que a informação sobre a gestão de CRE é comunicada na literatura fornecida aos investidores influencia na tomada de decisão de investimento e/ou na precificação dos papéis pré-IPO?”. Em seguida, determinou-se a meta de propor um modelo qualitativo e um mapa mental de análise de CREM com o propósito de aprimorar a tomada de decisão de investimento.

No que tange ao primeiro objetivo secundário, a presente pesquisa permitiu identificar que, para os casos estudados, há uma correlação positiva entre a informação sobre “*real estate management*” presente nos prospectos de investimento e o retorno inicial das ações (IR), porém ela é inexistente entre aquela e o retorno no longo prazo (BHAR).

Por meio de entrevistas e da análise de outras fontes, verificou-se que as informações sobre gestão de ativos imobiliários corporativos, no processo de tomada de decisão de investimento, não são relevantes para a grande maioria dos investidores, ainda que eles reconheçam a relação com o risco organizacional.

Nesse cenário, observa-se a conveniência de se propor um modelo de análise da estratégia imobiliária de uma organização no contexto da gestão de riscos e oportunidades. Testado, o modelo se mostra adequado à identificação de variáveis que podem interferir no desempenho do negócio. Por conseguinte, valida-se a possibilidade de utilizá-lo como ponto de partida para novas pesquisas que relacionem CREM e decisão de investimento e, assim, contribuir com a formação de conhecimento sobre o tema.

Ademais, uma vez validada a utilidade do modelo proposto e tendo em mente o objetivo principal da pesquisa, que é o de compreender a relação da gestão de CRE, a adoção, no

mercado de capitais, de uma lógica de gestão de riscos e oportunidades atrelada ao alinhamento entre a estratégia imobiliária corporativa e a estratégia organizacional, servirá aos interesses de investidores, empresas e reguladores. Para os primeiros, constitui-se como benefício principal o aprimoramento do processo decisório de investimento; para os segundos, verifica-se a redução de riscos com reclamações por parte dos stakeholders e, para os derradeiros, exsurge a possibilidade de incrementar a transparência no mercado e, conseqüentemente de aprimorar a governança corporativa das companhias.

11 Recomendações para próximos passos

Como próximos passos, recomenda-se investigar o efeito da incorporação sistemática e regulada de dados sobre a gestão imobiliária corporativa em todos os documentos fornecidos a investidores com o propósito de auxiliar empresas a reduzirem o risco àquela associado, de fornecer aos investidores elementos para identificar oportunidades desprezadas e riscos não computados, de dar aos reguladores condições de aprimorar as ferramentas de proteção ao mercado e, sobretudo, de fomentar o interesse por novas pesquisas sobre o comportamento de investidores, CREM e outras matérias correlatas.

12 Limitações

Esta pesquisa é limitada pela quantidade de casos e mercados observados. No que diz respeito aos casos, é desejável replicá-la com empresas de outros setores. No que tange a mercados, caberia reproduzi-la com empresas de outros países que realizaram a oferta pública em suas respectivas bolsas de valores.

Entretanto, inobstante as restrições descritas, é pertinente considerar que há esforço na padronização internacional da regulação do mercado de valores mobiliários, movimento liderado pela IOSCO, instituição da qual fazem parte a SEC e a CVM. Destarte, não será surpreendente a descoberta de comportamento similar ao encontrado, se realizada com processos de IPO em outros países.

Referências

- A.k.a. Brands Holding Corp. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 789). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://ir.aka-brands.com/financials/sec-filings?form_type=S-1&year=
- Agência Estado. (2021). *Conheça o histórico da taxa de juros e o impacto no seu bolso*. R7. <https://noticias.r7.com/economia/conheca-o-historico-da-taxa-de-juros-e-o-impacto-no-seu-bolso-22092021>
- Albertin, Alberto Luis, & Albertin, R. M. de M. (2018). Tecnologia da informação e desempenho empresarial no gerenciamento de seus projetos: um estudo de caso de uma industria. *RAC*, *12*(3), 599–629. https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/albertin_-_tecnologia_de_informacao_e_desempenho.pdf
- Albertin, Alberto Luiz. (2001). Valor estratégico dos projetos de tecnologia de informação. *Revista de Administração de Empresas*, *41*(3), 42–50. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902001000300005>
- Allbirds, I. (2021a). *Form S-1 Registration Statement: Amendment No. 1* (p. 464). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://ir.allbirds.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B501%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=&items_per_page=10&page=0
- Allbirds, I. (2021b). *Form S-1 Registration Statement* (p. 700). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://ir.allbirds.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B501%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=&items_per_page=10&page=1
- Allianz. (2023). *Allianz Director & Officers*. https://www.allianz.com.br/seguros/para_seus_negocios/directors-officers-pf.html#
- Apgar, M. (1995). Managing Real Estate to Build Value. *Harvard Business Review*, *73*(6), 162–173. <http://www.redibw.de/db/ebSCO.php/search.ebSCOhost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=95120>

52742&site=ehost-live

- Apgar, M. (2009). What every leader should know about real estate. *Harvard Business Review*, 87(November), 100–1008.
<http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=1&sid=8fa5f929-637b-4b7e-bad3-378a2c59d438%40sdc-v-sessmgr05>
- Archibus. (2014). *Key Performance Indicators (KPIs) for real estate, infrastructure, and facilities managers* (p. 1–14). Archibus. <http://www.mass-plc.com/documents/f2ebb659-7e66-4fb9-ac60-8a5a27738e7c.pdf>
- Arhaus, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 563). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://ir.arhaus.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=#views-exposed-form-widget-sec-filings-table
- ATLAS.ti 23. (2023). *ATLAS.ti 23*. <https://atlasti.com/>
- Autodesk. (2019). *Reducing Risk with AI & Machine Learning*. Autodesk. <https://bim360resources.autodesk.com/machine-learning-in-construction-data-analytics/reducing-risk-with-ai-amp-machine-learning>
- B3. (2022a). *Guia do IPO na B3*. B3. [http://www.b3.com.br/data/files/09/C7/6D/4C/29207710FB5A3B67AC094EA8/B3 - Guia do IPO.pdf](http://www.b3.com.br/data/files/09/C7/6D/4C/29207710FB5A3B67AC094EA8/B3-Guia%20do%20IPO.pdf)
- B3. (2022b). *Ofertas públicas*. https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/sobre-ofertas-publicas/
- B3. (2023a). *O que é Formulário de Referência (FRE) e como usá-lo para investir melhor?* B3 Bora Investir. [https://borainvestir.b3.com.br/noticias/mercado/o-que-e-formulario-de-referencia-fre-e-como-usa-lo-para-investir-melhor/#:~:text=Como acessar o Formulário de,\(SEP\) é atualizada semanalmente.](https://borainvestir.b3.com.br/noticias/mercado/o-que-e-formulario-de-referencia-fre-e-como-usa-lo-para-investir-melhor/#:~:text=Como%20acessar%20o%20Formul%C3%A1rio%20de,(SEP)%20%C3%A9%20atualizada%20semanalmente.)
- B3. (2023b). *Segmentos de listagem*. B3. [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/#:~:text=O Novo Mercado conduz as,e%2C recentemente%2C em 2023.](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/#:~:text=O%20Novo%20Mercado%20conduz%20as,e%2C%20recentemente%2C%20em%202023.)

- Baek, I.-M., Bandopadhyaya, A., & Du, C. (2005). Determinants of market-assessed sovereign risk: Economic fundamentals or market risk appetite? *Journal of International Money and Finance*, 24(4), 533–548. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2005.03.007>
- Baker, E. D., Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67(December 2020), 101913. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101913>
- Banco Central do Brasil. (2018). *Resolução nº 4.661, DE 25 de maio de 2018* (p. 1–17). Banco Central do Brasil (BC). https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res_4661_v1_O.pdf
- Banton, C. (2021). *Market Dynamics*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/market-dynamics.asp#:~:text=Key Takeaways,change in supply and demand.>
- Barros, F. E. E. de, Santos, R. C. dos, Orso, L. E., & Sousa, A. M. R. (2021). The evolution of corporate governance and agency control: the effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 775–814. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355>
- Batista, E. C., Matos, L. A. L., & Nascimento, A. B. (2017). A entrevista como técnica de investigação na pesquisa qualitativa. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, 11(3), 23–38. <https://rica.unibes.com.br/rica/article/view/768>
- Bijkerk, W., Tendulkar, R., Uddin, S., & Worner, S. (2012). *Systemic risk identification in securities markets* (Nº 2012; 1, Número July). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO461.pdf>
- Blair, M. M. (1995). Ownership and Control: rethinking corporate governance for twenty-first century. In *Rethinking corporate governance*. The Brookings Institution.
- BMF&BOVESPA. (2016). *Fundos imobiliários*. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.htm

- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2023). *Supervisory Policy and Guidance Topics: market risk management*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/topics/market_risk_mgmt.htm
- Brilliant Earth Group, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 381). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://investors.brilliantearth.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=#views-exposed-form-widget-sec-filings-table
- Brix, J. (2017). Exploring knowledge creation processes as a source of organizational learning: A longitudinal case study of a public innovation project. *Scandinavian Journal of Management*, 33(2), 113–127. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2017.05.001>
- Buzan, T., & Buzan, B. (1994). *The Mind Map Book: How to Use Radiant Thinking to Maximize Your Brain's Untapped Potential* (First edit). Penguin Books USA Inc.
- Campbell, J. L., Quincy, C., Osserman, J., & Pedersen, O. K. (2013). Coding In-depth Semistructured Interviews. *Sociological Methods & Research*, 42(3), 294–320. <https://doi.org/10.1177/0049124113500475>
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1–S5. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x>
- Chance, D. M., & Edleson, M. E. (2023). *Introduction to risk management* (p. 51). Chartered Financial Analyst (CFA) Institute. <https://doi.org/10.4324/9780429287121-28>
- Chartered Financial Analyst Institute (CFA). (2023a). *Capital structure*. <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refreshers-readings/capital-structure#:~:text=Capital structure refers to the,capital with greater financial flexibility.>
- Chartered Financial Analyst Institute (CFA). (2023b). *Mission & Vision*. <https://www.cfainstitute.org/en/about/vision>
- Chen, J. (2020). *Same-Store Sales: Retail Data Point; Examples and Overview*. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/s/samestoresales.asp>

Chen, J. (2021). *What Is Basel I? Definition, History, Benefits, and Criticism*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/b/basel_i.asp

Chen, J. (2022). *Divestiture: definition, examples, and reasons to divest*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/d/divestiture.asp>

Chen, J. (2023). *Private Equity Explained With Examples and Ways to Invest*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/privateequity.asp>

Chi, J., & Padgett, C. (2005). THE PERFORMANCE AND LONG-RUN CHARACTERISTICS OF THE CHINESE IPO MARKET. *Pacific Economic Review*, 10(4), 451–469. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0106.2005.00285.x>

Chychyla, R., Leone, A. J., & Minutti-Meza, M. (2019). Complexity of financial reporting standards and accounting expertise. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 226–253. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.09.005>

Clancey-Shang, D. (2022). Information Spillovers Prior to M&A Announcements. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 455. <https://doi.org/10.3390/jrfm15100455>

Clarivate Analytics. (2023). *Modern Portfolio Theory - Citation report*. Web of Science. <https://www.webofscience.com/wos/woscc/citation-report/f8215d88-f033-4860-a010-ada99348846c-ab36c86a>

Clements, C., Neill, J. D., & Stovall, O. S. (2009). An Analysis of International Accounting Codes of Conduct. *Journal of Business Ethics*, 87(S1), 173–183. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9811-3>

Cloutier, C., & Langley, A. (2020). What Makes a Process Theoretical Contribution? *Organization Theory*, 1(1), 263178772090247. <https://doi.org/10.1177/2631787720902473>

Cloutier, C., & Ravasi, D. (2021). Using tables to enhance trustworthiness in qualitative research. *Strategic Organization*, 19(1), 113–133. <https://doi.org/10.1177/1476127020979329>

- Cohen & Steers. (2012). Introduction To Real Estate Securities. *Introduction to Real Estate Securities*, August, 1–13. <https://www.reit.com/sites/default/files/portals/0/PDF/Introduction-To-Real-Estate-Securities.pdf>
- Comando do Corpo de Bombeiros. (2023). *Segurança contra incêndio*. http://www.ccb.policiamilitar.sp.gov.br/portalcb/_seguranca-contraincendio/instrucoes-reg.php
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2003). *Texto integral da instrução CVM nº 400* (p. 1–116). Comissão de Valores Mobiliários (CVM). <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html#:~:text=Dispõe sobre as ofertas públicas,e a Instrução 88%2F88>.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2009a). *Instrução CVM 480*. <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2009b). *Texto integral da instrução CVM nº 480* (p. 1–216). Comissão de Valores Mobiliários (CVM). <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2023a). *Cias Abertas: Documentos: Formulário de Referência (FRE)*. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2023b). *Estrutura*. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/estrutura>
- Conceito.de. (2023). *Centro de processamento de dados*. <https://conceito.de/centro-de-processamento-de-dados>
- Cook, V. J., & Page, J. R. (1987). Assessing marketing risk. *Journal of Business Research*, 15(6), 519–530. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(87\)90036-1](https://doi.org/10.1016/0148-2963(87)90036-1)
- Cooke, H. (2011). Corporate Real Estate Management: Strategy and Implementation. *Journal*

of *Property Investment & Finance*, 29(3), 331–332.
<https://doi.org/10.1108/jpif.2011.29.3.331.1>

Cooke, H., & Appel-Meulenbroek, R. (2023). A multi-disciplinary view on a corporate real estate alignment model. *Journal of Corporate Real Estate*. <https://doi.org/10.1108/JCRE-09-2022-0029>

Cooke, H., Appel-Meulenbroek, R., & Arentze, T. (2019). Adjustment of corporate real estate during a period of significant business change. *International Journal of Strategic Property Management*, 23(3), 171–186. <https://doi.org/10.3846/ijspm.2019.7954>

Corenet Global. (2023). *The essential guide to corporate real estate glossary*. <https://www.corenetglobal.org/connect/become-a-member/become-a-member/the-essential-guide-to-corporate-real-estate/the-essential-guide-glossary#C>

Corporate Finance Institute (CFI). (2022a). *Risk Management*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/risk-management/risk-management/>

Corporate Finance Institute (CFI). (2022b). *Role of investor relations: combining finance, communication and marketing*. Corporate Finance Institute (CFI). <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career/role-of-investor-relations-ir/>

Crepedia. (2021). *Build to suit*. Commercial Real Estate Dictionary. <https://www.crepedia.com/dictionary/definitions/build-to-suit/>

Cruz, F. B. (2021). *Os bastidores da tentativa frustrada de salvar a casa de shows Unimed Hall*. Revista Veja. <https://veja.abril.com.br/cultura/os-bastidores-da-tentativa-frustrada-de-salvar-a-casa-de-shows-unimed-hall>

D'Ávila, M. Z. (2021). *Fundo imobiliário Vinci Offices (VINO11) compra sede da Globo em São Paulo por R\$ 522 milhões*. InfoMoney. <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundo-imobiliario-vinci-offices-vino11-compra-sede-da-globo-em-sao-paulo-por-r-522-milhoes/>

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>

- De Mello, J. M. P., & Garcia, M. G. P. (2012). Bye, bye financial repression, hello financial deepening: The anatomy of a financial boom. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(2), 135–153. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2011.12.009>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2019). *Deloitte's legal risk management framework*. <https://www.deloitte.com/content/dam/assets-shared/legacy/docs/services/legal/2022/dttl-legal-deloittes-legal-risk-management-framework.pdf>
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2023). *Use of IFRS by jurisdiction*. <https://www.iasplus.com/en/resources/ifrs-topics/use-of-ifrs>
- Diniz, F. (2014). *Informações financeiras pro forma*. Ciências Contábeis. <https://www.cienciascontabeis.com.br/informacoes-financeiras-pro-forma/>
- Dornelas, R. L. (2013). *A tecnologia BIM e o gerenciamento da integração: uma proposta colaborativa*. 11. https://pmkb.com.br/wp-content/uploads/2013/07/PUC-MINAS_ARTIGO_RAMON-DORNELAS_PMI.pdf
- Douek, D. (2019). *Avaliação do impacto financeiro da gestão da informação no ciclo de vida de empreendimentos imobiliários: o caso das organizações gestoras de estabelecimentos assistenciais de saúde*. Universidade de São Paulo.
- Douek, D. (2022a). *Entrevista 1 - CVM*.
- Douek, D. (2022b). *Entrevista 2 - Banco Digital - RH*.
- Douek, D. (2022c). *Entrevista 3 - Banco digital - RI*.
- Douek, D. (2022d). *Entrevista 4 - escritório de advocacia*.
- Douek, D. (2022e). *Entrevista 5 - escritório de advocacia*.
- Douek, D. (2022f). *Entrevista 6 - real estate*.
- Douek, D. (2023a). *Entrevista 10 - seguros I*.
- Douek, D. (2023b). *Entrevista 12 - varejo*.
- Douek, D. (2023c). *Entrevista 13 - seguros*.

- Douek, D. (2023d). *Entrevista 7 - data center*.
- Douek, D. (2023e). *Entrevista 8 - cowork*.
- Douek, D. (2023f). *Entrevista 9 - gestão de ativos imobiliários*.
- Douek, D., & De Angelo, C. F. (2022). Desempenho de Ativos Imobiliários: Perspectivas da Governança Ambiental, Social e Corporativa no Brasil / Real estate investments performance: the ESG perspective in Brazil. *Brazilian Journal of Development*, 8(1), 2271–2284. <https://doi.org/10.34117/bjdv8n1-147>
- Dowd, K. (2005). *Measuring Market Risk* (Seconf Edi). John Wiley & Sons, Ltd. www.wiley.com
- Drehmann, M., & Nikolaou, K. (2013). Funding liquidity risk: Definition and measurement. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2173–2182. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.002>
- Dreyer, C., & Schulz, O. (2022). Policy uncertainty and corporate investment: public versus private firms. *Review of Managerial Science*, 17(5), 1863–1898. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00603-y>
- Economática. (2023). *Economática*. Economática. <https://economatica.com/sobre>
- Edwards, V., & Ellison, L. (2004). *Corporate property management: aligning real estate with business strategy* (First edit). Blackwell Publishing Company.
- Eisenhardt, K. M. (1989a). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.
- Eisenhardt, K. M. (1989b). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Eisenhardt, K. M. (2007). Theory building from case study research: opportunities and challenges. *Academy of Management Review*, 14(4), 181–224.
- Eisenhardt, K. M. (2021). What is the Eisenhardt Method, really? *Strategic Organization*, 19(1), 147–160. <https://doi.org/10.1177/1476127020982866>

- Eldabi, T., Irani, Z., Paul, R. J., & Love, P. E. d. (2002). Quantitative and qualitative decision-making methods in simulation modelling. *Management Decision*, 40(1), 64–73. <https://doi.org/10.1108/00251740210413370>
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, 21(11–12), 1743–1759. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00048-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00048-4)
- Ernst & Young (EY). (2013). *Risk management after an IPO: The essential guide for IPO-bound companies* (p. 12). Ernst & Young (EY). [https://web.actuaries.ie/sites/default/files/erm-resources/191_Risk Management after an IPO.pdf](https://web.actuaries.ie/sites/default/files/erm-resources/191_Risk%20Management%20after%20an%20IPO.pdf)
- Ernst & Young Terco. (2012). *Laudo de Avaliação do Acervo Líquido a ser Cindido Formado por Determinados Ativos e Passivos Apurados por Meio dos Livros Contábeis*. <http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=337764>
- Ethics and Compliance Initiative (ECI). (2022). *Glossary of ethics and compliance terms*. Ethics and Compliance Initiative (ECI). <https://www.ethics.org/resources/free-toolkit/toolkit-glossary/>
- Fadel Sociedade de Advogados. (2021). *O que significa luvas em contrato de locação comercial?* JusBrasil. <https://www.jusbrasil.com.br/artigos/o-que-significa-luvas-em-contrato-de-locacao-comercial/1195701055#:~:text=O termo “luvas” é utilizado,à vista ou a prazo.>
- Fama, E. F. (1965a). Portfolio Analysis in a Stable Paretian Market. *Management Science*, 11(3), 404–419. <https://doi.org/10.1287/mnsc.11.3.404>
- Fama, E. F. (1965b). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34. <https://doi.org/10.1086/294743>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial*

- Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 301–326.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 101–119. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90045-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90045-5)
- Fauzi, N. S., Zainuddin, A., Johari, N., Mohd Ali, S. N., & Nawawi, A. H. (2016). A preliminary framework for corporate real estate sustainable management. *MATEC Web of Conferences*, 66, 00062. <https://doi.org/10.1051/mateconf/20166600062>
- Federal Aviation Administration (FAA). (2020). *Slot Administration - Slot Definition*. https://www.faa.gov/about/office_org/headquarters_offices/ato/service_units/systemops/perf_analysis/slot_administration/slot_definition
- Fernandes, E. C. (2018). *IFRS 16: riscos jurídicos*. All Print Editora.
- Filho, D. B. F., & Júnior, J. A. D. S. (2009). Desvendando os mistérios do coeficiente de correlação de Pearson (r). *Revista Política Hoje*, 18(1), 115–146.
- Fisher, G., & Aguinis, H. (2017). Using Theory Elaboration to Make Theoretical Advancements. *Organizational Research Methods*, 20(3), 438–464. <https://doi.org/10.1177/1094428116689707>
- Flickinger, M., & Zschoche, M. (2018). Corporate divestiture and performance: an institutional view. *Journal of Management & Governance*, 22(1), 111–131. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9384-6>
- Fontinelle, A. (2022). *How long is an IPO lock-Up period?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answer/12/ipo-lockup-period.asp>
- Forbes, W. (2023). Narrative Economics. *Qualitative Research in Financial Markets*, 15(2), 217–223. <https://doi.org/10.1108/QRFM-02-2023-234>
- Freitas, J. S., Melo, J. C. F. de, Salerno, M. S., Bagno, R. B., & Brasil, V. C. (2021). An innovative application of event structure analysis (ESA). *MethodsX*, 8, 101256. <https://doi.org/10.1016/j.mex.2021.101256>

- Frerichs, H., & Wahrenburg, M. (2005). Evaluating Credit Risk Models. In *Risk Management* (Vol. 24, p. 219–238). Springer-Verlag. https://doi.org/10.1007/3-540-26993-2_11
- Fundação Nacional da Qualidade (FNQ). (2018). *Guia prático para aplicar o compliance em grandes empresas #35* (p. 39). FNQ. <https://fnq.org.br/comunidade/e-book-35-guia-pratico-para-aplicar-o-compliance-em-grandes-empresas/>
- GANTI, A. (2023). *What Is Insider Trading and When Is It Legal?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/insidertrading.asp>
- Gao, S., Liu, J., & Chan, K. C. (2017). Does the removal of the IPO lockup matter in IPO pricing? *Finance Research Letters*, 23, 246–252. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.004>
- Gibler, K. M., & Lindholm, A.-L. (2012). A test of corporate real estate strategies and operating decisions in support of core business strategies. *Journal of Property Research*, 29(1), 25–48. <https://doi.org/10.1080/09599916.2011.608470>
- Gibson, V. A., & Barkham, R. (2001). Corporate Real Estate Management in the Retail Sector: Investigation of Current Strategy and Structure. *Journal of Real Estate Research*, 22, 107–128.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (Sexta edição). Editora Atlas.
- Gioia, D. (2021). A Systematic Methodology for Doing Qualitative Research. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 57(1), 20–29. <https://doi.org/10.1177/0021886320982715>
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research. *Organizational Research Methods*, 16(1), 15–31. <https://doi.org/10.1177/1094428112452151>
- Glaeser, C. K., Fisher, M., & Su, X. (2019). Optimal Retail Location: Empirical Methodology and Application to Practice. *Manufacturing & Service Operations Management*, 21(1), 86–102. <https://doi.org/10.1287/msom.2018.0759>
- Global Reporting Initiative (GRI). (2021). *Global Reporting Initiative (GRI)*. <https://www.globalreporting.org/>
- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time Paths in the Diffusion of Product Innovations. *The*

Economic Journal, 92(367), 630. <https://doi.org/10.2307/2232554>

Gov.br. (2023). *Assembleias de acionistas*. <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/acoes/assembleias-de-acionistas>

Grupo Carrefour Brasil. (2017). *Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias da emissão do Grupo Carrefour Brasil - Atacadão S.A.* (p. 1–822). Grupo Carrefour Brasil. <https://www.goldmansachs.com/worldwide/brazil/areas-de-negocios/ipo/atacado/final.pdf>

Grupo Fleury. (2018). *Comunicado ao mercado: celebração de contrato built to suit para construção de nova área técnica e outros*. Grupo Fleury. http://ri.fleury.com.br/fleury/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&buscaOK=1&q=comunicado+ao+mercado+constru%E7%E3o&enviar_busca=

Grupo Fleury S.A. (2023). *Grupo Fleury*. <https://www.grupofleury.com.br/SitePages/Home.aspx>

Guandalini, G. (2023). *Rolex compra a Bucherer : entrada no varejo ou ajudando os amigos ?* <https://braziljournal.com/rolex-compra-a-bucherer-entrada-no-varejo-ou-ajudando-os-amigos/>

Guo, H., Wang, Y., Wang, B., & Ge, Y. (2022). Does prospectus AE affect IPO underpricing? A content analysis of the Chinese stock market. *International Review of Economics & Finance*, 82(March), 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.06.001>

Hanley, K. W., & Hoberg, G. (2010). The Information Content of IPO Prospectuses. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2821–2864. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq024>

Harris, R., & Cooke, H. (2014). Is corporate real estate at a crossroads? *Journal of Corporate Real Estate*, 16(4), 275–289. <https://doi.org/10.1108/JCRE-06-2014-0018>

Hastings, N. A. J. (2010). *Physical Asset Management* (First). Springer-Verlag London Limited.

Havan S.A. (2020). *Minuta do prospecto preliminar da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Havan S.A.* (p. 1–669). Comissão de

- Valores Mobiliários (CVM). https://sistemas.cvm.gov.br/dados/ofeanal/RJ-2020-03706/20200827_Minuta do Prospecto Preliminar.pdf
- Hayes, A. (2022a). *Churning: definition and types in finance*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/churning.asp>
- Hayes, A. (2022b). *Last Mile: What It Means in Reaching Customers*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/lastmile.asp#:~:text=Last mile refers to the last stage in a process,the last leg of transportation.>
- Hayes, A. (2022c). *Market risk definition: how to deal with systematic risk*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/marketrisk.asp>
- Hayes, A. (2022d). *Regulatory Risk: Definition Vs. Compliance Risk, and Examples*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/r/regulatory_risk.asp#:~:text=Regulatory risk is the risk,business%2C sector%2C or market.
- Hayes, A. (2022e). *What are mergers and acquisitions (M&A)?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>
- Hayes, A. (2023). *The Supply Chain: From Raw Materials to Order Fulfillment*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/supplychain.asp>
- He, Q., Liu, J., Wang, S., & Yu, J. (2020). The impact of COVID-19 on stock markets. *Economic and Political Studies*, 8(3), 275–288. <https://doi.org/10.1080/20954816.2020.1757570>
- Hope, O.-K., Huang, Z., & Moldovan, R. (2021). Wall Street analysts as investor relations officers. *Journal of Corporate Finance*, 67(January), 101893. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101893>
- Huang, J., & Shi, X. (2021). Solving the location problem of front distribution center for omnichannel retailing. *Complex & Intelligent Systems*, 0123456789. <https://doi.org/10.1007/s40747-020-00260-2>
- Infomoney. (2022). *ADRs: o que são e como funcionam os recibos de ações negociados nos EUA*. Infomoney. <https://www.infomoney.com.br/guias/adrs-american-depository->

receipt/

Infomoney. (2023). *Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX)*.
<https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/indice/ifix/>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. In *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)* (p. 1–108). IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>

Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI). (2023). *Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI)*. <https://www.ibri.com.br/pt-br/>

International Organization for Standardization (ISO). (2023). *We're ISO, the International Organization for Standardization*. <https://www.iso.org/home.html>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2022). *Fact sheet* (p. 1–11). International Organization of Securities Commissions (IOSCO).
<https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2023). *Who we are*. International Organization of Securities Commissions (IOSCO).
https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

Jacinto, J. V. (2022). *Sale and leaseback: o que é e como funciona essa operação?* Fiis.com.br.
<https://fiis.com.br/artigos/sale-and-leaseback/>

Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The Life Cycle of Initial Public Offering Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9–10), 1281–1307. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00298>

Jensen, M. C. (2001). VALUE MAXIMIZATION, STAKEHOLDER THEORY, AND THE CORPORATE OBJECTIVE FUNCTION. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Joann Inc. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (Número 333, p. 1–1474).

https://investors.joann.com/financials/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=&items_per_page=10#views-exposed-form-widget-sec-filings-table

Jornal da USP. (2021, abril 28). Maior perda em Mariana e Brumadinho foi de vidas humanas, diz especialista: Impactos sociais, ambientais e econômicos são analisados pelo engenheiro civil Carlos Barreira Martinez. *Jornal da USP*. <https://jornal.usp.br/atualidades/maior-perda-em-mariana-e-brumadinho-foi-de-vidas-humanas-diz-especialista/#:~:text=A morte de um semelhante,e 11 pessoas ainda desaparecidas.>

Kagan, J. (2022). *Self-Insurance: What it is, How it Works, Example*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/selfinsurance.asp#:~:text=What Is Self-Insurance%3F,insurance company to reimburse you.>

Kanapickienė, R., Keliuotytė-Staniulienė, G., Teresienė, D., Špicas, R., & Neifaltas, A. (2022). Macroeconomic Determinants of Credit Risk: Evidence on the Impact on Consumer Credit in Central and Eastern European Countries. *Sustainability*, 14(20), 13219. <https://doi.org/10.3390/su142013219>

Kenton, W. (2022a). *Financial accounting: meaning, principles, and why it matters*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/f/financialaccounting.asp>

Kenton, W. (2022b). *What are the big 4 accounting firms? definition and critique*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/bigfour.asp>

Kenton, W. (2023a). *Investment Thesis: An Argument in Support of Investing Decisions*. <https://investopedia.com/terms/i/investment-thesis.asp>

Kenton, W. (2023b). *S&P 500 Index: What It's for and Why It's Important in Investing*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>

Khosrowshahi, F., & Arayici, Y. (2012). Roadmap for implementation of BIM in the UK construction industry. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 19(6),

610–635. <https://doi.org/10.1108/09699981211277531>

Kim, D. (2023). Market-to-book ratio in stochastic portfolio theory. *Finance and Stochastics*. <https://doi.org/10.1007/s00780-023-00501-5>

Kish, M., Tobin, B., & Dawkins, J. O. (2023, agosto). The rise and fall of Allbirds: The sneaker brand's plan for redemption might just be working. *Insider*. <https://www.businessinsider.com/what-happened-to-allbirds-rise-fall-2023-4#in-may-allbirds-announced-a-leadership-shakeup-as-co-founder-tim-brown-said-in-an-analyst-call-he-would-no-longer-be-co-ceo-of-the-company-24>

Knott, E., Rao, A. H., Summers, K., & Teeger, C. (2022). Interviews in the social sciences. *Nature Reviews Methods Primers*, 2(1), 73. <https://doi.org/10.1038/s43586-022-00150-6>

Kolm, P. N., Tütüncü, R., & Fabozzi, F. J. (2014). 60 Years of portfolio optimization: Practical challenges and current trends. *European Journal of Operational Research*, 234(2), 356–371. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2013.10.060>

KPMG. (2023). *Tax risk management: effective tax risk management strategies*. KPMG. <https://kpmg.com/dp/en/home/services/tax/tax-risk-management.html>

Kuepper, J. (2023). *Day trading: the basics and how to get started*. <https://www.investopedia.com/articles/trading/05/011705.asp>

Law Insider. (2023). *Major Initiatives definition*. Law Insider. <https://www.lawinsider.com/dictionary/major-initiatives#:~:text=Major Initiatives means any initiatives,Sample 1>

Lemes, S., & Carvalho, L. N. G. de. (2009). Comparabilidade entre o resultado em BR GAAP e U.S. GAAP: evidências das companhias brasileiras listadas nas bolsas norte-americanas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 25–45. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200003>

Lindholm, a L., Gibler, K. M., & Leväinen, K. I. (2006). Modeling the value-adding attributes of real estate to the wealth maximization of the firm. *Journal of Real Estate Research*, 28(4), 445–476. <http://ares.metapress.com/index/w1558474p1902t31.pdf>

Liu, X. K., & Wu, B. (2021). Do IPO Firms Misclassify Expenses? Implications for IPO Price

- Formation and Post-IPO Stock Performance. *Management Science*, 67(7), 4505–4531. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3684>
- Loperfido, N., & Shushi, T. (2023). Optimal Portfolio Projections for Skew-Elliptically Distributed Portfolio Returns. *Journal of Optimization Theory and Applications*, 199(1), 143–166. <https://doi.org/10.1007/s10957-023-02252-x>
- Loth, R. (2022). *Analyzing a Company's Capital Structure*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/basics/06/capitalstructure.asp#:~:text=Capital structure refers to a,leases and redeemable preferred stock.>
- Lulu's Fashion Lounge Holdings, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 787). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://investors.lulus.com/financial-information/sec-filings?items_per_page=10&page=7
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection*. John Wiley & Sons, Inc.
- Martelanc, R. ([s.d.]). *O Efeito da Depreciação sobre o FCL* (p. 1–3). Universidade de São Paulo - Faculdade de economia, administração e contabilidade. <http://www.erudito.fea.usp.br/PortalFEA/Repositorio/940/Documentos/Depreciação.pdf>
- McGaughey, R. E., Snyder, C. A., & Carr, H. H. (1994). Implementing information technology for competitive advantage: Risk management issues. *Information & Management*, 26(5), 273–280. [https://doi.org/10.1016/0378-7206\(94\)90066-3](https://doi.org/10.1016/0378-7206(94)90066-3)
- Mclure, B. (2023). *What Are Stock Fundamentals?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/022603.asp>
- Merriam-Webster Dictionaries. (2023a). *Retrofit*. Merriam-Webster Dictionaries. <https://www.merriam-webster.com/dictionary/retrofit>
- Merriam-Webster Dictionaries. (2023b). *Track record*. Merriam-Webster Dictionaries. [https://www.merriam-webster.com/dictionary/track record#:~:text=%3A a record of past performance,indicator of likely future performance](https://www.merriam-webster.com/dictionary/track%20record#:~:text=%3A%20a%20record%20of%20past%20performance,indicator%20of%20likely%20future%20performance)

- Metzger, M. B. (2008). The ten commandments of legal risk management. *Business Horizons*, 51(1), 13–19. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2007.08.005>
- Miles, M. E., Berens, G., & Weiss, M. A. (2006). *Real estate development: principles and process* (N. H. Stewart (org.); third). Urban Land Institute.
- Ministério da Fazenda. (2023). *Comissão de Valores Mobiliários*. gov.br. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>
- Motawa, I., & Almarshad, A. (2015). Case-based reasoning and BIM systems for asset management. *Built Environment Project and Asset Management*, 5(3), 233–247. <https://doi.org/10.1108/BEPAM-02-2014-0006>
- Murphy, C. B. (2022). *Roadshows*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp>
- National archives and records administration. (2022). § 229.102 Item 102 (*Description of property*). Code of federal regulations. <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229/subpart-229.100/section-229.102>
- National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT). (2021). *National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)*. <https://www.reit.com/>
- Neto, M. H., & Uize, M. S. (2023). “Acqui-hire”: o M&A de pessoas. InfoMoney. <https://www.infomoney.com.br/colunistas/um-brasil/acqui-hire-o-ma-de-pessoas/>
- North Dakota Information Technology. (2023). *Definition of Information Technology*. <https://www.ndit.nd.gov/standards/definition-information-technology>
- Nourse, H. O., & Roulac, S. (1993). Linking real estate decisions to corporate strategy. *Journal of Real Estate Research*, 8(January 1993), 475–494.
- Núcleo de Real Estate (NRE) da Universidade de São Paulo (USP) - Departamento de Engenharia de Construção Civil. (2023). *O SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO DA QUALIDADE*. Universidade de São Paulo (USP)- Departamento de Engenharia de Construção Civil. <https://www.realestate.br/site/conteudo/pagina/1,45+O-SISTEMA-DE-CLASSIFICAÇÃO-DA-QUALIDADE.html>

- O'Dwyer, B., & Madden, G. (2006). Ethical Codes of Conduct in Irish Companies: A Survey of Code Content and Enforcement Procedures. *Journal of Business Ethics*, 63(3), 217–236. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-3967-x>
- Olaplex Holdings, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 654). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://ir.olaplex.com/sec-filings/all-sec-filings?form_type=S-1&year=
- Open risk. (2013). *About open risk*. Open risk. <https://www.openriskmanagement.com/open-risk/>
- Open Risk Academy. (2023a). *Legal risk*. https://www.openriskmanual.org/wiki/Legal_Risk
- Open Risk Academy. (2023b). *Physical Damage*. Open Risk Manual. https://www.openriskmanual.org/wiki/Physical_Damage
- Ott, T. E., & Eisenhardt, K. M. (2020). Decision weaving: Forming novel, complex strategy in entrepreneurial settings. *Strategic Management Journal*, 41(12), 2275–2314. <https://doi.org/10.1002/smj.3189>
- Pahade, J. K., & Jha, M. (2022). A Hybrid Fuzzy-SCOOT Algorithm to Optimize Possibilistic Mean Semi-absolute Deviation Model for Optimal Portfolio Selection. *International Journal of Fuzzy Systems*, 24(4), 1958–1973. <https://doi.org/10.1007/s40815-022-01251-w>
- Park, S. R., & Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>
- Pastor, L., & Stambaugh, R. (2019). Liquidity Risk After 20 Years. In *Suparyanto dan Rosad (2015)* (Vol. 5, Número 3). <https://doi.org/10.3386/w25774>
- Paugam, L., Stolowy, H., & Gendron, Y. (2021). Deploying Narrative Economics to Understand Financial Market Dynamics: An Analysis of Activist Short Sellers' Rhetoric*. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 1809–1848. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12660>
- Piyatrapoomi, N., Kumar, A., & Setunge, S. (2004). FRAMEWORK FOR INVESTMENT

DECISION-MAKING UNDER RISK AND UNCERTAINTY FOR INFRASTRUCTURE ASSET MANAGEMENT. *Research in Transportation Economics*, 8(04), 199–214. [https://doi.org/10.1016/S0739-8859\(04\)08010-2](https://doi.org/10.1016/S0739-8859(04)08010-2)

Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. John Wiley & Sons, Inc.

Pontes, S. (2018). *O Nexo de causalidade*. JusBrasil. <https://www.jusbrasil.com.br/artigos/o-nexo-de-causalidade/608749366>

Portal de Contabilidade. (2023). *Demonstração de Resultado de Exercício (DRE)*. <https://www.portaldecontabilidade.com.br/guia/demonstracaodoresultado.htm>

Portal tributário. (2023). *Cisão, fusão e incorporação de sociedades - aspectos gerais*. Portal Tributário. https://www.portaltributario.com.br/guia/cisao_fusao_incorp.html

Prefeitura Municipal de São Paulo. (2023). “*Habite-se Eletrônico*” emite alvarás em 24h. <https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/comunicacao/noticias/?p=107400>

Presidência da República do Brasil. (2018). *Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD)*. <https://www.gov.br/mds/pt-br/acao-a-informacao/lgpd>

Prodemge. (2023). *Histórico do rompimento das barragens da Vale na Mina Córrego do Feijão*. Governo do Estado de Minas Gerais. <https://www.mg.gov.br/pro-brumadinho/pagina/historico-do-rompimento-das-barragens-da-vale-na-mina-corrego-do-feijao>

Projectmanagement.com. (2016). *Important Project Management Terms*. Projectmanagement.com. <https://project-management.com/pmo-and-project-management-dictionary/>

PwC. (2022). *Roadmap for an IPO: a guide to going public*. PwC. <https://explore.pwc.com/c/intro?x=nmqemH>

Ramadani, V., Zendeli, D., Gerguri-Rashiti, S., & Dana, L.-P. (2018). Impact of geomarketing and location determinants on business development and decision making. *Competitiveness Review*, 28(1), 98–120. <https://doi.org/10.1108/CR-12-2016-0081>

- Real Title. (2022). *Why are real estate transactions public information?*
- Reis, T. (2018). *Arrendamento mercantil: entenda como funciona esse tipo de contrato*. Suno. <https://www.suno.com.br/artigos/arrendamento-mercantil/>
- Reis, T. (2020). *O que é securitização e como ela transforma vários ativos em um só*. Suno. <https://www.suno.com.br/artigos/securitizacao/>
- Rent the Runway, I. (2021). *Form F-1 Registration Statement* (p. 793). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://investors.renttherunway.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=#views-exposed-form-widget-sec-filings-table
- Reza, S., Rahim, A., Hamid, A., & Sadeghi, H. (2014). Exploiting Building Information Modeling Throughout the Whole Lifecycle of Construction Projects. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 4(9), 16–27.
- Risk Management Initiative in Microfinance (RIM). (2023). *Operational Risk*. Risk Management Initiative in Microfinance (RIM). <https://www.riminitiative.org/operational-risk/#:~:text=People Risk – People risk is,the management of human resources.>
- Robb, A. M., & Robinson, D. T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *Review of Financial Studies*, 27(1), 153–179. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs072>
- Rockeman, O. (2023, março). Allbirds Stock Plummets After Shoe Brand ‘Deteriorated Quickly’. *The business of fashion (BoF)*. <https://www.businessoffashion.com/news/retail/allbirds-stock-plummets-after-shoe-brand-deteriorated-quickly/>
- Rodarte, J. R., & Camargos, M. de. (2013). Underpricing e Desempenho Acionário em IPOs de Companhias Brasileiras: uma análise pré-crise financeira internacional. *TPA - Teoria e Prática em Administração*, 3(2), 121–146.
- Rosa, C. F. S. D. (2021). *Cláusulas MAC*. Migalhas de peso. <https://www.migalhas.com.br/depeso/349324/clausulas-mac>
- S&P Dow Jones Indices. (2021). *S&P 500 ESG Index*. S&P Dow Jones Indices.

<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-500-esg-index/#overview>

Saldaña, J. (2013). *The coding manual for qualitative researchers* (J. Piper (org.); Third edit). Sage Publications Ltd.

Santos, J. P. dos. (2023). *Investimentos alternativos: entenda o que são e como funcionam*. B3. <https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/investimentos-alternativos-entenda-o-que-sao-e-como-funcionam/>

Scolese, D., Reed, D., Lopes, F., Roberto, J., & Savoia, F. (2015). Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 23(2013), 24–35.

Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento - São Paulo. (2023). *Alvará de Funcionamento para Local de Reunião*. <https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/licenciamento/servicos/index.php?p=153079>

Seger, J., & Pfnür, A. (2020). THE IMPACT OF STRUCTURAL CHANGES ON CORPORATE REAL ESTATE OWNERSHIP: EVIDENCE FROM GERMANY. *International Journal of Strategic Property Management*, 25(1), 1–16. <https://doi.org/10.3846/ijspm.2020.13776>

Shanmuganathan, M. (2020). Behavioural finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100297. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100297>

Sharpe, W. F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9(2), 277–293. <https://doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277>

Sharpe, W. F. (1992). Asset allocation. *The Journal of Portfolio Management*, 18(2), 7–19. <https://doi.org/10.3905/jpm.1992.409394>

Shiller, R. J. (2019). *Narrative economics: how stories go viral & drive major economic events* (P. Dougherty & A. Chekanov (orgs.)). Princeton University Press.

Shiundu, M. V. (2009). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE. A research project submitted in the fulfillment of the Master of Business Administration (MBA). *University Oh Nairobi Lower Kapete Library*,

- 1–51. [http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/13223/Mutswenje_A survey of the factors influencing investment decisions.pdf?sequence=3](http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/13223/Mutswenje_A%20survey%20of%20the%20factors%20influencing%20investment%20decisions.pdf?sequence=3)
- Siew, R. Y. J. (2015). Predicting the behaviour of Australian ESG REITs using Markov chain analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 20(3), 252–267. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-03-2015-0009>
- Solo Brands, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 1194). United States Securities and Exchange Commission (SEC). <https://investors.solobrand.com/financials/sec-filings/default.aspx>
- Spearman, C. (1904). The Proof and Measurement of Association between Two Things. *The American Journal of Psychology*, 15(1), 72. <https://doi.org/10.2307/1412159>
- Stock Analysis. (2023). *All 2021 IPOs*. <https://stockanalysis.com/ipos/2021/>
- Succar, B. (2009). Building information modelling framework: A research and delivery foundation for industry stakeholders. *Automation in Construction*, 18(3), 357–375. <https://doi.org/10.1016/j.autcon.2008.10.003>
- Suno. (2023). *Apreda a investir em fundos imobiliários*. Suno Research. <https://lp.suno.com.br/ebook-investindo-em-fiis/>
- Surf Air. (2023). *Surf Air Mobility Investor Day - June 2023*. Retail |Road Show. <https://www.retailroadshow.com/presentation/v2/1482314/VideoOnly>
- Surtee, T. G. H., & Alagidede, I. P. (2023). A novel approach to using modern portfolio theory. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 527–540. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.12.005>
- Swift. (2023). *What is KYC?* Swift. <https://www.swift.com/your-needs/financial-crime-cyber-security/know-your-customer-kyc/meaning-kyc>
- T4F. (2023). *Perfil corporativo*. T4F. <https://ri.t4f.com.br/a-companhia/perfil-corporativo/>
- Tang, W., & Zhou, Z. (2022). Does Information Disclosed in “Use of Proceeds” from Prospectuses Affect <sc>IPO</sc> Initial Underpricing? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 51(6), 828–858. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12402>
- Tawil, M. (2020). *Squad Office, um conceito que muda o mundo do trabalho. Para melhor*.

LinkedIn. <https://pt.linkedin.com/pulse/squad-office-um-conceito-que-muda-o-mundo-do-trabalho-marc-tawil>

Taylor, R., & Brown, D. J. (1996). On the Risk of Stocks in the Long Run: A Note. *Financial Analysts Journal*, 52(2), 69–71. <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n2.1983>

Techopedia. (2023). *Information technology (IT): What does Information technology (IT) mean?* Techopedia. <https://www.techopedia.com/definition/626/information-technology-it>

The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2014). *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD443.pdf>

The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2018). *Conflicts of interest and associated conduct risks during the debt capital raising process*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD593.pdf>

The Honest Company, I. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 702). United States Securities and Exchange Commission (SEC). https://investors.honest.com/financial-information/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=501&field_nir_sec_date_filed_value=&items_per_page=10#views-exposed-form-widget-sec-filings-table

The Investopedia team. (2021). *Understanding liquidity risk in banks and businesses, with examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityrisk.asp>

The Investopedia team. (2022). *Credit risk: definition, role of ratings, and examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/creditrisk.asp>

The World of Switzerland Group. (2019). *Prospectus* (p. 1–390). World of Watches Group. <https://www.thewosgroupplc.com/investors/ipo/>

Thorns, D. (2012). Qualitative Interviewing. In *International Encyclopedia of Housing and Home* (p. 1–7). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-08-047163-1.00662-7>

Thrall, G. I. (2002). Business geography and new real estate market analysis. In M. F. Goodchild, P. A. Burrough, R. A. McDonnell, & P. Switzer (Orgs.), *Oxford University*

- Press. Oxford University Press.
<http://site.ebrary.com.resursi.rtu.lv/lib/rtulv/detail.action?docID=10142087>
- ThredUp Inc. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 309). United States Securities and Exchange Commission (SEC). <https://doi.org/10.7312/schw92626-018>
- Torrid Holdings Inc. (2021). *Form S-1 Registration Statement* (p. 989). United States Securities and Exchange Commission (SEC). <https://investors.torrid.com/financials/sec-filings/default.aspx>
- Trummer, I. (2022). From BERT to GPT-3 codex. *Proceedings of the VLDB Endowment*, 15(12), 3770–3773. <https://doi.org/10.14778/3554821.3554896>
- Tuovila, A. (2021). *Inventory Write-Off: Definition as Journal Entry and Example*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/inventory-write-off.asp>
- Tuovila, A. (2023). *What does impairment mean in accounting? with examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/impairment.asp>
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2020a). *Real Estate Investment Trusts (REITs)*. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/real-estate-investment-trusts-reits>
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2020b). *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*. <https://www.sec.gov/>
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2022). *SEC Form S-1: IPO investment prospectus*. <https://sec.report/Form/S-1>
- Unerman, J., Bebbington, J., & O'dwyer, B. (2018). Corporate reporting and accounting for externalities. *Accounting and Business Research*, 48(5), 497–522. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470155>
- United States Securities and Exchange Commission. (1933). *Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933* (p. 1–14). United States Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/files/forms-1.pdf>
- United States Securities and Exchange Commission. (2023). *Corporate Governance*.

- Investor.gov. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/corporate-governance>
- Vale S.A. (2013). *Formulário de referência - 2013* (p. 1–530). <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/4e93297d-b5af-4c73-bd28-43517743f228?origin=1>
- Vale S.A. (2023a). *Formulário de Referência 2023* (p. 1–374). VALE S.A. <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/573e99f4-40f9-0fe8-249b-10ae33e528e2?origin=1>
- Vale S.A. (2023b). *Vale S.A.* Vale S.A. <https://www.vale.com/pt/home>
- Vanlande, R., Nicolle, C., & Cruz, C. (2008). IFC and building lifecycle management. *Automation in Construction*, 18(1), 70–78. <https://doi.org/10.1016/j.autcon.2008.05.001>
- Volchik, V., & Maslyukova, E. (2021). Narrative Economics perspective on modeling national innovation system. *Terra Economicus*, 19(4), 36–50. <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-4-36-50>
- Wealth Desk. (2023). *Role of AI (Artificial Intelligence) in Investment Decision – Cap or Slap?* Wealth Desk. <https://wealthdesk.in/blog/ai-investment-decision/>
- Webster’s New World College Dictionary. (2010). *Metes and bounds*. Webster’s New World College Dictionary. <https://www.collinsdictionary.com/pt/dictionary/english/metes-and-bounds>
- White, M. D., & Marsh, E. E. (2006). Content Analysis: A Flexible Methodology. *Library Trends*, 55(1), 22–45. <https://doi.org/10.1353/lib.2006.0053>
- Wikipedia. (2023). *Verificação de antecedentes*. https://pt.wikipedia.org/wiki/Verificação_de_antecedentes
- World Federation of Exchanges. (2022). *World Federation of Exchanges*. <https://www.world-exchanges.org/>
- Yahoo Inc. (2023a). *a.k.a. Brands Holding Corp. (AKA)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/49mE4ac>

- Yahoo Inc. (2023b). *Allbirds, Inc. (BIRD)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3tYnYTX>
- Yahoo Inc. (2023c). *Arhaus, Inc. (ARHS)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3QUgMBz>
- Yahoo Inc. (2023d). *Brilliant Earth Group, Inc. (BRLT)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/47jtZco>
- Yahoo Inc. (2023e). *JOANN Inc. (JOAN)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/40qcnt5>
- Yahoo Inc. (2023f). *Lulu's Fashion Lounge Holdings, Inc. (LVLU)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3FLiE96>
- Yahoo Inc. (2023g). *Olaplex Holdings, Inc. (OLPX)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3MqxmGr>
- Yahoo Inc. (2023h). *Rent the Runway, Inc. (RENT)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/47gi7ru>
- Yahoo Inc. (2023i). *S&P 500 (^GSPC)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3SFKyLr>
- Yahoo Inc. (2023j). *Solo Brands, Inc. (DTC)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/45Zt4N9>
- Yahoo Inc. (2023k). *The Honest Company, Inc. (HNST)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3SoNfAP>
- Yahoo Inc. (2023l). *ThredUp Inc. (TDUP)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/3SssjZP>
- Yahoo Inc. (2023m). *Torrid Holdings Inc. (CURV)*. Yahoo Finance. <https://yhoo.it/49mE4ac>
- Yahoo Inc. (2023n). *Yahoo Finance*. <https://yahoo.uservoice.com/forums/382977>
- Yermack, D. (2017). Corporate Governance and Blockchains. *Review of Finance*, 21(1), rfw074. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw074>
- Yin, R. K. (1981). The Case Study Crisis: Some Answers. *Journal of Marketing Research (JMR)*, 26(1), 58–65. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=ufh&AN=5007419&site=ehost-live%5Cnhttp://content.ebscohost.com/ContentServer.asp?T=P&P=AN&K=5007419&S=R&D=ufh&EbscoContent=dGJyMMTo50Seqa44y9f3OLCmr0yeprdSrqq4SLCWxWX S&ContentCustomer=dGJyMOzpr1GwqLRlu>
- Young, J. (2023). *Special Purpose Acquisition Company (SPAC) Explained: Examples and*

Risks. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp>

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). Do Baltic investors care about environmental, social and governance (ESG)? *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(4), 349–362. [https://doi.org/10.9770/jesi.2021.8.4\(20\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2021.8.4(20))