

**INVESTIMENTO EM
EMPREENDIMENTOS DE BASE IMOBILIÁRIA:
*SIGNIFICADO DA RENDA GARANTIDA***

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Desde a era da oferta indiscriminada de flat-services para investimento, acentuadamente na cidade de São Paulo, os investidores em Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI) se acostumaram a conviver com a presença de renda mínima garantida na venda das unidades.

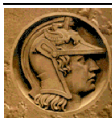
Esse mecanismo, usado como ferramenta agressiva de marketing, num mercado muito disputado e cujo esgotamento já se fazia prever, servia, em tese, para proteger o investidor no ciclo de inserção de mercado do empreendimento.

Hotéis¹ percorrem um ciclo de estabilização desde a abertura até alcançar um patamar de regime de inserção de mercado. Não se pode dizer que atingem um regime de comportamento, porque as pressões de mercado se alteram ao longo do ciclo operacional, além do que o mercado hoteleiro de negócios é francamente passivo diante de certas pressões macroeconômicas.

Esse ciclo de estabilização, numa conformação de mercado com uma certa estabilidade e sem pressões desfavoráveis do ambiente econômico, se arbitra da ordem de 4 anos. Ou seja, para efeito dos estudos de qualidade do investimento e para valuation de hotéis, a recomendação técnica é que se considere um cenário de penetração no mercado em 4 anos, para entrar em regime no 5o. e assim permanecer até o final do ciclo operacional de análise, de 20 anos. Análise da qualidade e valuation devem ser processadas utilizando fronteiras estressadas de comportamento no ciclo operacional, de forma que as respostas de indicadores figurarão dentro de intervalos, associados ao espectro de comportamento arbitrado.

Como, no ciclo de estabilização, a geração de resultado é reduzida sensivelmente

¹ Os flat-service disputam seus clientes no mercado hoteleiro. Portanto, são hotéis, cuja designação flat-service, originada nos anos 70, para cobrir as unidades de moradia de média permanência, dotadas de serviço, se perdeu. Como diz o Prof. Asmussen, do NRE-POLI, flat-service passou a designar um produto de investimento e não um produto do mercado de hospedagem. Designa-se como flat-service a unidade hoteleira de empreendimento cujo funding de investimento é apoiado na venda de unidades para investidores em real estate.



diante das expectativas de regime, o impacto desses primeiros 4 anos no valor do investimento é severo. Ainda mais, a renda anual no ciclo está muito aquém da taxa de retorno esperada no ciclo operacional de 20 anos, o que produz, em geral, uma insatisfação generalizada nos investidores, que tendem a fazer a leitura de renda anual como se fosse taxa de retorno do investimento.

Para escapar dessa situação, os empreendedores optaram por oferecer um complemento de renda aos investidores nos flat-service, superando o impacto negativo no início do ciclo operacional. Em geral, o que se viu foram ofertas de garantia de patamar de renda mínima por um período restrito, a partir do início da operação. Muito se viu, inclusive, de ofertas de garantia de renda mínima durante a construção, desde que o investimento na compra fosse feito a vista.

Essas duas ações, não só provocam um efeito de marketing agressivo, mas resultam muito interessantes para o empreendedor, pois ele está se financiando a uma taxa de juros muito mais baixa do que a praticada no mercado financeiro. Em geral, a renda garantida se fixava em Reais nominais, no padrão mais corrente de 1% ao mês.

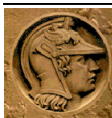
Quando a renda garantida é paga dentro do ciclo de implantação, o custo financeiro do adiantamento do pagamento do preço, relativamente às usuais formas parceladas, pode ser muito convidativo².

Para a parte da renda (renda adicional garantida) paga dentro do ciclo operacional, o custo é muito mais convidativo. A valuation do empreendimento é feita utilizando o fluxo da renda esperada, que corresponde à renda operacional de exploração do empreendimento mais a renda adicional a ser paga pelo empreendedor. Para a valuation utiliza-se a taxa de atratividade, de forma que o custo financeiro do empreendedor pelos recursos que recebe acima do verdadeiro valor do empreendimento é baixo. Essa parte a maior do preço tem um custo de corretagem da ordem de 3,5%, que encarece o “financiamento”, mas o líquido a maior recebido ainda tem um custo financeiro convidativo³.

2. Como nos Hotéis, nos demais empreendimentos de imóveis comerciais para renda (os outros EBI), o funding mais barato para o empreendedor dificilmente deixa

² Usando um exemplo paramétrico, para uma implantação de 30 meses, os recursos recebidos adiantados pelo empreendedor custam no patamar de 23% ano, nominal, muito abaixo da taxa de atratividade dos negócios no setor.

³ Usando um exemplo paramétrico, de garantia por 4 anos à taxa de 1% mês, o custo dos recursos líquidos recebidos a maior será de 16% ano, nominal, que cresce, quanto mais curto for o prazo de garantia.



de ser o que resulta da estratégia de oferecer renda garantida durante a implantação, contra o pagamento a vista. De outro lado, o preço de venda do investimento se alavanca com a renda garantida oferecida dentro do período de estabilização no ciclo operacional. A renda adicional paga pelo empreendedor contra o valor a maior no preço, tem um custo financeiro inferior à taxa de atratividade percebida no mercado para empreender, pois ela se baliza na taxa de atratividade percebida para investir no EBI pronto e operando, sensivelmente inferior.

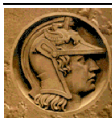
Quem compra problemas é o investidor. Quando compra renda garantida, parte do preço do investimento está ancorada no valor do EBI, mas outra parte está suportada pela renda adicional garantida (*RAG*). Não se trata do mesmo investimento: um deles representa o valor do EBI, com fundamento na sua capacidade de geração de renda e o outro reflete o valor da promessa de pagamento da *RAG*. Essa parte do preço não deriva do valor do EBI, mas de um fluxo provável de *RAG* e que se extingue, sendo, portanto, investimento em promessa de pagar, que vai perdendo valor conforme ela vai de cumprindo, e esse valor perdido não há nada que garanta que se incorpora ao bem imobiliário adiante. Em princípio, a incorporação só acontecerá se o desempenho do EBI, ou não exigir o pagamento da renda garantida, ou crescer, após o pagamento da renda garantida, a ponto de se valorizar para compensá-la..

Quando os investidores compram quotas de FII (fundo de investimento imobiliário), no formato mais corrente no mercado brasileiro, no qual cada FII abriga um empreendimento, ou, no máximo, um pequeno portfólio, a garantia de renda do empreendedor é contratada com o FII, mas, por se distribuir para o investidor, é como se a ele se oferecesse. Por essa razão, a *RAG* oferecida ao FII também afeta o valor da quota, também representa uma parte que se extingue e não apresenta segurança apoiada no valor do EBI, mas somente na promessa de pagar.

Ao investir, esses riscos podem não estar evidenciados.

3. Esses riscos são da mesma natureza que um investimento em quota de FII que detém um único imóvel arrendado para um único locatário. A valuation da quota de um FII é feita pelo critério de medir o valor da oportunidade de investimento no empreendimento, que resulta da valuation do imóvel do portfólio do FII replicada para a quota.

Nos Edifícios de Escritórios, se o único locatário for o antigo proprietário do imóvel, o contrato de locação não está submetido às pressões do mercado e pode estar marcado em aluguel conveniente, para resultar num preço interessante para o vendedor. Se um FII for emulado por um proprietário de imóvel comercial que o retro-aluga, e se ele entender que é barato se financiar na taxa de renda que



representa a atratividade para a colocação das quotas, pode aumentar o aluguel, relativamente ao que seria mercado, e esse aumento repercute na valuation da quota. O custo financeiro do aluguel pago a mais será menor ainda do que a taxa de renda, porque o principal desse “financiamento indireto” nunca será pago.

Tomemos o exemplo de um aluguel mensal de 1000, num contrato de 120 meses, admitindo que a taxa de retorno atrativa é 10% ano, efetiva. A valuation desse fluxo, replicado para o ciclo operacional de 20 anos e com cálculo adequado do valor do empreendimento ao final do ciclo operacional, será de 112000, que seria o preço de oferta das quotas do FII. Se a renda anual for aumentada de 15%, a valuation subiria para 128000, oferecendo uma receita adicional de 16000, contra 150 de aluguel pago a maior. Se o contrato de locação for de 120 meses e depois for rompido, ou renegociado, esses 16000 terão custado ao proprietário do imóvel 1,7% ano e se o contrato for de 240 meses, terão custado 9% ano. Quem paga a diferença para a taxa de atratividade é o investidor, que mantém a ilusão de que o valor da sua quota, ancorado no valor do imóvel do FII, tem valor de mercado justo.

O imóvel de um FII, se é único, ou se o contrato de venda apresenta garantia de renda, deve ter sua valuation processada a mercado, com os riscos do mercado, seja de gerar vazios, como de ver flutuar os aluguéis, mesmo que a venda esteja “casada” com um contrato de aluguel com um locatário que represente baixo risco de inadimplência. Não há contrato de aluguel que não possa ser rompido no longo prazo e aqueles que apresentam viés já na sua partida, relativamente aos parâmetros de mercado, produzem valor sem lastro para os empreendimentos ou para as quotas de FII. Parte do preço significa valor do fluxo de renda adicional e não valor do empreendimento.

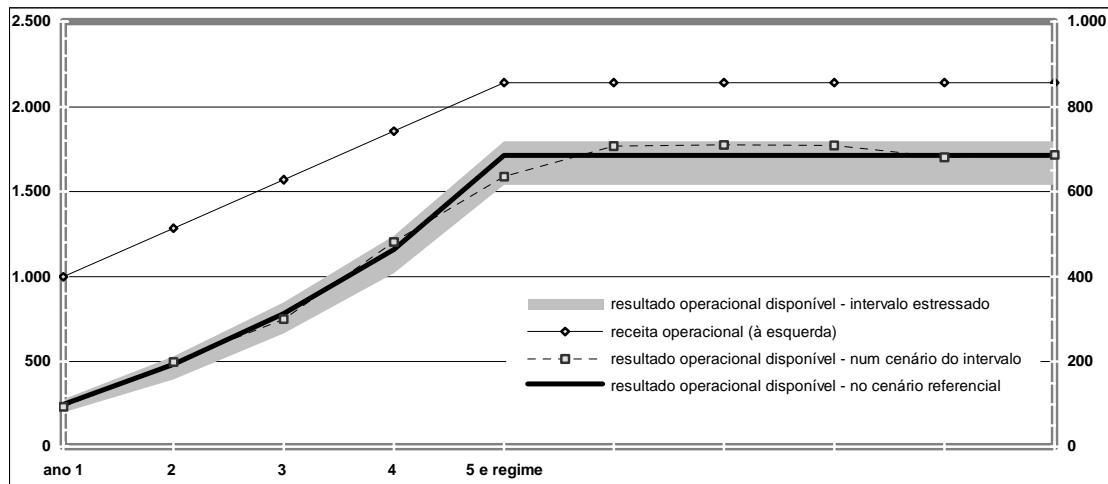
4. Ilustramos o assunto com um exemplo de investimento em Hotel.

a. Admitamos que receita e resultado operacional disponível do Hotel, num ciclo operacional de 20 anos, com 4 anos de inserção de mercado, até a estabilização, acompanhem as curvas do gráfico1.

Notar, neste gráfico, que, após o ano5, admite-se um regime constante de ocupação, tarifas e despesas, que é hipótese simplificadora, para ilustrar o assunto da RAG. Adotando critérios mais avançados de análise, dentro do ciclo operacional, teremos movimentos de resultado operacional disponível numa faixa, identificada no gráfico, calculada com base na imposição de fronteiras de distorção, utilizadas para desenhar cenários estressados de comportamento e desempenho.

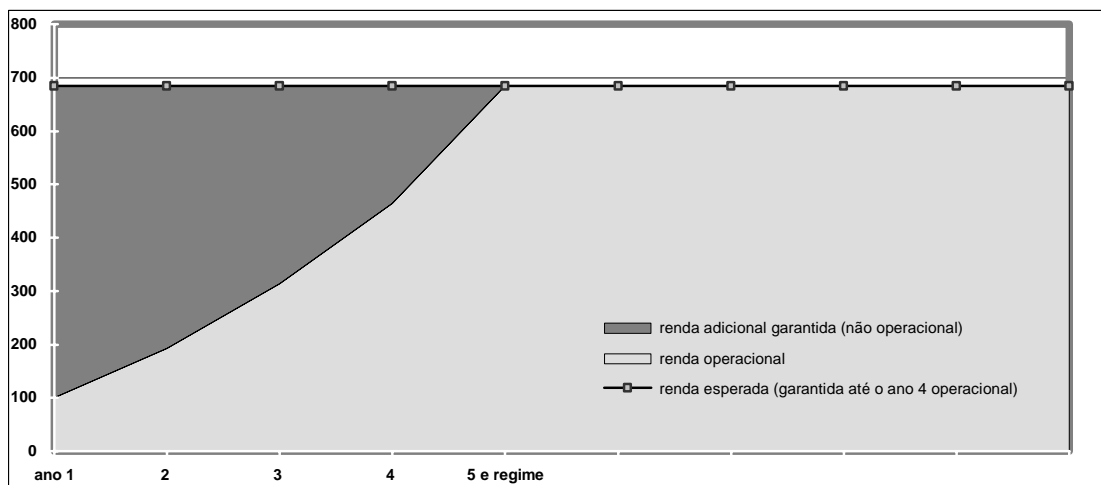


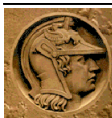
gráfico 1
RECEITA OPERACIONAL E
RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL DO HOTEL



b. Se o empreendedor oferece ao investidor *RAG* no patamar de regime, durante os primeiros 4 anos de operação, que correspondem ao ciclo de estabilização, haverá um fluxo de resultado não operacional (a *RAG*), como está mostrado no gráfico 2.

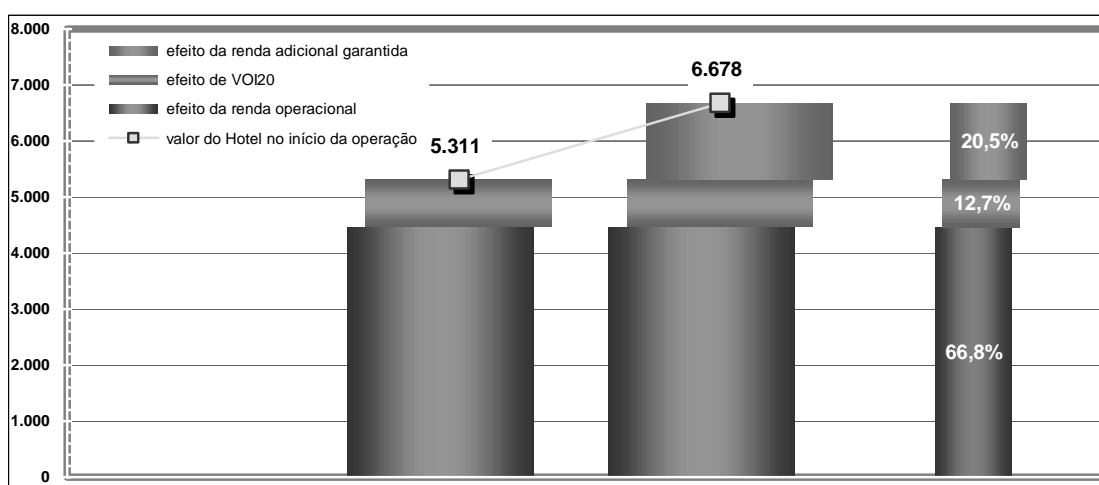
gráfico 2
FLUXO DA RENDA DO INVESTIDOR
RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL DO HOTEL + RENDA ADICIONAL GARANTIDA





c. Utilizando o fluxo do resultado operacional disponível para fazer a valuation do Hotel⁴, a uma taxa de atratividade percebida de 10% ano efetiva, resultam os valores partidos segundo mostra o gráfico3.

gráfico 3
VALOR DO HOTEL, NO CONCEITO
DE VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO,
COMPUTANDO O FLUXO DA RENDA OPERACIONAL E O DA RENDA ADICIONAL GARANTIDA



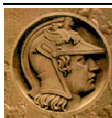
Explorando esses números:

- o resultado operacional disponível cresce segundo a curva do gráfico2, partindo, no ano1, do valor relativo de 100, para entrar em regime no ano5, no valor relativo de 685, para uma receita de 1000 no ano1, que se estabiliza em 2140 a partir do ano5 (gráfico1);
- quando se leva em conta a RAG, o fluxo de 20 anos desse resultado operacional disponível responde por 66,8% da valuation do Hotel no início do ciclo operacional, quando se faz o investimento;
- o efeito de VOI20 na valuation é de 12,7%, sendo o efeito da RAG de 20,5%.

Do valor 6678, somente 5311 (79,5%) está suportado na capacidade de geração de renda do empreendimento, sendo, por consequência, o valor do Hotel.

O saldo do valor (1367) está preso ao fluxo da RAG, sendo, portanto, o valor da promessa de pagamento, que não tem qualquer suporte no valor do Hotel. Esse

⁴ A Carta do NRE no.2-06 explora o tema da valuation de ativos.



valor adicional vai se extinguindo, conforme o fluxo vai sendo pago. Em síntese, o investidor, ao pagar 6678, está comprando dois ativos de risco e segurança muito diferentes, arbitrando a mesma taxa de atratividade para fazer a valuation dos mesmos.

A questão é se a percepção dos investidores, especialmente quando se trata de pequenos investimentos aglutinados em fundos, é aguda o suficiente para entender essa situação. Quando se oferta investimentos com esse perfil, é adequado que seja destacada essa conformação de valores e riscos.

No exemplo de Hotel, pode-se afirmar que, passado o ciclo de garantia de renda, se o patamar de sustentação foi alcançado em 5 anos e as reservas para atualização e adequação funcional foram provisionadas, o valor do Hotel terá alavancado, saindo de 5311 na base para um valor de 6600, pouco abaixo de 6678, pois haverá um resto de depreciação a considerar no ciclo de 5 anos (gráfico4).

Ou seja, superados os resultados mais modestos do período de estabilização, o valor do Hotel cresce, no conceito de valor da oportunidade de investimento, apoiado na expectativa de resultados mais elevados. Então, superados os riscos do ciclo de renda garantida, se o empreendedor cumpriu o seu contrato e pagou a RAG, o risco inicial do investidor está superado e o valor do Hotel migra para um patamar suportado somente pela sua capacidade de geração de renda, numa valuation adequada com respeito ao valor do investimento original.

gráfico 4

EVOLUÇÃO DO VALOR DO HOTEL, NO CONCEITO
DE VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO,
COMPUTANDO O FLUXO DA RENDA OPERACIONAL E O DA RENDA ADICIONAL GARANTIDA

