



ISSN 1807-703X
V.2, N.1, 2005
Janeiro-Junho

REAL ESTATE

Economia & Mercados

Conteúdo

Entendendo o Jargão Hoteleiro: Conceitos e Terminologia Básicos do Ramo Hoteleiro	<i>Michael Willy Asmussen</i>	pg. 1
Análise de Investimentos e Valuation no Mercado de Edifícios de Escritórios para Locação: Questões Sobre a Doutrina	<i>João da Rocha Lima Jr.</i>	pg.43
Sistema de classificação de edifícios de escritórios no Brasil	<i>Ana Beatriz Poli Veronezi; João da Rocha Lima Jr.;</i> <i>Claudio T. de Alencar</i>	pg.87

Real Estate
Economia & Mercados
Volume 2, Número 1, 2005

Uma publicação do Núcleo de Real Estate – PCC/EPUSP

Entendendo o Jargão Hoteleiro: Conceitos e Terminologia Básicos do Ramo Hoteleiro	<i>Michael Willy Asmussen</i>	pg. 1
Análise de Investimentos e Valuation no Mercado de Edifícios de Escritórios para Locação: Questões Sobre a Doutrina	<i>João da Rocha Lima Jr.</i>	pg.43
Sistema de classificação de edifícios de escritórios no Brasil	<i>Ana Beatriz Poli Veronezi; João da Rocha Lima Jr.;</i> <i>Claudio T. de Alencar</i>	pg.87

Editora: Escola Politécnica da USP
Av. Prof. Luciano Gualberto, travessa 3 n.380 – CEP 05508-900 – São
Paulo – SP
E-mail: diretoria@poli.usp.br
Página Web: <http://www.poli.usp.br>

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo
Departamento de Engenharia de Construção Civil
Núcleo de Real Estate
Real Estate: economia & mercados

Diretor: Prof. Dr. Vahan Agopyan
Vice-Diretor: Prof. Dr. Ivan Gilberto Sandoval Falleiros

Chefe do Departamento: Prof. Dr. Alex Kenya Abiko
Suplente do Chefe de Departamento: Prof. Dr. Orestes Marraccini
Gonçalves

Coordenação do Núcleo de Real Estate:

Prof.Dr.João da Rocha Lima Jr.

Profa.Dra.Eliane Monetti

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

Conselho Editorial

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Profa. Dra. Eliane Monetti

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

Coordenador Técnico

Profa. Dra. Eliane Monetti

A Editora está autorizada pelos autores dos artigos a publicar os textos de sua autoria, sem caráter de exclusividade, por meio deste veículo de divulgação. A autorização se estende à publicação digital, no formato pdf, disponível diretamente na página Web do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica, no endereço

<http://www.realestate.br>.

Fica vedada a autorização para reprodução do conteúdo desta obra, total ou de suas partes, se não mencionada a fonte.

Disponível também em <http://www.realestate.br>

FICHA CATALOGRÁFICA

**Real Estate : Economia & Mercados. Núcleo de Real Estate.
Departamento de Engenharia de Construção Civil. Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo, v.1, n.1, jan.jun.
2004- . – São Paulo : A Escola, 2004-**

Semestral

**1.Construção civil 2.Economia 3.Mercado imobiliário
I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento
de Engenharia de Construção Civil. Núcleo de Real Estate**

ISSN 1807-703X

Real Estate: Economia & Mercados é uma publicação da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. Núcleo de Real Estate, fruto de pesquisas realizadas por docentes e pesquisadores do Núcleo de Real Estate.

ISSN 1807-703X

Entendendo o Jargão Hoteleiro: Conceitos e Terminologia Básicos do Ramo Hoteleiro

Michael Willy Asmussen

Resumo: *Recém alçado a lugar de destaque entre empreendedores, investidores e outros agentes do mercado de real estate no Brasil, o segmento hoteleiro traz um jargão próprio para o ambiente de negócios do setor. Com o intuito de prover estes agentes de ferramentas básicas para navegar no segmento, este artigo apresenta a terminologia atual e discute os fundamentos dos conceitos que a origina. Iniciando por indicadores de desempenho mercadológico no capítulo 2., o ubíquo **GOP** é discutido em detalhe no capítulo 3. seguinte. No capítulo 4. é tratado o importante tema da competitividade e o papel do Fundo para Reposição de Ativos [**FRA**] na sua consecução e manutenção ao longo da vida útil de um empreendimento hoteleiro. No capítulo 5. é discutido o conceito de price points e as conseqüentes faixas de mercado da hotelaria. Em seguida, no capítulo 6., é abordado o tema renovação vs. retrofit no contexto hoteleiro. Finalmente, no capítulo 7., é discutido o tema da rentabilidade de restaurantes em hotéis. Este texto não pretende ser um dicionário de termos hoteleiros ou mesmo um compêndio abrangente. Foram apenas selecionados os termos e conceitos mais frequentemente utilizados e aqueles temas que ensejam interpretações conflitantes.*

Abstract: *With its recently attained visibility amongst developers, investors and other real estate market agents in Brazil, hotel business brings its own particular jargon to the sector's business environment. Aiming to provide these agents with basic tools to navigate the segment, this article presents current terminology and discusses the fundamentals of the concepts that originate it. Starting with market performance indicators in chapter 2., the ubiquitous **GOP** is discussed in detail in the following chapter 3. Chapter 4. deals with the important subject of competitiveness and the Reserve for Replacement's key role in achieving and maintaining it throughout a hotel property's useful life. Chapter 5. discusses the concept of price points and the resulting rate categories in the hotel marketplace. Next, in chapter 6., the subject of renovation vs. retrofit is reviewed in the context of the hotel business. Finally, chapter 7., broaches the subject of hotel restaurant profitability. This text does not purport to be a hotel terminology dictionary nor even a full compendium. The author has merely selected most frequently employed terms and concepts and added those subjects that lead to conflicting interpretations.*

1. INTRODUÇÃO

1.1. O RAMO DA HOTELARIA

Dos segmentos do mercado de *real estate*, o da hotelaria possivelmente é o que registrou maior crescimento de investimentos nesta última década. Estimulado seja pelos volumosos recursos gerados pelo modelo de *funding* representado pelos flats¹, seja por investimentos privados – inclusive de operadoras hoteleiras² – e institucionais como os realizados por fundos de pensão em *resorts* e outros³, o fato é que, de ramo obscuro e pouco conhecido pela maioria, a hotelaria passou a ter destaque entre empreendedores, investidores e outros agentes do mercado de real estate.

¹ O modelo de incorporação de empreendimentos hoteleiros sob a forma de condomínio, com os recursos para empreender advindos da venda das unidades habitacionais individualmente a investidores privados, injetou na última década mais de 4,9 bilhões de Reais em investimentos no ramo de hotelaria no Brasil.

² Investimentos como os das operadoras Hyatt e Hilton em São Paulo [mais de US\$ 200 milhões], ou o Gran Mercure da família Setin, o Bourbon de Atibaia da família Vezozzo, para mencionar apenas alguns.

³ Fundos de pensão realizaram investimentos importantes em hotelaria no Brasil, como o Renaissance de São Paulo o Blue Tree Park de Brasília e os Blue Tree Parks de Cabo de Santo Agostinho e de Angra dos Reis, todos da Funcef, o Complexo de Sauípe da Previ e o Gran Meliá WTC de um consórcio de fundos, os quais provavelmente somam mais de 700 milhões de Reais.

1.2. CONCEITOS E TERMINOLOGIA BÁSICOS

Como em praticamente todos os ramos, o da hotelaria tem um jargão próprio, que abrange conceitos e termos desconhecidos pelo público de outros setores do mercado de real estate. Na medida em que empreendedores, investidores e outros agentes do mercado, que não atuavam anteriormente na hotelaria, tomam contato com este setor, deparam-se com uma nova linguagem técnica, muitas vezes confusa e a tempos até contraditória. Nos capítulos a seguir, são tratados alguns destes temas, com discussão dos conceitos subjacentes aos indicadores e outros termos utilizados com maior freqüência no ramo hoteleiro, com o objetivo de prover o leitor de ferramentas básicas para navegar neste ambiente.

2. PRINCIPAIS INDICADORES DE DESEMPENHO MERCADOLÓGICO NA HOSPEDAGEM

2.1. DESEMPENHO MERCADOLÓGICO NA HOTELARIA

A partir do pós-guerra [Segunda Guerra Mundial], com a explosão do turismo mundial induzido em parte por aquele conflito, expandiu-se em todo o mundo o conceito de gerenciamento de hotéis de terceiros por empresas especializadas. Aquelas gerenciadoras – organizações detentoras de marcas [bandeiras] internacionalmente reconhecidas e de conhecimento específico e próprio de gestão de hotéis – operaram por quase duas décadas em condições de mercado consistentemente subofertado: sua expansão – via de regra viabilizada por investimentos de terceiros – não lograva alcançar o crescimento da demanda. O desempenho mercadológico dos empreendimentos gerenciados era, naquelas condições de mercado, consistentemente superlativo e gerava pouca ansiedade aos seus investidores. Sua medida era simplesmente o volume de vendas de hospedagem.

2.2. VOLUME DE VENDAS

A medida de desempenho mercadológico do negócio de hospedagem era então simplesmente a densidade de ocupação dos apartamentos –

já que a condição do mercado não abria espaço para uma concorrência mais acirrada, que impactasse os preços. Os preços, como era à época a prática também em outros setores da economia, eram consequência dos custos de produção e das margens de lucro esperadas. O indicador utilizado, assim, era a ocupação média do período considerado: o número de apartamentos ocupados em um certo período dividido pelo número de apartamentos disponíveis no mesmo período. Na época incluíam-se todos os apartamentos que haviam sido ocupados, independentemente da natureza daquela ocupação. Excluía-se aqueles apartamentos que, por motivos diversos [reforma ou manutenção, por exemplo] não estivessem efetivamente disponíveis no período. Desta forma, um hotel com 300 apartamentos, que passasse a noite com 260 apartamentos ocupados e 16 bloqueados para troca de carpete, por exemplo, registrava 91,5% de ocupação [vide quadro acima] – quando, de fato, era apenas 86,7% [260/300].

Perfil de ocupação	
total no hotel	300 apt ^{os}
em manutenção	16 apt ^{os}
disponíveis	284 apt ^{os}
ocupados	260 apt ^{os}
ocupação	91,5%

Neste cenário, a medida de desempenho do gerente geral do hotel e sua equipe de hospedagem, era exatamente aquela taxa de ocupação média. Não é preciso muita imaginação para perceber que o sistema dava margem a uma possível manipulação dos relatórios de desempenho – com base nos quais eram julgados e remunerados os executivos das cadeias. Além da evidente possibilidade de colocar apartamentos que não lograram ser vendidos ‘em manutenção’, havia também um amplo leque de possibilidades de incrementar a taxa de ocupação com cortesias para agentes de viagem, executivos de

empresas potencialmente clientes, familiares, amigos e outros. Para não mencionar funcionários da própria cadeia em visita – a serviço ou não – à cidade.

Aos poucos, ao longo dos anos 70 e 80, os critérios de controle e de cálculo deste indicador foram se aperfeiçoando. Apartamentos reportados como ‘indisponíveis’ deviam ser justificados no que diz respeito à natureza exata da indisponibilidade. As cortesias – de qualquer natureza – deviam ser meticulosamente justificadas e os apartamentos assim ocupados deviam ser reportados analiticamente. Atualmente, na maior parte das cadeias, o critério para ‘não disponível’

Perfil de ocupação atual	
total no hotel	300 apt ^{os}
em reforma	0 apt ^{os}
disponíveis	300 apt ^{os}
ocupados	
- vendidos	243 apt ^{os}
- cortesia	9 apt ^{os}
- uso da casa	6 apt ^{os}
- outros	2 apt ^{os}
total	260 apt ^{os}
ocupação total	86,7%
ocupação vendida	81,0%

é o de obra de reforma que tenha duração de vários dias. Entende-se hoje que atividades de manutenção, troca de carpete ou papel de parede e outros, não configura uma indisponibilidade e que devem ser realizadas exclusivamente nos vãos de baixa previsão de ocupação, não sendo mais, portanto, consideradas justificativa para que se deixe de vender um apartamento.

Nos sistemas de reportagem gerencial atuais, o conceito de vetor-base utilizado para medir a densidade de ocupação é o da taxa de ocupação calculada a partir do número de apartamentos vendidos. O número total de apartamentos ocupados não foi descartado, uma vez que ainda é significativo como base para auferir o consumo dos insumos que resulta diretamente da ocupação física de cada unidade [água, energia

elétrica, lavagem de roupas de cama e banho, homens-hora de arrumação e limpeza, *amenities*, entre outros]. No caso do exemplo acima, a taxa de ocupação como indicador de desempenho cai para apenas 81,0%. Além deste rigor especificamente focado no indicador de desempenho, há também a busca de um outro entendimento ainda mais analítico visando classificar a ocupação vendida em categorias que reflitam suas condições de comercialização, por exemplo.

2.3. QUALIDADE DAS VENDAS

Em meados da década de oitenta, a oferta gradualmente começou a alcançar a demanda e se iniciou, timidamente, a era da consciência de preço. Os hotéis foram aos poucos se habituando a calibrar suas tarifas para assegurar níveis de ocupação ao menos próximos aos que vinham sendo registrados. Esta novidade introduziu ao campo da venda de hospedagem o conceito de qualidade de venda. Inicialmente, habituados a apresentarem altas taxas de ocupação – com base nas quais, repito, seu desempenho era julgado e sua remuneração aferida – os executivos hoteleiros não tardaram em aderir à calibragem de preço para assegurar a manutenção das taxas de ocupação de antes. A prática, evidentemente, se mostrou altamente eficaz e, como é comum com experiências inovadoras, não demorou em que se começasse a verificar exageros. Quanto menos competente fosse um gerente geral e sua equipe de vendas, maior o apelo que se lhe tinha o rebaixar preços desde que se lograsse manter a ubíqua taxa de ocupação.

A alta direção das cadeias não foi muito ágil em detectar a mudança de paradigma, mas durante a segunda metade da década, praticamente

todas já haviam adotado o outro indicador – diária média – que completava a taxa de ocupação na aferição do desempenho mercadológico de seus hotéis. O valor médio pago por cada pernoite vendido passava a ser a medida da qualidade da venda de hospedagem: o total de receita de diárias auferido em um período, dividido pelo número de pernoites vendidos naquele período. Os dois indicadores juntos já oferecem um julgamento significativamente mais impiedoso do desempenho mercadológico – eficácia com a qual o produto é levado a mercado – de um hotel. Pois, se – como ocorria – o preço é utilizado para assegurar, à força, uma alta taxa de ocupação, a diária média [ADR – *average daily rate*] o acusará, caindo na proporção em que se reduzem os preços.

No início da década de oitenta, os dois indicadores foram combinados em apenas um: receita por apartamento disponível [RevPAR – *Revenue Per Available Room*]. Este representando o total de receita de diárias auferido em um período, dividido pelo número de apartamentos disponíveis no mesmo período. O argumento que sustenta essa prática é que o investimento realizado é em ‘apartamentos disponíveis’ e não em ‘apartamentos vendidos’, em um primeiro e muito tímido reconhecimento de que existe – por trás da nobre arte de gerir hotéis – um investimento que busca uma remuneração.

2.4. VOLUME E QUALIDADE RELATIVOS DAS VENDAS

Penetração de Mercado – Na primeira metade da década passada foi introduzido mais um indicador: o índice de penetração de mercado. Reconhecendo que o desempenho mercadológico de um hotel é, antes

de tudo, refém de seu conjunto competitivo⁴ e, portanto, que uma medida de seu desempenho relativo – em relação ao do conjunto competitivo – era necessária, este indicador contempla a eficácia relativa com a qual um hotel adquire a fatia de mercado no contexto de seu conjunto competitivo. É, assim, uma medida alheia à condição do mercado – mesmo em um mercado recessivo, há hotéis que têm um desempenho melhor que os outros – exprimindo em qual medida o hotel é mais competitivo e se destaca de seu conjunto competitivo em adquirir fatia de mercado.

O exemplo a seguir demonstra o cálculo do índice de penetração de mercado para um conjunto competitivo com três competidores. O quadro [**Ano 01**], à página seguinte, ilustra a relação de competitividade inicial dos três concorrentes hipotéticos e seus indicadores.

4 Por conjunto competitivo entende-se aquele grupo de hotéis que concorre diretamente com o hotel em questão. Tipicamente, os hotéis de um conjunto competitivo disputam – total ou parcialmente – a mesma faixa de mercado e oferecem, em linhas gerais, um padrão de facilidades, instalações e serviços mais ou menos semelhante. Evidentemente, os hotéis de um conjunto competitivo praticam preços razoavelmente próximos.

Ano 01

Item	Hotel A	Hotel B	Hotel C	Mercado
Número de apartamentos	100	150	200	450
Apartamentos disponíveis	36.500	54.750	73.000	164.250
Parcela da oferta	0,22	0,33	0,44	1,00
Apartamentos vendidos	25.550	35.588	43.800	104.938
Parcela da demanda	0,24	0,34	0,42	1,00
Taxa de ocupação	70,0%	65,0%	60,0%	63,9%
Índice de penetração	1,10	1,02	0,94	-o-
Fair share de aptos vendidos	23.320	34.979	46.639	104.938
Taxa de ocupação "fair"	63,9%	63,9%	63,9%	63,9%
Índice de penetração "fair"	1,00	1,00	1,00	-o-

A relação entre o número de apartamentos disponíveis e o de apartamentos que cada hotel vende é expresso pela taxa de ocupação já discutida no item 2.2. A soma do número de apartamentos vendidos por todos os competidores é a demanda deste mercado e resulta na taxa de ocupação do mercado, de 63,9%. O número de apartamentos que, para cada hotel individualmente, resultaria na taxa de ocupação do mercado, de 63,9%, seria sua ‘parcela justa’ [*fair share*] da demanda total daquele mercado. O índice de penetração é a proporção da taxa de ocupação de cada empreendimento em relação à taxa de ocupação do mercado⁵. A título de ilustração, o quadro acima mostra que, caso os hotéis de um conjunto competitivo hipoteticamente todos atingissem

⁵ O índice de penetração também pode ser definido como a relação entre a parcela da demanda total do mercado que um hotel logrou captar e a parcela que seus apartamentos disponíveis representam da oferta total do mercado.

uma taxa de ocupação *fair*, seus índices de penetração seriam todos iguais a 1,00. Vale destacar que – justamente devido às suas diferentes capacidades de penetrar seu mercado – não há correspondência entre a parcela que cada hotel representa da oferta e a respectiva parcela da demanda que cada um consegue captar. O quadro [Ano 02] abaixo ilustra a reação daquele mercado à entrada de mais um hotel no conjunto competitivo.

Ano 02

Item	Hotel A	Hotel B	Hotel C	Hotel Novo	Mercado
Número de apartamentos	100	150	200	180	630
Apartamentos disponíveis	36.500	54.750	73.000	65.700	229.950
Parcela da oferta	0,16	0,24	0,32	0,29	1,00
Apartamentos vendidos ¹					113.333
Índice de penetração arbitrado para o Hotel Novo				0,90	
Apartamentos vendidos pelo Hotel Novo ²				29.143	
Apartamentos vendidos pelos outros hotéis ³	20.498	28.552	35.140		
Taxa de ocupação	56,2%	52,1%	48,1%	44,4%	49,3%
Índice de penetração	1,14	1,06	0,98	0,90	-0-

¹ Crescimento da demanda arbitrado em 8% do ano 01 para o ano 02

² Equivalente a 0,90 [arbitrado] do respectivo *fair share* [0,29 x 113.333]

³ Os outros dividem o resto [113.333 - 29.143] na mesma proporção em que dividiram a demanda no ano anterior

Tomando-se por base um crescimento hipotético da demanda de 8% de um ano para o outro e arbitrando-se um índice de penetração⁶ de

⁶ Vale aqui lembrar que este critério de arbitragem do índice de penetração para o Hotel Novo é plenamente fundamentado na competitividade relativa que se pretende imbuir ao produto. Não é, assim, uma arbitragem sequer minimamente subjetiva, e sim totalmente analítica: a penetração de mercado será tanto maior quanto mais competitivo for conceituado e implantado o produto.

0,90 para o Hotel Novo, resultam novos índices de penetração para os outros hotéis, refletindo a reação orgânica de cada competidor à entrada do novo concorrente. Acompanhe aqui o raciocínio: [i] a demanda total do mercado passa de 104.938 para 113.333 pernoites, resultando a taxa de ocupação de 49,3% para o mercado; [ii] 29.143 apartamentos são captados pelo Hotel Novo [0,90 dos 32.381 apartamentos que representam seu *fair share*: 49,3% dos seus 65.700 apartamentos disponíveis]; [iii] os outros três hotéis dividem então os 84.190 apartamentos que restam da demanda (113.333 menos os 29.143 captados pelo Hotel Novo) na mesma proporção em que já dividiam a demanda no ano anterior [**Ano 01 – linha Parcela da demanda**], antes da entrada do Hotel Novo; e [iv] resultam as taxas de ocupação e índices de penetração acima indicados. Vale observar que, apesar de os índices de penetração dos hotéis existentes terem aumentado, a ocupação caiu nos três casos, em função de um menor número de apartamentos vendidos como consequência de partilhar a demanda com o Hotel Novo – isto é, como o número de apartamentos captados pelo Hotel Novo (29.143 aptos-ano) é quase quatro vezes maior do que o crescimento da demanda (8.395 aptos-ano), há substancialmente menos apartamentos a serem disputados pelos empreendimentos anteriormente existentes.

Concluindo, podemos definir formalmente o Índice de Penetração de Mercado, como sendo o grau de eficácia da captação de fatia de mercado de um hotel em relação à média de seu conjunto competitivo e, informalmente, como o indicador de o quanto um hotel é melhor em captar hóspedes do que o é seu conjunto competitivo, na média.

Eficácia Mercadológica – Entretanto, há que enfatizar que o índice de penetração de mercado tem a mesma deficiência da taxa de ocupação: mede exclusivamente o aspecto quantitativo do esforço de captação de parcela de mercado – não oferecendo qualquer indicação acerca da qualidade daquela captação.

O indicador que contempla tanto o aspecto quantitativo quanto o qualitativo do esforço mercadológico como um todo, é aquele que cunhamos Índice de Eficácia Mercadológica – que as operadoras estrangeiras usualmente denominam *yield index*, *rooms sales index*, ou ainda *effective index rate*. Este índice, introduzido na segunda metade da década passada, tem perfil funcional idêntico ao índice de penetração de mercado, porém tem por objeto a RevPAR (*Revenue Per Available Room*) – Receita Média por Apartamento Disponível – dos hotéis. Assim, o índice de eficácia mercadológica de um hotel, é sua RevPAR dividida pela RevPAR média [**não** a média dos RevPAR's] de seu conjunto competitivo. Este novo índice vem se tornando fundamental na avaliação e comparação do desempenho mercadológico dos hotéis. Continuando o exemplo, no quadro à página seguinte – supondo as diárias médias hipotéticas indicadas – as respectivas RevPAR's são divididas pela RevPAR do mercado [\$12.804.056/229.950] para obter os Índices de Eficácia Mercadológica indicados no item *i*.

Ano 02: Qualidade relativa das vendas - Índice de Eficácia Mercadológica [yield index]

Item	var	Hotel A	Hotel B	Hotel C	Hotel Novo	Mercado
Taxa de ocupação	a	56,2%	52,1%	48,1%	44,4%	49,3%
Número de apartamentos	b	100	150	200	180	630
Apartamentos disponíveis	c	36.500	54.750	73.000	65.700	229.950
Apartamentos vendidos	d	20.498	28.552	35.140	29.143	113.333
Diária média	e	\$114,00	\$107,00	\$128,00	\$100,00	\$112,98
Receita de hospedagem [d*e]	f	\$2.336.772	\$3.055.064	\$4.497.920	\$2.914.300	\$12.804.056
RevPAR [f/c]	g	\$64,02	\$55,80	\$61,62	\$44,36	\$55,68 [h]
EficMerc [g/h]	i	1,15	1,00	1,11	0,80	-o-

O Futuro: qualidade da Remuneração do Investimento – Este índice de eficácia mercadológica é, sem dúvida, um enorme avanço na indicação transparente do desempenho do negócio de hospedagem dos hotéis. É inegável seu valor no dia-a-dia de quem opera hotéis ou de outra forma atua no ramo. Tal qual os indicadores que lhe antecederam, entretanto, tem um vício fatal: ignora, de forma absoluta, o investimento que fundamenta e torna possível o desempenho a que se refere. Senão vejamos: um índice de eficácia mercadológica de 1,20 será sem dúvida indicativo de um desempenho 20% melhor do que o representado por um índice de 1,00, quando analisado à luz deste conceito. Entretanto, se o hotel ao qual se refere o índice de 1,20 custou, por apartamento, 50% mais caro que o outro, qual será então o melhor desempenho?

O indicador que efetivamente falta ao ramo é um que contemple – como dado de base da avaliação – o investimento que sustenta o desempenho analisado. Poderá ser um índice que reflita, por exemplo, o volume de RevPAR gerado em um ano, dividido pelo custo, por

apartamento, de implantação do hotel. Evidentemente, se os valores – que integram o cálculo – fossem expressos em uma moeda constante, a utilidade do índice seria ainda maior. Eventualmente poderíamos ter um, digamos, índice de qualidade mercadológica, restrito⁷ – calculado com os valores em moeda corrente – e um outro, calculado com valores em uma moeda constante, baseados em uma taxa de atratividade do setor. Assim – ainda naquele exemplo –, supondo os valores hipotéticos de custo médio por apartamento indicados na coluna **a** do quadro à página seguinte, resultariam as Receita Sobre Custo de Apartamento [RevORC – *Revenue On Room Cost*] da coluna **d** [a RevPAR dividida pelo Investimento médio, vezes mil⁸]. O índice de qualidade mercadológica, restrito resultante seria então esta RevORC dividido pela RevORC média do conjunto competitivo [0,275] – vale lembrar que a RevORC do conjunto competitivo é calculada a partir da soma dos produtos dos investimentos médios de cada hotel por seu respectivo número de apartamentos, dividida pelo número total de apartamentos do conjunto.

⁷ ‘Restrito’, no sentido de que o valor do investimento médio por apartamento está aqui expresso na moeda da época do investimento. Como indicado no texto, um índice mais preciso seria baseado em um valor de investimento expresso em uma moeda atualizada para o momento da análise.

⁸ Esta operação – multiplicar o resultado por mil – visa apenas tornar o resultado mais legível.

Ano 02: RevORC e Índice de Qualidade Mercadológica [QualMerc]

Item	Letra	Hotel A	Hotel B	Hotel C	Hotel Novo	Mercado
Investimento médio por apto	a	\$225.000	\$205.000	\$210.000	\$180.000	\$202.619
Número de apartamentos	b	100	150	200	180	630
RevPAR	c	\$64,02	\$55,80	\$61,62	\$44,36	\$55,68
RevORC [c/(a/1000)]	d	0,285	0,272	0,293	0,246	0,275 [e]
QualMerc [d/e]	f	\$114,00	\$107,00	\$128,00	\$100,00	-o-

Esta sim, seria uma medida inapelável da competência relativa da operadora em gerar receita de hospedagem a partir do investimento que – via de regra – ela própria induziu [para não dizer obrigou] o proprietário a fazer. Seguramente tal índice inauguraria um novo tempo nas relações entre operadoras e investidores e resultaria em uma avaliação mais objetiva das decisões de investimento, dando um novo destaque àqueles que efetivamente resultam em competitividade.

2.5. QUALIDADE DO RESULTADO DO NEGÓCIO HOTELEIRO

Concluindo, vale aqui lembrar que nenhum dos indicadores discutidos neste capítulo aborda o tema da qualidade do resultado da operação hoteleira, seja em relação ao seu volume total de vendas, seja ainda no contexto do investimento realizado no empreendimento. Este tema é objeto de uma abordagem preliminar no próximo capítulo.

3. GOP – O QUE EFETIVAMENTE REPRESENTA

3.1. DEFINIÇÃO, ORIGEM E CONCEITO

Muitas páginas nos atuais contratos de gerenciamento hoteleiro [*hotel management contracts*] são dedicadas à definição e caracterização do que, de fato, constitui uma despesa operacional *versus* o que deva ser considerado despesa não operacional. Não se trata de discussão acadêmica, tampouco de semântica ou de um preciosismo técnico. Trata-se de dólares – muitas dezenas de milhares de dólares por ano.

A discussão tem suas raízes no modelo clássico de remuneração das operadoras hoteleiras. Historicamente as operadoras hoteleiras são remuneradas pelo serviço de gerenciamento através de um pacote de dois honorários: [i] um calculado sobre a receita total do empreendimento e [ii] outro baseado no resultado operacional. A premissa subjacente é a de que o primeiro estimule o esforço comercial – geração de volume de vendas e a conseqüente receita –, e que o segundo promova a qualidade tanto do esforço comercial como da eficácia operacional. Evidentemente, a premissa é passível de muita discussão – tem, entretanto, norteado o tema por mais de meio século. No modelo clássico, o primeiro – conhecido por taxa básica – era de 5% sobre a receita bruta total, enquanto o segundo – denominado taxa de incentivo – era de 10% sobre o GOP [entendido como o resultado

operacional]. Hoje estas taxas variam em um espectro muito grande, além de serem acrescidas de remunerações ou contribuições adicionais [taxas de franquia, de marketing, e outras]. É também cada vez mais comum que uma parcela maior da remuneração esteja contida na taxa de incentivo, com menos advindo da taxa básica.

Esta estrutura da condição de remuneração gerou, ao longo dos anos, a necessidade de uma precisão crescente na definição do que, efetivamente, constitui o resultado operacional – na medida em que metade ou mais da remuneração é calculada sobre esta rubrica do demonstrativo de lucros e perdas. Assim, a premissa histórica na qual se baseia o conceito do GOP, é a de que este representa a linha de corte entre a competência do operador e a do proprietário. O primeiro teste dos itens de despesa – no contexto de sua classificação para efeito do cálculo do GOP – é, portanto, este da competência: se a despesa é da responsabilidade do operador, é deduzida antes do GOP; se for da responsabilidade do proprietário, é deduzida depois do GOP, na categoria ‘*Despesas não Operacionais*’ [as quais, por hipótese, não diminuem o valor do honorário dito ‘de incentivo’]. Neste contexto entende-se, por exemplo, que o IPTU – que é determinado, em tese, pelo valor do empreendimento – é da alçada do proprietário, uma vez que não depende de uma ação gerencial do operador. Da mesma forma, os seguros da edificação [incêndio, entre outros] são função direta da qualidade da construção – *sprinklers*, escadas de fuga, detectores de fumaça, entre muitos outros atributos de segurança – e, assim, não influenciáveis por uma ação do operador. Este conceito de competência, entretanto, é apenas um dos filtros.

3.2. DISTINÇÃO ENTRE CATEGORIAS DE DESPESAS

Igualmente importante – e objeto de disputas mais acirradas – é a distinção entre as despesas de manutenção [operacional] e os custos de reposição de ativos [*CapEx – capital expenditures*], que são um investimento. Em princípio, a distinção é simples: qualquer despesa que resulta em [ou que tenha por finalidade] manter, assegurar ou recompor a integridade operacional ou funcional de um ativo, é uma despesa de manutenção. Em contrapartida, qualquer despesa que tenha por finalidade [ou que resulte em] o prolongamento da vida útil de um ativo, é uma *capital expenditure*. Evidente que, neste último contexto, a substituição de um ativo – que lhe confere uma nova vida útil – é uma *capital expenditure*. Assim, por exemplo, a regulação ou a substituição de peças ou componentes de um gerador – ações que meramente preservam sua operacionalidade – são despesas de manutenção, enquanto a retífica e reforma deste mesmo equipamento – ação que lhe prolonga a vida útil – é uma *capital expenditure*. Ainda segundo o critério, a substituição do tecido de estofamento de uma poltrona, por exemplo, é despesa de manutenção, na medida em que não prolonga a vida útil da poltrona, mas apenas recompõe a sua integridade funcional [no caso, a percepção de asseio do móvel]. Neste contexto cabe ressaltar, entretanto, que quando da renovação [*renovation*] de uma ala ou andares de apartamentos de um hotel, o conjunto das despesas resultantes desta ação é uma *capital expenditure* na medida em que esta efetivamente prolonga a vida útil daqueles apartamentos – i.e., o prazo até a próxima renovação é aumentado pois o apartamento assim renovado torna-se mercadologicamente atualizado e, portanto, mais competitivo.

3.3. APLICAÇÃO DO CONCEITO

Embora o conceito pareça simples, sua aplicação prática tem sido vetor de disputas muito acirradas. Para citar apenas um exemplo usual de disputa, várias operadoras internacionais insistem que a venda de móveis e utensílios – quando são substituídos por novos – é uma receita operacional [que engorda o GOP], enquanto a aquisição dos móveis e utensílios novos é uma *capital expenditure*. Outras disputas comuns são sobre carpete, cortinas e outros tecidos dos apartamentos e das áreas sociais: a troca destes itens seria uma *capital expenditure* – porque hipoteticamente resultaria em dar uma nova vida útil ao item em si –, ou seria meramente uma despesa de manutenção – já que não prolongaria a vida útil do apartamento [i.e., o prazo para a renovação total do apartamento não é ampliado pela troca destes itens]? Entendemos correta esta última interpretação.

Outro ponto freqüentemente objeto de interpretação equivocada deste critério é a própria taxa básica da operadora. Se, por um lado, não se disputa que a taxa de incentivo – que é calculada sobre o GOP e, de fato, entendida como uma forma do proprietário repartir o resultado da operação com o operador – seja uma despesa não operacional, por outro, também não pode haver dúvida de que a taxa básica é despesa operacional: é paga independentemente de haver resultado operacional e representa para o operador, uma forma de ressarcir-se de parte dos custos fixos de sua organização [segundo o discurso dos próprios operadores]. Ora, se não é condicionada a qualquer acontecimento ou fato externo à operação e se faz parte – ainda que indiretamente – do custo do sistema que é responsável pela operação do empreendimento, só pode ser despesa operacional!

É fácil vislumbrar a panacéia de disputas que a diversidade de interpretações destes critérios pode gerar. Este tema oferece um amplo campo para discussão e nenhum critério é – ou mesmo deve ser – absoluto e inamovível. O que importa é se postar atento a esta polêmica na negociação de contratos de gerenciamento. Afinal, não é o método de cálculo da remuneração da operadora que é central e determinante, mas sim o pleno e amplo entendimento, por parte do proprietário, da verdadeira natureza e origem da remuneração que irá pagar à operadora.

3.4. ORIGEM DO TERMO

Apenas como uma curiosidade, vale registrar que o famoso **GOP** advém do termo *Gross Operating Profit* [Lucro Operacional Bruto], conforme definido pelo *Uniform System Of Accounts for Hotels*, publicado pela *American Hotel & Motel Association*, até sua 6ª edição revisada (última impressão em 1976). A partir da 7ª edição o termo foi substituído por *Income Before Fixed Charges*, visto que a rubrica a que se refere não é nem *gross* e muito menos *profit* [não confundir com *Resultado Operacional Bruto* que é, no Brasil, terminologia contábil correta e atual]. A terminologia adotada para o GOP no Brasil – no contexto da análise dos investimentos de base imobiliária – é Resultado Operacional Líquido [ROL]. Atualmente vigora a 9ª edição (revisada, de 1996) daquele sistema de contas hoteleiro, que é internacionalmente adotado no ramo. Nesta última versão, a clássica rubrica NOI [*Net Owner Income*] – resultado da dedução das despesas não operacionais [as *Fixed Charges*] do GOP –, foi renomeada IBITDA

[*Income Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*]. No Brasil, para a análise de investimentos de base imobiliária, adotou-se para esta rubrica o termo Resultado Operacional Disponível [**RODi**]. Entretanto, tendo em vista que grande parte dos hoteleiros – aqui e no exterior – ainda utiliza preferencialmente o termo GOP, muitos ainda mantêm aquela designação clássica – assim como o termo NOI – em seus textos e demonstrativos gerenciais.

Considerando que o GOP é, de fato, o divisor de águas entre o que é – ou deveria ser – da conta do operador, de um lado, e o que compete ao proprietário do hotel, de outro; e ainda, que não existe uma rubrica contábil formal específica com este conteúdo, entendemos admissível continuar a utilização do termo como referência gerencial, sem atribuir-lhe qualquer significado contábil ou fiscal.

4. FRA – O CUSTO DA COMPETITIVIDADE

4.1. A COMPETITIVIDADE

Quando da formatação de um novo empreendimento hoteleiro, os esforços na conceituação do produto são, principalmente, focados em conferir-lhe a competitividade necessária e suficiente para assegurar uma inserção de mercado adequada⁹. Em outras palavras, o processo de conceituação do produto – definindo a dimensão e o mobiliário do apartamento, os serviços e amenidades que serão oferecidos e o tipo e a intensidade do vivenciamento [*experience*] que o hóspede desfrutará – tem como objetivo fundamental e único conferir ao empreendimento um grau de competitividade adequado ao desafio de disputar com seu conjunto competitivo uma fatia do mercado em que se inserirá. Esta forte ênfase na aquisição da competitividade adequada é amplamente justificada: caso o empreendimento não logre uma penetração de mercado ao menos média, a qualidade do investimento será comprometida.

Por outro lado, conferir competitividade a um empreendimento

⁹ Por hipótese, entende-se que o empreendedor buscará, no mínimo, uma competitividade que possibilite ao empreendimento uma penetração de mercado média, que lhe assegure a fatia de mercado correspondente à sua participação no total da oferta de seu conjunto competitivo.

hoteleiro, além de exigir criatividade, visão e conhecimento das tendências relevantes, entre outros, demanda recursos. Cada item adicional de competitividade – desde o metro quadrado a mais de área no apartamento, passando pelo restaurante ou Spa de *griffe*, até o televisor LCD, a cafeteira, o aparelho de fax ou a tábua de passar roupas no quarto – demanda investimento adicional. Assim, o processo de conceituação é sempre um exercício de equilíbrio entre os atributos de competitividade e seu respectivo custo, no contexto do investimento total e da rentabilidade que dele se espera. Por este motivo trata-se de conceituar **exatamente** a **competitividade necessária e suficiente**, não simplesmente uma competitividade avassaladora. Portanto, não se trata de meramente adquirir o máximo possível de competitividade – o custo da qual inviabilizaria qualquer investimento – mas sim de delicadamente avaliar o provável impacto de cada item na construção da competitividade e calibrar uma combinação de atributos cujos custos otimizam o investimento e a sua rentabilidade.

4.2. MANUTENÇÃO DA COMPETITIVIDADE

Se todo este cuidado que cerca o processo de conceituação inicial se justifica plenamente – no esforço de assegurar a consecução da inserção de mercado e a resultante rentabilidade do empreendimento – seria de se imaginar que igual preocupação fosse dedicada à manutenção desta competitividade ao longo da vida útil do empreendimento. O fato, entretanto, é que esta preocupação com a manutenção da capacidade de competir, após o empreendimento ser

inaugurado é, em geral, sumariamente delegada ao operador¹⁰ e sustentada por uma reserva constituída a partir de uma porcentagem arbitrada sobre a receita total auferida na operação – o **FRA** [fundo de reposição de ativos]. A porcentagem normalmente adotada pela maior parte das operadoras é entre 3,5 e 5,5% e usualmente é gradualmente menor nos primeiros anos, de forma a não onerar excessivamente o fluxo de renda nesta fase de estabilização.

As prioridades dos orçamentos anuais para investimentos em reposição de ativos, via de regra, são instruídas pela percepção do operador¹¹ – naquele ano específico – das necessidades correntes de reposição de itens como carpetes, fornos, computadores, móveis e outros. Raramente os orçamentos são objetos de uma análise com foco sistêmico objetivando entender o impacto destes investimentos na competitividade do empreendimento. De fato, entretanto, será muito mais coerente que os investimentos realizados ao longo da vida útil do empreendimento sejam alvo de esforços analíticos de igual profundidade aos dedicados ao tema por ocasião da conceituação inicial do produto.

¹⁰ É usual que o operador submeta à aprovação do investidor, anualmente, um orçamento para investimentos em reposição de ativos. É também comum que tal orçamento esteja dimensionado a partir da disponibilidade do fundo para reposição de ativos **[FRA]**.

¹¹ Não se questiona aqui a competência do operador em identificar as necessidades do dia-a-dia de reposição no ambiente do empreendimento – afinal é ele o agente presente. O que se questiona é justamente esta visão movida a dia-a-dia, que carece de um entendimento sistêmico da melhor aplicação dos recursos de investimento disponíveis ou necessários.

4.3. CRITÉRIO DE DIMENSIONAMENTO

Objetivando propiciar um entendimento sistêmico deste tema, revisitemos [i] os fundamentos desta necessidade de manter a capacidade de competir e [ii] a natureza dos propelentes determinantes da perda desta capacidade.

Sabemos que a receita de hospedagem de um empreendimento hoteleiro é a base de sustentação da renda do investimento – usualmente representa mais da metade do total da receita e sua margem de contribuição para o resultado é da ordem de 80% – e que sua geração resulta do padrão de desempenho mercadológico auferido. Sabemos ainda que o desempenho mercadológico do empreendimento é refém do desempenho do conjunto competitivo como um todo. Isto é, o desempenho de um empreendimento individual será sempre função do desempenho de seu conjunto competitivo. O que possibilita a um empreendimento individual o desempenho mercadológico superlativo em relação aos demais componentes do conjunto competitivo é justamente sua competitividade relativa. O empreendimento que consegue manter uma competitividade superior à de seus concorrentes no conjunto competitivo, usualmente atinge um padrão de desempenho mercadológico superior ao dos outros empreendimentos.

4.4. INVESTIMENTOS EM COMPETITIVIDADE

Esta competitividade relativa é, ao longo da vida útil do empreendimento, movida a investimentos contínuos em

competitividade. Na teoria, estes investimentos são suportados pelo Fundo de Reposição de Ativos **[FRA]**. A realidade, entretanto, mostra que os recursos do **FRA** não são suficientes para suportar os investimentos necessários à manutenção da competitividade relativa dos empreendimentos. Nos últimos anos, um número crescente de manifestações¹² de especialistas do ramo tem questionado a validade do atual critério de alocação de 4,0 a 5,5% da receita total ao Fundo para Reposição de Ativos **[FRA]** para suportar os investimentos necessários. O fato é que aqui se discute especificamente os recursos necessários e suficientes para suportar os investimentos necessários para manter a competitividade relativa do empreendimento – em relação ao seu conjunto competitivo – no exato nível em que foi arbitrado por ocasião de seu planejamento inicial [ou o revisto em um planejamento subsequente].

4.5. UTILIZAÇÃO EQUIVOCADA DO FRA

Além da dificuldade em alcançar um consenso acerca do dimensionamento adequado do **FRA**, há ainda o problema maior do entendimento doutrinário do correto significado do termo “Reposição de Ativos”. O tema é discutido em alguma profundidade no capítulo anterior e é objeto recorrente de disputas entre operadoras e

¹² Vide *Maybe the Reserve for Repleacement Should Be 7% to 11% of Revenue*, de Stephen Rushmore, em *HOTELS* de August 1999, página 38 e *How To Improve Feasibility Studies*, de Stanley Turkel, em *HotelInteractive* de May 4, 2004 [“...estimated future capital expenditures range from 7.5 to 8.8 percent of gross revenues for the three most common types of hotels”] para citar apenas dois.

investidores. A síntese do tema, entretanto, é que deve ser considerado um “investimento” somente aquele custo que efetivamente confere uma nova – ou prolongada – vida útil ao ativo em questão. Assim, a mera troca de um carpete em um ou mais apartamento(s) ou salão de eventos não é um investimento e sim uma simples despesa de manutenção [pois apenas contribui para a manutenção da percepção de asseio do espaço], ao passo que trocar carpetes no contexto da renovação substantiva de um conjunto de apartamentos é investimento, na medida em que confere àqueles apartamentos uma nova vida útil [porque “zera” a obsolescência mercadológica dos apartamentos renovados e lhes dá a condição mercadológica de apartamentos “novos”].

4.6. MUDANÇA DE PARADIGMA NO DIMENSIONAMENTO

Nos próximos anos possivelmente veremos uma mudança radical no paradigma de dimensionamento do **FRA**, com a substituição do parâmetro de porcentagem da receita total por outro vinculado aos verdadeiros propelentes da competitividade. Afinal, o que se repõe são ativos – máquinas, equipamentos, móveis, utensílios, acabamentos¹³ – e não algo abstrato movido a receita. Aqueles ativos são itens concretos, com vida útil conhecida [ou arbitrável] e custos de reposição definíveis por estimativa ou cotação. Será coerente, então, que se dimensione o **FRA** a partir destas variáveis concretas – vida útil do ativo e custo de sua reposição – ao invés da atual parametrização.

¹³ Vale lembrar que, com frequência, o conceito de “reposição” aqui abordado abrange também acrescentar itens novos necessários à competitividade.

5. PATAMARES DE PREÇO

5.1. O CONCEITO

O conceito de patamares de preço [*price points*] é intrinsecamente vinculado a uma percepção de valor por parte do mercado. Patamar de preços é um valor em torno do qual as diárias de hotéis de um determinado conjunto competitivo se coalescem. O fenômeno é bastante conhecido quando se trata de automóveis: [i] R\$ 15.000,00 é o patamar de preço para um veículo popular [Uno, Palio, e outros com motor mil]; [ii] já R\$ 35.000,00 é o de um automóvel médio, mais espaçoso e com motor mais potente [Vectra, Scénic e outros ‘carros de família’], apenas para citar dois exemplos conhecidos por todos. O conceito de patamar de preço, evidentemente não ignora que o preço praticado para, por exemplo, o carro popular varia bastante em torno do patamar, seja em função de seus acessórios seja de outros atributos funcionais. O fato é, entretanto, que o mercado percebe o valor do um carro popular ao redor daquele preço de R\$ 15.000,00. ⁽¹⁴⁾

O mesmo ocorre no mercado de hospedagem comercial transeunte. Ao longo do tempo, determinados *price points* são estabelecidos pelo

¹⁴ Os valores do parágrafo estão referenciados ao segundo trimestre de 2005, em São Paulo.

mercado. A mensagem do mercado é a de que – para um determinado padrão e formato de produto – está disposto a pagar um preço próximo àquele *price point*. Aos hotéis, de cada conjunto competitivo, compete então se posicionar em torno de um daqueles patamares de preço – agregando ou omitindo algum diferencial ou atributo em troca de ligeiros acréscimos ou reduções de preço em relação ao patamar. O que se tem observado é que, via de regra, hotéis que praticam preços desalinhados destes *price points* assim definidos pelo mercado, consistentemente alcançam taxas de ocupação inferiores às de seu conjunto competitivo. É um recado claro do mercado: “...por este preço não nos atrai este produto.” Assim, a interpretação correta – por parte do operador – do verdadeiro patamar de preço de um hotel, provavelmente é hoje o mais importante fator determinante de sua marketeabilidade.

5.2. PRICE POINTS NA HOTELARIA

Os principais *price points* que se identificam no mercado de hospedagem comercial transeunte – ao contrário do que se poderia esperar – não advém da classificação formal daqueles produtos, ou mesmo de qualquer patamar absoluto de qualidade. Historicamente todas as tentativas de classificação formal e oficial de hotéis caíram em descrédito. Seja por motivos relacionados à sua falta de consistência [resultando em classificações acintosamente inadequadas], seja pela inadequacidade flagrante dos critérios de classificação, que forçosamente sempre foram predominantemente focados nos atributos físicos dos empreendimentos em detrimento dos de serviço –

intensidade e qualidade do vivenciamento [*the experience*] – que são mais difíceis de ‘medir’. Estes últimos, entretanto, são o principal fator de diferenciação do valor percebido em um produto e são o fator que, no fundo, justifica as diferenças de preços significativas nos níveis superiores da oferta. De fato, *price points* indicam exatamente a posição relativa de cada conjunto competitivo de hotéis na hierarquia competitiva dos mercados [leia-se cidade ou região de influência].

5.3. FAIXAS DE MERCADO

Assim, hotéis que disputam diretamente entre si a hegemonia de um determinado mercado formam a categoria *Top* – por conseguinte, hotéis da categoria *Top* de uma cidade não são necessariamente iguais em qualidade aos da mesma categoria em outra cidade. O significado destas categorias – utilizadas há décadas pela *Smith Travel Research*¹⁵ dos EUA e adotadas – com pequenas modificações – pelo Núcleo de Real Estate no Brasil, é simplesmente uma sinalização da atratividade relativa dos hotéis naquele mercado, segundo o julgamento implacável do próprio mercado, no consenso tácito entre hóspedes [que percebem um determinado valor] e hotéis [que sabem – ou deveriam saber – por quanto podem vender seu produto]. As categorias preconizadas pelo Núcleo de Real Estate são: [i] **Top**, os 15% [em termos de total de apartamentos da categoria em relação ao total de apartamentos do mercado] superiores do mercado; [ii] **Upscale**, os próximos 15% da oferta, que não conseguem competir diretamente e

¹⁵ A *Smith Travel Research* é, nos Estados Unidos, a mais importante empresa de coleta e análise de dados de desempenho do setor hoteleiro.

em condições de igualdade com os *Top*; [iii] **Midmarket**, os 30% seguintes, que disputam o meio do mercado; [iv] **Econômico**, os próximos 20% que disputam a faixa anterior à base e [v] **Budget**, os últimos 20% que disputam a base do mercado. A *Smith Travel Research* denomina a faixa *Top* de “*Luxury*”, associando à categoria a imagem equivocada de que é necessariamente caracterizada por um certo nível de luxo quando, de fato, trata-se de um ranking competitivo. Ainda, no Brasil, algumas operadoras e, principalmente, imobiliárias encarregadas de vender os produtos hoteleiros, optaram por denominar a categoria *Budget* [que é uma alusão ao conceito de um orçamento limitado ou restritivo] de ‘super econômico’ em seu esforço de marketing do produto – entendemos que o apelido deva ser evitado, na medida em que este ranking é dinâmico, com outros produtos podendo surgir, causando um conflito com estas categorias. Vale ainda ressaltar que, para efeito de análise – em mercados de grandes metrópoles –, ainda se subdivide o *midmarket* em ‘alto’ e ‘baixo’, ou ainda, em ‘alto’, ‘médio’ e ‘baixo’.

Na cidade de São Paulo, no segundo semestre de 2005, por exemplo, o *price point* para hotéis do médio *midmarket* esteve ao redor de R\$ 120,00, variando desde algo próximo a R\$ 90,00 até quase R\$ 150,00 – localização e idade do empreendimento foram os fatores de diferenciação mais determinantes. Paralelamente, o patamar de preço para a maioria dos hotéis da faixa *top* manteve-se ao redor de R\$ 350,00, com variações desde R\$ 140,00 até mais de R\$ 500,00. Finalmente, na base do mercado, o *price point* da faixa *economy* esteve estável em R\$ 95,00 e a da *budget* em R\$ 70,00.

6. RENOVAÇÃO E *RETROFIT*

6.1. O CONCEITO DE *RETROFIT*

Nos últimos tempos – talvez em parte induzido pela atual crise de superoferta de apartamentos hoteleiros em muitos mercados no Brasil –, proprietários e operadores empenham-se na procura por soluções. Publicações especializadas, bem como diversos profissionais do ramo, apontam o “*retrofit*” como a tábua de salvação para empreendimentos mais antigos, justamente aqueles que mais sofrem com o aumento da concorrência. Admitindo que efetivamente possa ser uma solução para reposicionar hotéis mais antigos, pergunta-se o que exatamente vem a ser *retrofit*?

No Brasil há uma tendência para incorporar palavras estrangeiras, principalmente em se tratando de termos técnicos. Nem sempre, entretanto, termos de outros idiomas são corretamente interpretados e aplicados – é o caso do termo *retrofit*, equivocadamente adotado como designação para reforma. O problema neste caso – e isto não é uma questão de semântica – é que *retrofit* não se refere a uma reforma e sim a uma troca ou substituição de componentes específicos de um produto que se tornaram inadequados ou obsoletos com o passar do

tempo ou em função de evolução tecnológica¹⁶. Exemplos práticos de *retrofit* na hotelaria seriam a troca das fechaduras mecânicas comuns por eletrônicas, ou então instalação de ar condicionado no sistema VRV [*variable refrigerant volume*], em substituição aos antigos aparelhos de parede. Este último é um exemplo particularmente apto de *retrofit*, pois promove uma substantiva modernização e melhoria no sistema de ar condicionado do empreendimento, sem envolver uma dispendiosa e abrangente obra, como seria o caso em se optando por implantar um sistema clássico de ar condicionado central.

6.2. RENOVAÇÃO

Mas a que se referem então os que utilizam erroneamente o termo *retrofit*? Referem-se especificamente ao que os norte-americanos chamam de *renovation*. Para nós, no Brasil, o termo correto é **renovação**. Segundo o dicionário Aurélio, o ato de renovar implica em “[i] tornar novo; [ii] dar aspecto ou feição de novo a; [iii] mudar ou modificar para melhor” – ou seja, aumentar a competitividade do empreendimento, conferindo-lhe características físicas modernas e equipando-o com as facilidades e amenidades de última geração que o segmento alvo demanda. Cabe lembrar que existem várias gradações de *renovation*. *Light renovation* é uma renovação leve, onde normalmente troca-se apenas, por exemplo, os itens decorativos mais visíveis de um

¹⁶ Segundo o dicionário Merriam Webster, *retrofit* tem as seguintes acepções: **[i]** to furnish (as a computer, airplane, or building) with new or modified parts or equipment not available or considered necessary at the time of manufacture; **[ii]** to install (new or modified parts or equipment) in something previously manufactured or constructed.

empreendimento, como carpetes, cortinas, estofados, ou então as camas. Uma *substantial renovation* caracteriza a troca de todo o mobiliário e decoração dos apartamentos e/ou das áreas sociais. E uma *gut renovation* seria uma renovação visceral do empreendimento onde apenas a estrutura do prédio é aproveitada e todo o resto é substituído – de paredes internas e instalações hidráulicas e elétricas, passando por elevadores e geradores, ao mobiliário.

Estimulando a correção no uso das palavras em suas acepções corretas recomendamos, assim, utilizar os dois termos – renovação e *retrofit* – distinta e especificamente com as acepções aqui discutidas.

6.3. RENOVAÇÕES HOTELEIRAS NO BRASIL

Apenas nos últimos anos o tema da renovação de hotéis tomou corpo no Brasil. Anteriormente, entendia-se que uma boa manutenção com algumas limitadas atualizações de tecidos e cores de acabamentos na decoração dos apartamentos e das áreas públicas do hotel bastava para manter sua competitividade. Hoje já há um entendimento mais amplo de que é fundamentalmente necessário renovar um hotel durante toda a sua vida útil. O tema é abordado rapidamente no capítulo 4. e está na essência do negócio hoteleiro e é intrinsecamente determinante da qualidade de qualquer investimento em empreendimentos hoteleiros. Alguns exemplos de renovações de hotéis mais conhecidos no Brasil são relatados a seguir.

Com a melhor vista da cidade de Salvador o antigo Meridien, inaugurado na década de 80, estava fechado devido à obsolescência

mercadológica e por pendências fiscais, até ser adquirido pelo grupo Pestana em 2001. A rede portuguesa promoveu uma *light renovation* que compreendeu basicamente a troca de itens decorativos e acabamentos dos apartamentos e das áreas sociais, conferindo-lhes uma aparência mais tropical e moderna.

Já o Copacabana Palace, inaugurado em 1923 pela família Guinle e adquirido pela Orient-Express Hotels em 1989, é o melhor exemplo de uma *substantial renovation*. As reformas ocorreram com o hotel em funcionamento e compreenderam, por exemplo, um novo sistema de iluminação, a renovação total da área da piscina e remodelações e modernizações dos apartamentos. Através destes investimentos a Orient-Express Hotels recolocou o Copacabana Palace no topo do ranking dos melhores hotéis do mundo, aumentando gradativamente sua ocupação e alcançando uma das diárias médias mais altas do país.

Um exemplo concreto da renovação visceral [*gut renovation*] é o recém inaugurado Holiday Inn Select Jaraguá. O prédio foi construído na década de 50 para abrigar a sede do jornal O Estado de São Paulo e o antigo Hotel Jaraguá, que foi um dos melhores hotéis da cidade à sua época recebendo personalidades como Ella Fitzgerald, Marlene Dietrich e Alain Delon. O grupo do ex-governador Quéricia arrematou o prédio em 1998 e realizou investimentos da ordem de R\$ 40 milhões na renovação do edifício que é considerado um patrimônio histórico. Intervenções significativas, como a criação de uma rua interna, o corte de doze pilares e conseqüentes reforços estruturais além da completa renovação e ampliação do número de apartamentos e do centro de convenções foram necessárias para conferir ao empreendimento alto índice de competitividade na região do Centro.

7. RENTABILIDADE DE RESTAURANTES LOCALIZADOS EM HOTÉIS

7.1. O CONCEITO DE RENTABILIDADE DE RESTAURANTES

O tema da rentabilidade dos restaurantes localizados em hotéis e operados pela operadora do hotel é cronicamente mal entendido no meio hoteleiro. Os motivos da falta de um entendimento mais objetivo deste ‘negócio restaurante’ são, entre muitos, [i] a visão equivocada de que o restaurante é um acessório do hotel, [ii] a recorrente falta de entendimento de que um restaurante é uma oportunidade de investimento em si e [iii] o mau hábito de hoteleiros, em geral, de não alocar adequadamente as despesas não distribuídas do hotel.

A idéia de que o restaurante seja apenas um acessório necessário à satisfação dos hóspedes do hotel data da época em que isto era um fato – até a metade do século passado, restaurantes em hotéis realmente eram destinados apenas ao atendimento de hóspedes e convidados. Atualmente, restaurantes em hotéis são conceituados e planejados para concorrer com outros restaurantes [em hotéis ou não] de sua região de influência, entre outros motivos porque hóspedes, em geral, tendem a preferir freqüentar restaurantes exitosos, que sejam procurados pelo público local da região de influência do hotel.

7.2. O RESTAURANTE É UM NEGÓCIO

Um restaurante – localizado ou não em um hotel – é uma oportunidade de investimento de pleno direito. É representada por um fluxo de *Resultados Operacionais Disponíveis* [**RODi**] que, contraposto ao investimento necessário à sua implantação, é atraente ou não para o investidor. Em última análise, o investidor sempre tem a opção de investir seus recursos em outra oportunidade de investimento. Ou de não investir.

A equação de receitas e despesas cujo resultado é o fluxo de **RODi's** acima mencionado deve, inescapavelmente, sempre incluir a alocação correta das despesas não distribuídas do hotel incorridas também em função da operação do restaurante. Caso o restaurante fosse uma operação independente, não se discutiria a necessidade de contemplar, em sua análise de rentabilidade, o conjunto de tais despesas: [i] aluguel, IPTU e condomínio [onde aplicável], [ii] taxas e custos de licenças de funcionamento, [iii] segurança [terceirizada ou não] e manobristas, [iv] todos os componentes da gestão do negócio, como gerente, contador, comprador e os respectivos custos administrativos, incluindo taxas de cartões de crédito, uma provisão para devedores duvidosos e honorários advocatícios, entre muitos outros, [v] todos os custos relacionados à venda do produto, incluindo taxas de filiações a redes e a sistemas de distribuição, propaganda, promoções, inserções em diretórios e guias, [vi] honorários da operadora e muitos outros. Qual seria então a dificuldade em haver consenso acerca da necessidade de contemplar todas estas despesas também na análise de rentabilidade de um restaurante de hotel? Provavelmente apenas o hábito e a falta de estrutura adequada para a alocação das despesas.

7.3. PARADOXO

O resultado deste padrão de análise incorreto da equação econômica do ‘negócio restaurante’ quando em hotéis é que hoteleiros, em geral, entendem que seus restaurantes são rentáveis. Este equívoco analítico frequentemente resulta em tomadas de decisão prejudiciais ao empreendimento hotel como um todo – ou na perda de oportunidades importantes de alavancar a renda ou a competitividade [ou ambos] do empreendimento.

Sabe-se, entretanto, que planejadores e analistas do ramo hoteleiro, por seu lado, habitualmente tratam o ‘negócio restaurante’ em hotéis como sendo predominantemente deficitário. Basta analisar criticamente as projeções de receitas e despesas apresentadas nos estudos econômicos preparados por aqueles profissionais para perceber isto. A tendência provavelmente resulta do fato de que muitos restaurantes em hotéis – por serem mal conceituados e planejados, mal inseridos no mercado, inadequadamente comercializados e mal geridos por hoteleiros que raramente conhecem o ramo de restaurantes na profundidade necessária – efetivamente são deficitários. O entendimento prevalente é o de que conceituar um restaurante em um hotel seja uma atividade corriqueira que não demanda grande especialização – habitualmente é realizado pelo gerente de alimentos & bebidas. É muito raro encontrar um restaurante de hotel que tenha sido conceituado a partir de estudo do mercado competitivo e uma análise para inserção de mercado – quando isso ocorre, geralmente se trata de um restaurante exitoso que concorre superlativamente com os outros restaurantes que compõem seu conjunto competitivo.

Ambos os entendimentos são perigosamente equivocados. Esquivar-se de uma análise econômica com a profundidade necessária e permitir-se o luxo de entender rentável um negócio que não o é, usualmente resulta na perda da oportunidade de tomar as medidas – muitas vezes dolorosas – necessárias para tornar o negócio efetivamente rentável. Aceitar complacentemente que o ‘negócio restaurante’ em hotéis é deficitário e planejar empreendimentos com este viés embutido em sua equação econômica, é irresponsável e tende a perpetuar equívocos que deveriam ser combatidos justamente por aqueles planejadores e analistas.

7.4. CASO

Um caso clássico do tema aqui discutido seria um restaurante de 120 lugares, localizado em um hotel, que auferir uma receita total anual de R\$ 900 mil e, no entendimento hoteleiro, ‘lucra’ R\$ 150 mil – o que já é um resultado pobre [15,4% da receita]. Se, de fato fosse resultado, os R\$ 150 mil corresponderiam a um aluguel mensal de apenas R\$ 25,00/m² para os quase 500 m² de área nobre do hotel que o restaurante ocupa – por volta da metade do que tal área renderia se alugada para terceiros. A realidade, todavia, é que, consideradas as despesas não distribuídas o prejuízo é de R\$ 300 mil.

Análise de Investimentos e Valuation no Mercado de Edifícios de Escritórios para Locação: Questões Sobre a Doutrina

João da Rocha Lima Jr.

Resumo: *Indicadores da qualidade do investimento em EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS PARA LOCAÇÃO (EEL), bem como valuation desses ativos, devem ser tratados com modelos de análise adequados, especialmente com respeito ao horizonte da análise e o conjunto de variáveis presentes nos cenários de longo prazo. Modelos de análise representam estruturas de simulação de comportamento para avaliar a capacidade de geração de renda do investimento, sendo que as medidas extraídas dos modelos, pelo seu vínculo com os cenários de arbitragem de comportamento, não admitem que se trabalhe com cenários determinísticos, sendo necessário considerar cenários que flutuam entre fronteiras. Noutro sentido, quando as decisões de investimento são feitas em ambientes de mercado em que os REIT já tem grande expressão, trata-se de investir em títulos, cuja renda é derivada do portfolio de EEL. Esses títulos tem razoável liquidez, de sorte que os investidores tendem a fazer avaliação da qualidade do investimento apoiando-se no curto prazo passado e projetando para o curto prazo futuro cenários espelho da conjuntura. Esse procedimento se valida somente neste caso, porque, para investir diretamente na propriedade (private REITs) ou decidir sobre o investimento numa propriedade*

(administração dos public REITs) efeitos de flutuação de comportamento do mercado com impacto no fluxo da renda disponível em ciclos de 20 anos devem ser avaliados. Num investimento de longo prazo, em ciclos curtos, a qualidade do investimento ganha dependência do valor de saída do investimento, que é uma variável muito mais aberta do que o cenário de comportamento. Evidências para o mercado de São Paulo, utilizando um EEL PROTÓTIPO, permitem mostrar porque se deve fazer análises em ciclos de 20 anos, e porque se deve trabalhar com cenário com fronteiras, abandonando a idéia de cenários com comportamento determinístico, mesmo que estes levem em conta a possibilidade de ocorrência dos ciclos do mercado de real estate (real estate cycles).

Abstract: *The quality analysis of investments in OFFICE BUILDINGS FOR LEASING (EEL), as well as the valuation of these assets, should be treated using suitable analytical models, especially with regard to the analysis horizon and the set of variables present in the long term scenarios. Analytical models represent behavior simulation structures for evaluating an investment's capability to generate revenue and measurements derived from the model, due to their link with behavioral definition scenarios, are not suitable for working with deterministic scenarios. It is necessary to consider scenarios in which EEL's behavior fluctuates between*

boundaries. When investment decisions are taken in market environments in which REITs already are highly significant, this refers to investing in securities, whose income is derived from the EEL portfolio. These securities have reasonable liquidity such that the investors tend to evaluate the investment's quality based on the preceding short term, projecting mirrored scenarios of these conditions for the future short term. The procedure is only valid in this case, because, on investing directly in property (private REITs) or deciding on a property investment (public REITs management) effects caused by fluctuations in market behavior which impact flows of available revenue should be evaluated over 20-year cycles. In a long term investment, over short cycles, the investment's quality becomes dependent on the investment's alienation value, which is a much more open variable than the behavior scenario. Evidence from the São Paulo market, using a PROTOTYPE EEL, allows us to show why analyses should be undertaken over 20-year cycles and why it is necessary to work within bounded scenarios, abandoning the idea of scenarios with deterministic behaviors, even when these take into account the possible occurrence of real estate cycles.

1. PREMISSAS

Em geral, decisões de investimento em real estate tendem a ser mal fundamentadas, pela razão principal de que os investidores inferem a premissa de que a proteção natural do investimento está na existência do bem, na sua baixa velocidade de depreciação e nas evidências de que os preços de transação não tendem a sofrer bruscas alterações em ciclos curtos. Os investimentos em edifícios de escritórios para locação (EEL) são os representantes mais expressivos dessa raiz de investimentos.

Nas economias mais evoluídas, em que os EEL têm a propriedade traduzida por meio de instrumentos de investimento de grande pulverização e razoável liquidez, esses investimentos já são analisados usando-se cenários de horizontes curtos e médios, porque a relação [renda x valor] é a referência mais expressiva para se comparar com outras oportunidades de negócio e precificar o ativo. Esta relação subsiste como o principal indicador da qualidade do investimento, porque se admite a tese de que o produto de investimento, no montante tomado por um investidor, tem liquidez perfeita e homogeneidade de comportamento em ciclos curtos e médios. Valendo essas duas premissas, no seu mercado competitivo, os investimentos, usando os títulos como condutores, tendem a ter

preços com baixa oscilação, porque tendem a manter fluxos estáveis de renda.

Se considerarmos efeitos macroeconômicos que podem afetar a competitividade de um segmento de mercado, a pretensa homogeneidade do fluxo da renda por ciclos curtos pode ser uma vantagem, caso as taxas de juros estejam oscilando para baixo, ou um ônus, no sentido inverso. Isso porque os fluxos da renda de locações não têm a mesma elasticidade do mercado de capitais, porque se mantêm estáveis durante o ciclo dos contratos, podendo se alterar, caso a caso, somente entre ciclos, a depender de como o movimento de taxas de juros do mercado afete a atratividade do segmento de mercado.

Quando um EEL é precificado, o mercado apresenta um patamar de taxa básica de juros, na qual está apoiada a arbitragem da taxa de atratividade setorial e a do ativo em particular. Esses elementos e os preços das locações evidenciados no mercado, ou contratados, servem para se arbitrar o valor do EEL. Daí em diante, no primeiro ciclo de locações, o fluxo da renda do título é estabilizado, mas as taxas de juros de mercado se movem. Admitindo a imagem de que, a partir de um determinado ponto desse ciclo a taxa de juros descola, numa tendência flagrante, para cima ou para baixo, o ativo será precificado novamente, mas somente ao final do ciclo. Isso poderá interferir na renda do ciclo seguinte, porque um novo patamar de taxa referencial de juros altera a atratividade do investimento, a competitividade de mercado e a oferta de novos empreendimentos. Ou seja, toda a configuração macroeconômica do mercado toma um novo estado. Para este novo estado poder-se-ia imaginar, novamente, uma

condição de equilíbrio, que pode provocar novos desequilíbrios adiante e, assim, sucessivamente. Essa imagem é um dos fundamentos para se arbitrar que podem ocorrer ciclos no mercado de real estate, como, de resto, acontecem em todos os mercados. A diferença para o real estate é que a sua rigidez estrutural é muito elevada, seja pela vida do empreendimento, como pelo payback longo e pela manutenção de rendas fixadas também por ciclos longos, independentemente de como se movam os custos de produzir e os preços do mercado.

Como resultante desta quase certeza de instabilidade frente às oscilações das taxas de juros, que provoca descolamento entre a relativa qualidade do investimento em real estate (EEL) e os demais ativos do mercado, sem que existam mecanismos eficientes de hedge contra essa assimetria, nas economias evoluídas, os mercados seguiram para a formação de grandes carteiras de investimento, abrigadas em REITs. Com grandes carteiras, mesmo havendo ciclos de rigidez em cada contrato de locação, o conjunto de imóveis do portfolio promove um re-equilíbrio dos descolamentos, pela não coincidência dos ciclos particulares de cada contrato de locação.

Quando a estratégia de investimento está focada na propriedade do real estate, como acontece nos private REITs na economia americana (Pagliari, Scherer and Monopoli, 2005), ou em economias como a brasileira (Rocha Lima and Alencar, 2004), na qual, acentuadamente, o mercado ainda se rege por compras físicas de imóveis, conjuntos comerciais para médios investidores, lajes de edifícios para grandes e edifícios para investidores institucionais, investir significa comprar riscos de descolamento, para os quais não há hedge possível.

Dessas considerações retiramos premissas para este texto: [i] – os mercados mais evoluídos, nos quais se fazem investimentos por meio de títulos de boa liquidez, ancorados em grandes portfólios e não diretamente nos imóveis, tendem a analisar a qualidade dos investimentos nos títulos pelo seu perfil de rentabilidade no curto prazo (ou médio); [ii] – os mercados mais primários, no sentido de que a propriedade imobiliária é o objeto do investimento e o investidor se vincula diretamente com os contratos de locação, deveriam se munir de sistemas de avaliação dos investimentos mais sofisticados do que meramente relacionar aluguéis praticados no mercado com o preço dos imóveis, para inferir taxa de rentabilidade estática e com esta informação tomar a decisão de investimento.

Considere-se, entretanto, que as carteiras de investimento nos mercados evoluídos só poderão ser construídas se forem comprados imóveis um a um, de forma que, mesmo nessa situação, cada investimento deveria sofrer, no ambiente do gerenciador da carteira, uma análise equivalente àquela que se deve praticar no mercado primário. Todavia, seja nos mercados de investimentos primários, como nos de portfólios (conjunto de primários), o que se evidencia são decisões de investimento apoiadas quase que exclusivamente na relação entre aluguel praticado e preço da transação. Se considerarmos o vulto de cada investimento em EEL e a rigidez por ele representada, nada mais natural concluir que fortes análises de risco do investimento devem ser produzidas para apoiar a decisão de investir. E essas análises devem estar centradas no desenho de cenários de comportamento estressados no ciclo operacional (20 anos)

que permitam ao investidor reconhecer a intensidade que pode esperar na flutuação da sua rentabilidade.

2. SISTEMAS DE ANÁLISE

Vislumbrar as análises particulares da micro-economia de cada negócio é uma necessidade em qualquer estágio em que se encontre o mercado, porque, mesmo migrando para os grandes portfolios, esses se compõem de unidades de investimento sempre de vulto, quando lidas isoladamente. Fazer avaliações macroeconômicas do setor, lendo e especulando sobre o comportamento de títulos, pode ser interessante para evidenciar comportamentos passados, mas não há como se extrair dessas análises elementos de confiança para conduzir a decisão de investir. Somente uma análise focada exclusivamente no EEL objeto da oportunidade de investimento pode permitir que se “escape” dos ciclos de real estate, porque desenhos de cenários de 20 anos fazem com que a análise do investimento fuja do indicador primário da rentabilidade aparente, para produzir informação de taxa de retorno, lastro, payback, duration e suas derivações e, especialmente, capacidade de sustentação da rentabilidade e da segurança do investimento entre fronteiras que o investidor entende como atrativas e aceitáveis. O conjunto de informações que se manipula para construir a análise de um investimento, cujo preço está definido, é ainda suporte para valuation do investimento.

A premissa que desejo enfatizar é que o negócio de EEL deve merecer uma volta às origens, na análise dos investimentos, saindo das

discussões macroeconômicas, como se encontra na maioria dos testes dos *journal* dedicados. Faço ênfase na necessidade da formatação de sistemas de análise qualificados, sob pena de se continuar, de tempos em tempos, consolidando em concreto e aço os erros na decisão conduzida pelo viés de entender que o futuro é espelho necessário do momento, premissa implícita quando se decide sem apoio em indicadores da qualidade do investimento no EEL objeto.

Sistemas de análise não compreendem somente modelos, mas cenários, que mergulham em modelos, para produzir indicadores. Assim, sistemas qualificados devem ser capazes de trabalhar especulações sobre desempenho de investimentos, utilizando modelos de qualidade adequada: [i] - em cenários de referência, arbitrados no planejamento, para se reconhecer a configuração de qualidade esperada no investimento; [ii] – em cenários estressados, arbitrados no planejamento, para se reconhecer as fronteiras mais conservadoras para a qualidade do investimento; [iii] - sempre através de um conjunto adequado de indicadores, para ilustrar a qualidade do investimento, sem distorcer a avaliação.

Decidir por um investimento sempre significa: primeiro aceitar o risco, para depois encarar a rentabilidade e a segurança esperadas e verificar quanto próximas estão da atratividade imposta pelo investidor e a de referência do mercado. Sistemas de análise têm qualidade, quanto mais claramente puderem mostrar riscos, por meio da exploração de cenários estressados. Esses, por sua vez, não se pode se construir ao acaso, sob pena de comprometer a qualidade dos indicadores, não do seu cálculo, porque isso depende da eficácia do modelo, mas da sua representatividade, porque os indicadores são derivados dos cenários.

No caso dos EEL em particular, os destaques ficam com a arbitragem da taxa de ocupação e do preço de locação, variáveis que não se deve explorar usando cenários determinísticos, mas conjuntos de cenários que produzem amostras de laboratório para medida de indicadores.

3. O CICLO DE INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS

Quando se avalia a qualidade do investimento num EEL deve-se levar em conta aspectos de caráter doutrinário e, adiante, ajustar a análise para refletir a postura do investidor. O ciclo do investimento é um indicador que se define no âmbito das estratégias do investidor, mas que, na análise, deve ser tratado de forma mais abrangente.

A análise do investimento num EEL deve respeitar todas as premissas que se recomenda para qualquer empreendimento de base imobiliária, que se iniciam pela indicação do ciclo operacional, seguido do período de exaustão. O ciclo operacional de 20 anos, combinado com o recolhimento de recursos para fazer o fundo de reposição de ativos, recursos que, re-investidos, servem para sustentar a capacidade do empreendimento de manter sua competitividade no mercado, mantendo um fator de inserção estabilizado, já está cristalizado como premissa de análise. De outro lado, a rotina de imposição de um período de exaustão de outros 20 anos, para fundamentar a arbitragem de valor de mercado do empreendimento ao final do ciclo operacional, também é conhecida. A estratégia do investidor quanto à manutenção da sua posição no EEL não pode se confundir com estes dois parâmetros.

Qualquer que seja a dimensão do portfolio no qual está integrado o EEL, duas rotinas de análise devem ser perpetradas:

[i] – o investimento será avaliado isoladamente, imputando-se o ciclo operacional completo, para medir indicadores que são, segundo a arbitragem de cenário do momento da análise, características intrínsecas da qualidade do EEL, porque são medidas levando em conta a vida do investimento e

[ii] - o investimento será avaliado segundo as premissas do investidor, com respeito à sua estratégia de retenção da posição de investimento.

Assim, se analisa o EEL por intermédio de indicadores da sua qualidade como investimento, no horizonte do ciclo operacional e com vínculo num determinado cenário referencial de comportamento e as suas fronteiras estressadas e se pode analisar a qualidade do investimento de um determinado investidor no EEL, levando em conta sua estratégia de entrada e saída da posição de investimento.

Quanto mais curto, em relação ao horizonte do ciclo operacional, seja o prazo arbitrado pelo investidor para manter seu investimento, mais sua qualidade será referenciada pela evolução do valor do EEL no mercado. Por exemplo, usando um PROTÓTIPO referência do mercado da cidade de São Paulo, mantendo o investimento por 5 anos, o valor de saída do investimento sustentará 65% do valor do investimento à taxa de retorno esperada e o saldo (35%) será sustentado pelo fluxo da renda livre nesse período. Mantendo os 20 anos, 13% do valor do investimento depende do valor de saída e o saldo (87%) do fluxo da renda.

Como a arbitragem do valor de saída é mais vulnerável do que a

arbitragem do fluxo da renda, quanto mais cedo for a meta de saída do investimento, mais especulativo ele será. Os EEL são investimentos da categoria conservadora, de forma que se admite que a expectativa do investidor seja de fluxo de renda estabilizado por ciclos longos e não especulação sobre valorização do ativo.

Para grandes portfólios, a análise primária de cada negócio deve contemplar a manutenção do investimento por ciclo longo, de modo a conferir ao investimento na carteira um teor de risco baixo. Vender e comprar não deve ser a estratégia privilegiada de fundos de investimento focados em EEL. O ativo deverá ser reciclado sempre que a leitura de seu valor tópico de mercado mostre um descolamento da curva de arbitragem que conduziu à decisão de investimento. Caso não se verifiquem descolamentos, ou caso haja depreciação, a política de gestão mais correta é manter o portfólio gerando renda, para que o retorno dos investimentos a taxas atrativas tenha o menor vínculo com o valor de desativação do imóvel.

De outro lado, o investidor em títulos ancorados no portfólio pode esperar um padrão de renda homogêneo e não balizará seu investimento nas taxas de retorno que identificaram cada EEL na decisão primária de incorporá-lo ao portfólio. A decisão de investir em títulos ancorados em grandes portfólios pode ser tomada com apoio em indicadores de curto e médio prazos. Com a estabilidade do fluxo da renda dentro de intervalo de flutuação limitado, fatores capazes de provocar a alteração do preço do ativo (o valor de mercado do título de investimento), no curto e no médio prazo, estão associados com indicadores macroeconômicos e do mercado financeiro. A taxa de renda dos títulos flutuará num ritmo associado

aos movimentos do custo de oportunidade soberano em cada economia e, como o fluxo da renda estará contido dentro de um intervalo de flutuação estreito, o re-enquadramento macroeconômico do investimento se faz pelo valor de mercado dos títulos.

Como os mercados internacionais já derivaram para que uma expressiva parte dos recursos de investimento em EEL seja carregada por meio de títulos de investimento, entende-se que exista a tendência de trabalhar com ciclos curtos de análise, vislumbrando somente o fluxo da renda produzido pelo portfólio em ciclos curtos. Entretanto, para os mercados onde os investimentos ainda são focados no produto primário (o EEL) e para os gestores dos portfólios que transacionam EELs e não títulos, a avaliação da qualidade dos investimentos deve necessariamente estar apoiada em ciclos de 20 anos, especialmente para equilibrar as condições de risco dos elementos que compõem o portfólio.

Quando se fala de ciclos longos, pode-se considerar que a influência da renda esperada sobre a qualidade do investimento cai com o tempo, de forma que o que interessaria é analisar o curto prazo. Essa visão é perigosa se não entendida numa extensão mais ampla.

Cenários de curto prazo, quando usados para analisar a qualidade do investimento em EEL, servem para medir renda e não taxa de retorno. Para medir taxa de retorno, a arbitragem do valor de saída da posição de investimento afeta com intensidade o nível da taxa. Já comentei que, usando um PROTÓTIPO, para 5 anos, o valor de saída, suporta 65% do investimento à taxa de retorno esperada. Entendendo que o verdadeiro valor de saída (aquele que

será praticado, não o arbitrado) será balizado ao final desse ciclo de 5 anos pelo cenário de expectativa de geração de renda daí em diante, uma quebra de mercado vislumbrada para o próximo ciclo (ano 6 ao ano 10) impacta diretamente o valor de saída, que, por sua vez, quebra a taxa de retorno dos primeiros 5 anos. Então, a decisão de investimento deveria estar apoiada no cenário de 10 anos, mesmo que a estratégia seja ficar na posição de investimento somente por 5 anos. Mas aí, usando novamente o PROTÓTIPO, verifica-se que, ao final de 10 anos, 40% do investimento está protegido pelo valor de saída à taxa de retorno, sendo o saldo (60%) protegido pelo fluxo que já terá acontecido ao final dos 10 anos. Mesmo assim 40% estão sob risco de que o mercado quebre no ciclo seguinte (ano 11 ao ano 15), o que implica em retomar o comentário anterior. Ao final dos 15 anos, 23% do investimento estará protegido pelo valor de saída e, ao final de 20, 13%, o que ainda é uma posição expressiva.

Nesse PROTÓTIPO, ao final dos 20 anos, a taxa de retorno estará em 11,84% ano efetiva, enquanto a taxa medida usando somente o fluxo da renda estará em 9,84%. Ou seja, ao final dos 20 anos, já se garantiu 9,84% e a taxa de retorno esperada, 2 pontos acima, só estará garantida com a venda do EEL pelo valor arbitrado no início do ciclo de 20 anos.

Como o investimento em EEL pode se sustentar de forma competitiva por ciclos muito além dos 20 anos, mantendo o empreendimento, o efeito do valor da propriedade vai se diluindo no tempo. Mantendo 30 anos, o valor de saída terá sustentado 4% do investimento e 40 anos, pouco mais do que 1%.

4. A ESTRUTURA DO FLUXO INVESTIMENTO-RETORNO E AS MEDIDAS QUE RELACIONAM O INVESTIMENTO NO EMPREENDIMENTO COM O FLUXO DA RENDA DISPONÍVEL ESPERADA

Para analisar a qualidade do investimento, deve-se usar um fluxo investimento retorno fundamentado no investimento a vista, comprando o EEL pronto para operar. Essa visão, aparentemente simplista, é que permite tomar conclusões mais abrangentes sobre o caráter da atratividade e dos riscos nesse segmento de mercado. O ciclo de implantação tem duração e regime de investimentos não regrado e que não pode ser parametrizado, pois está associado a temas relacionados com prazos voláteis para demaragem de negócios após a compra do terreno, que compreendem aprovações legais, estruturação de meios de aglutinação de investimento, projetos e contratação de construção, além da própria capacidade de investimento para implantar.

O investimento em empreendimento de base imobiliária (EBI) nunca deve ser analisado desde o início da sua implantação até o final do ciclo operacional (sempre 20 anos), como sendo uma única operação. Considerar um ciclo único provoca distorções nos indicadores da qualidade do investimento, quando lidos frente aos

riscos dos ciclos.

Analisar a qualidade do investimento num EEL exige a fragmentação do empreendimento em dois negócios sucessivos.

[i] - O primeiro negócio corresponde a investir para implantar, até que o EEL esteja pronto para operar e se desenvolve no ciclo de implantação. Nesse ciclo ocorre um investimento de risco acentuado e a qualidade desta operação está associada a quanto se pode alcançar de preço de venda do empreendimento pronto e operando. O preço pronto e operando do EEL é aquele pelo qual pode ser comercializado, considerando-se as marcas de referência do mercado.

O negócio de implantar será atrativo se o preço (PRE-0) possível de comercializar superar o nível de exposição do empreendedor (EXP-0) nesse ponto, calculado a uma taxa de atratividade também referência de mercado.

[ii] - Ao termo do ciclo de implantação, para o empreendedor que implanta para operar, o valor do seu estoque é que deve ser remunerado e não os investimentos para produzir o valor. Desta forma, entrando no ciclo operacional, o investimento deve ser lido pelo seu valor EXP-0 e aí contraposto com o fluxo de retorno. No caso de comprar para explorar, o investimento será PRE-0. Por essa razão sempre tomamos a análise com investimento a vista no início do ciclo operacional, uma vez que este texto não discute a qualidade no ciclo de implantação, mas a do investimento conservador de explorar um EEL.

Sucedendo o ciclo operacional marca-se período de exaustão, ciclo virtual, assim denominado, porque, para efeito de avaliação da

qualidade do investimento no ciclo operacional, é como se o negócio se exaurisse em mais um ciclo de 20 anos. O período de exaustão é utilizado para permitir a arbitragem de valor do EEL ao final do ciclo operacional, tema já exposto em diferentes textos que publiquei sobre investimentos em EBI.

Dentro do ciclo operacional, o fluxo do retorno do investimento (expresso por EXP-0 no início do ciclo), se estrutura considerando os seguintes movimentos financeiros: o empreendimento encaixa a receita operacional bruta (receita de locações nos EEL), que, em geral, é produzida em ciclo mensal; os recursos da receita são usados para pagar as contas operacionais, de gestão e encargos; do saldo se faz a reserva do FRA (fundo para reposição de ativos); resultando o saldo o fluxo da renda do investidor, no conceito de resultado operacional disponível RODi.

O fluxo da renda disponível, representado pelo RODi, se agrega ao valor do EEL arbitrado para o final do ciclo operacional, compondo o fluxo do retorno do investimento, que servirá para medir os indicadores da qualidade do empreendimento.

O valor do EEL ao final do ciclo operacional é calculado seguindo as seguintes premissas:

[i] - o valor do empreendimento nessa marca é o preço que seria pago por um investidor avesso ao risco, que aplica recursos na taxa de atratividade setorial;

[ii] - esse investidor virtual promoveria a reciclagem necessária do ativo para que ele seja capaz de percorrer mais um ciclo de 20 anos, ciclo operacional para esse segundo investidor virtual e período de

exaustão para o investidor original;

[iii] - o fluxo da renda no período de exaustão respeitaria os mesmos parâmetros de inserção de mercado do EEL.

Fazendo assim, o valor ao final do ciclo operacional (VOI-20) considerado um determinado investimento para reciclagem (IR)

respeita a expressão:
$$VOI_{20} = \frac{(Rex - IR) \cdot Rop \cdot (1+t)^{20}}{(IR - Rex) + Rop \cdot (1+t)^{20}}$$
,

onde:
$$Rop = \sum_{k=1}^{20} \frac{RODi_k}{(1+t)^k} \quad ; \quad Rex = \sum_{k=21}^{40} \frac{RODi_k}{(1+t)^{k-20}} \quad ;$$

t = taxa de atratividade setorial

O investimento IR é arbitrado utilizando o princípio de avaliar a vida dos diferentes componentes da edificação, daí orçando seu valor de reposição no ano 20, final do ciclo operacional. Numa análise expedita, pode-se utilizar $VOI-20 = 70\% Rex$, que representa uma posição suficientemente conservadora, equivalente a uma reciclagem da ordem de 70 a 80% da edificação.

O investimento (EXP-0) terá seu fluxo de retorno representado pelo fluxo $\{RODi\}_1^{20}$, agregado a VOI-20 no final do ciclo. Esse fluxo é a fonte da medida de todos os indicadores da qualidade do investimento.

O indicador mais elementar, que é a taxa de retorno (TR) esperada dentro do ciclo operacional de 20 anos, será a que resolve a expressão

$$EXP0 = \frac{VOI20}{(1+TR)^{20}} + \sum_{k=1}^{20} \frac{RODi_k}{(1+TR)^k} \quad .$$

5. VALUATION

Um investimento em EEL terá seu valor arbitrado seguindo a mesma rotina exposta, a se considerar que o valor se extrai como sendo o EXP-0 na expressão indicada acima, impondo-se uma taxa de retorno (TR) desejada para o investimento.

5.1. CENÁRIOS DE COMPORTAMENTO

Qualquer planejamento consiste em procedimento de simulação e se destina a gerar informação para sustentar decisão de agir. No campo dos EEL, a qualidade do planejamento está vinculada à construção de modelos competentes para simular e traçar as informações que refletem a qualidade do investimento e seus riscos, mas, como em qualquer processo de planejamento, é a sistemática de formatação dos cenários de comportamento, que emulam os modelos, que dá confiabilidade a essas informações. Cenários de comportamento traçam prognósticos de estado para as variáveis que resultam nos fluxos de retorno do investimento para o horizonte dos 20 anos do ciclo operacional.

O desempenho do empreendimento depende de variáveis sistêmicas e da inserção de mercado do EEL. Nos EEL, [i] - as sistêmicas estão associadas aos custos operacionais e [ii] - as do ambiente

correspondem à capacidade de inserção de mercado (ocupação e preço), às macroeconômicas vinculadas diretamente ao desempenho, como a taxa de inflação, às vinculadas indiretamente, como o nível global da atividade econômica, que pode repercutir sobre ocupação e preço em todo o segmento competitivo e ao nível de atividade no próprio segmento competitivo, que pode distorcer a relação entre oferta e demanda.

Os EEL são investimentos que tem baixo grau de dependência de suas contas operacionais, porque elas são de pequena expressão relativamente à receita das locações. A maior vulnerabilidade está na inserção de mercado, cujas variáveis não são passíveis de monitoramento, como, por exemplo: [i] - preços da concorrência, por ser dispersa, [ii] – ocupação no segmento competitivo, por depender da relação global entre oferta e demanda e do nível global da atividade econômica; [iii] – taxa de inflação, que provoca perdas na receita, pelo regime de comportamento dos contratos do setor que indica a possibilidade de praticar reajustes de preços somente em ciclos discretos de pelo menos um ano. Quanto à ocupação, índices de vazios altos repercutem em contas de operação crescentes para custeá-los, o que faz crescer a vulnerabilidade quanto às variáveis sistêmicas.

Entende-se, assim, que a proteção ao investimento se faz não pela estabilidade do valor da propriedade, mas pelo desempenho do EEL no seu ambiente de mercado competitivo. Flutuações de ocupação tendem a fazer o mercado recuar as arbitragens de valor e isso se dá pela tendência que os investidores tem de marcar ciclos longos como sendo um espelho do curto prazo.

A conclusão é que a percepção de valor dos EEL no mercado tende a flutuar com a flutuação da capacidade de geração de renda, para cima ou para baixo. Essa postura, que é dos investidores, muitas vezes emulada pelos planejadores e consultores, é a que explica o que se convencionou chamar de ciclos de real estate. Alguns pesquisadores se referem a esses ciclos como sendo da natureza do mercado. Discordo, afirmando que os ciclos podem ocorrer, porque tende a ser da natureza conservadora dos investidores, em posições de crise, desenhar cenários de comportamento que replicam para um longo horizonte situações presentes, o que, ocorrendo de forma generalizada, induz uma tendência de mercado. Quanto à vertente virtuosa dos ciclos – crescimento que acaba por desembocar em oferta descontrolada, provocando crise - pode ocorrer como resposta à sanha especuladora presente nos mercados de real estate, nos quais se confunde preço praticado com valor. Em geral, no ciclo virtuoso, os empreendedores, que fazem para vender, especulam a atitude mais leniente dos investidores com respeito ao risco, que os leva a comprar os EEL fazendo uma ilação fantasiada de que os preços altos podem se sustentar por ciclos longos e, adiante vêm seus ativos perder valor, porque o mercado sai do desequilíbrio, com a demanda acima da oferta, justamente para o pólo inverso.

Com respeito a decidir por investir no ciclo virtuoso e depois perder, é relevante lembrar que um EBI, ou um EEL, tende a ser empreendimento de baixa ou nenhuma flexibilidade. Se não há flexibilidade e o empreendimento foi validado com base em cenários desenhados para 20 anos, deve-se concluir que há um vetor de risco acentuado vinculado à formatação do cenário de comportamento, de

sorte que os prognósticos nele lançados e a sua sustentação ou possível distorção devem ser tratados com acentuado rigor na análise de riscos do investimento.

5.2. CENÁRIOS DETERMINÍSTICOS

Não há meio de sustentação de prognóstico de que qualquer mercado tenha comportamento estável em ciclos longos. Ao inverso, há um grande número de evidências para sustentar a afirmação de que mercados flutuam seu comportamento em ciclos longos.

O mercado de real estate, como os demais segmentos da economia, flutua de comportamento em ciclos longos, de modo que medir indicadores da qualidade do investimento num EEL deve ter fundamento em expectativas de comportamento variável ao longo de 20 anos. Os comportamentos arbitrados para os 20 anos representam um vetor de risco à decisão de investimento, porque não se validam como espelho da conjuntura em que são desenhados, mas devem conter uma vertente especuladora acentuada, para referenciar as flutuações de comportamento e analisar o seu impacto.

Os cenários de comportamento de EEL para análise do investimento apresentam duas variáveis cujo estado é o de maior influência no estabelecimento das expectativas do { ROD_i }: preço dos aluguéis e ocupação da ABR disponível.

Quando o empreendimento está pronto para operar, o mercado trabalha num certo patamar de preços e as relações de oferta e demanda, medidas de forma indireta pela taxa de ocupação verificada no mercado, servem como ponto de partida para desenhar o cenário

de 20 anos. Se é provável que o mercado flutue nesse horizonte, qual deve ser a base para os prognósticos de comportamento e que risco está associado à decisão fundamentada no cenário então concebido?

Para tratar desse assunto, deve-se levar em conta: [i] – a evidência de que o mercado deverá flutuar e [ii] – como o investidor faz a leitura da informação de cenário desenhada no planejamento.

Alguns estudiosos propugnam que o mercado de real estate passa necessariamente por ciclos, nos quais sempre se verifica desequilíbrio entre oferta e demanda, a favor de um ou outro vetor (Mueller, 1995). Alguns pretendem inclusive, usando referências históricas, determinar a extensão e o intervalo de flutuação de cada ciclo, com o objetivo de desenhar cenários de comportamento para validar investimentos.

Vejo os ciclos de forma diversa. Não admito que sejam característica do mercado, nem que sejam de raiz determinística. Todos os mercados são passíveis de especulação e, quanto mais retardado é o efeito de uma jogada especulativa mal sucedida ou quanto mais mascarado é o efeito das bem sucedidas, mais difícil é educar o mercado para frear a intensidade dos movimentos especulativos. Ciclos ocorrem em qualquer mercado, forçados, nos extremos, pela avidez de riqueza e pela percepção adversa ao risco.

Tracemos algumas evidências para um estado do mercado em demanda: [i] - existirá uma marca no tempo em que se percebe no mercado altas taxas de ocupação da ABR ofertada, com pressão de demanda que levanta os preços dos aluguéis; [ii] - investidores, e mesmo planejadores, tendem, de forma equivocada, a desenhar um

cenário no horizonte de 20 anos que é o espelho do mercado no momento; [iii] - como os custos para implantação não acompanham curvas especulativas ou depressivas do mercado específico dos EEL, numa configuração equilibrada para a atratividade setorial, os aluguéis e taxas de ocupação estarão num patamar que oferece ao investidor uma oportunidade de investimento tal que a remuneração dos recursos aplicados no custo da implantação, referenciados por EXP-0, estaria nesse patamar de atratividade se o mercado mantiver uma relação oferta-demanda equilibrada, sem pressões; [iv] - então, se os preços e as taxas de ocupação estão acima das referências de equilíbrio, desenhando um cenário de 20 anos como sendo espelho da conjuntura favorecida, vai se encontrar taxa de retorno acima da atratividade, o que induz uma tendência de investimento.

Quantos investidores fazem a mesma leitura equivocada ao mesmo tempo é uma informação que nunca estará disponível para decidir, de modo que a hipótese de se admitir que se encontrou um nicho estável, num segmento econômico em que a taxa de retorno percebida dos investimentos está acima da atratividade, é otimismo sem sustentação. A primeira tendência é de que, desinformados, novos recursos sejam investidos sem respaldo na avaliação da capacidade do mercado de absorver o seu produto, o que pode levar o mercado a um desequilíbrio. Se essa tendência se evidenciar, porque não traçar cenários com uma configuração que quebra de desempenho adiante, em vez de fazer espelhos da conjuntura?

É evidente que se pode traçar o mesmo roteiro de análise num mercado em oferta, encontrando as conclusões opostas, o que desincentivaria o investimento. Haverá uma tendência de equilíbrio a

médio prazo, se as variáveis macroeconômicas favorecerem o crescimento da ocupação dos espaços de EEL ociosos, podendo provocar uma mudança de estado de oferta para demanda e aí fechamos o ciclo. Repete-se então: “ se esta tendência se evidenciar, porque não traçar cenários com melhoria de desempenho adiante, em vez de fazer espelhos da conjuntura?”

Para discutir formatação de cenários, introduzimos um parâmetro de medida de eficácia da inserção de mercado de um novo EEL, que reflete os paradigmas de comportamento evidenciados. Esse parâmetro, fator de desempenho no mercado-fDM, se conceitua de maneira equivalente ao RevPar do mercado hoteleiro, sendo equivalente ao produto da taxa de ocupação média verificada pelo aluguel médio. Para cada segmento do mercado competitivo, haverá um fDMr de referência, frente ao qual um EEL mostrará sua capacidade competitiva, conforme seu fDM esteja posicionado em relação ao de referência. Traçar diretrizes para medir fDMr ou especular a sua qualidade escapa deste texto.

Numa certa configuração macroeconômica, haverá um fator que represente equilíbrio - **fDMe** associado à taxa de atratividade percebida para os negócios em EEL no segmento considerada a ocupação eficaz, que será sempre 100% para os EEL. Em EEL não há porque considerar que vazios sejam da natureza do negócio, como, por exemplo, em hotelaria.

Numa configuração em que o fDMr está acima de fDMe o que é possível acontecer adiante?

a. O que não acontecerá é a manutenção desse patamar de eficácia

(cenário espelho), porque ele é um indutor do investimento e, para sua manutenção, se exigiria reconhecer um padrão de investimento sempre mais modesto do que a demanda percebida.

b. Cenário de queda acentuada de **fDMr** com lenta velocidade de recuperação, acontecerá se os investidores perpetrarem investimentos especulativos de tal monta que o mercado se desestabilize.

c. Admitindo-se que o mercado seja suficientemente educado, para reagir às oportunidades de investimento usando severas rotinas de crítica na análise das oportunidades encontradas, em cenário de comportamento entre [a] e [b] será mais provável.

Admitir que os mercados se acomodam, é admitir que a economia não se movimenta, o que representa um paradoxo. Então, qualquer que seja o cenário desenhado (a, b ou c) ele só poderá representar uma tendência de 20 anos, caso nenhum fator macroeconômico provoque impactos sobre o mercado dos EEL. Assim, uma especulação determinística terá sustentação e confiabilidade por ciclo mais curto que os 20 anos exigidos, para compor a análise da qualidade do empreendimento. Isso exige que a construção do cenário para além do horizonte em que se pode perceber efeitos sobre o mercado (no entorno dos 5 anos) usando as referências de **fDMr** e **fDMe** seja fundamentada em especulações sobre o resultado das reações do mercado aos efeitos produzidos pelos investimentos no horizonte mais curto (os 5 anos), além dos demais impactos macroeconômicos, já que o mercado de EEL, nesse sentido, é sempre passivo.

O que se conclui é que é impossível inferir confiabilidade em indicadores da qualidade do investimento em EEL produzidos com

apoio em cenários determinísticos, porque além de ciclos curtos (no entorno de 5 anos) o que acontecerá depende da forma segundo a qual os agentes reajam ao estado do mercado no momento raiz da decisão de investimento. Os cenários para sustentar análise da qualidade do investimento em EEL devem apresentar outra estrutura de formatação.

5.3. CENÁRIOS APOIADOS EM FRONTEIRAS

As evidências de comportamento passados e uma avaliação dos efeitos da economia sobre o segmento dos EEL sempre permite traçar, com certa confiabilidade, três marcas de referência: [i] - o que se espera de comportamento no curto prazo, [ii] - o que se sabe ser o piso razoável de comportamento no longo horizonte, porque está associado a parâmetros de atratividade percebidos do segmento de mercado e [iii] - eventuais posições de superação das marcas conservadoras de comportamento, quando se verificarem períodos de escassez de oferta, cujas distorções para a marca de estabilidade podem ser tomadas de comportamentos já reconhecidos no passado.

Fronteiras de comportamento são arbitradas com mais conforto do que posições determinísticas e representam indicadores cuja sustentação pode ser validada e que apresentam mais confiabilidade para o investidor do que uma posição determinística.

Trabalhar com as fronteiras conservadora e agressiva de comportamento e construí-las, mesmo a partir de análise, é sempre possível:

[i] - uma fronteira de comportamento conservadora é aquela a partir da qual o investimento deixa de ser atrativo. Desta forma,

reconhecendo os padrões de atratividade do setor, a fronteira é encontrada para o **fDMe** virtual, medido em modelos, que corresponde a uma configuração de taxa de retorno extrema aceitável. Mercado operando nessa fronteira deve desincentivar investimentos, de forma que, aparecendo demanda adiante, o **fDMr** escapará desta fronteira conservadora;

[ii] - uma fronteira de comportamento agressiva é aquela que representa um padrão de qualidade para o investimento acima dos riscos que o setor apresenta. Usando benchmark apropriado, pode-se estabelecer uma referência de qualidade superior à atratividade setorial e impor esta como fator de determinação da fronteira agressiva. Sabe-se que o mercado nunca se estabilizará numa posição agressiva, porque isto representaria um paradoxo, mas em situações tópicas, durante um certo intervalo de tempo, a remuneração dos investimentos nos EEL estará favorecida;

[iii] - a configuração referencial de comportamento estará representada por uma posição intermediária entre fronteiras.

Então, o cenário para os 20 anos do ciclo operacional, apoiado nas fronteiras assim desenhadas será um qualquer, no qual, a cada ano, a média de **fDM** do EEL em análise estará numa posição arbitrada entre as fronteiras. Esse raciocínio não leva a indicadores determinados mas a indicadores em faixas de comportamento. Se **EXP-0** ou o preço de aquisição **PRE-0** estão definidos, então a taxa de retorno e os demais indicadores da qualidade do investimento, como payback primário, duration e as curvas de recuperação e devolução do investimento, serão medidos ou desenhados em faixas, com um certo

grau de confiabilidade. Se a taxa de atratividade do investidor para o investimento estiver determinada, então a valuation conduzirá a uma faixa de valor válida para se fazer o investimento, sendo, é natural, o piso da faixa aquele valor mais protegido de riscos.

5.4. O SIGNIFICADO DE USAR CENÁRIOS APOIADOS EM FRONTEIRAS

Para mostrar a influência da forma de estruturar o cenário nos indicadores da qualidade do investimento num EEL, usamos as referências de um PROTÓTIPO para o mercado na cidade de São Paulo, cujos valores são validados para o estado do mercado em julho de 2005. Traçamos três cenários de comportamento: [i] - determinístico extremamente conservador, com uma inserção de mercado que migra para uma taxa de ocupação em 100% no quarto ano operacional, mantendo um patamar de valores de locação estabilizado; [ii] - determinístico, ainda mais conservador, apresentando ciclos de ascensão e queda da taxa de ocupação com ritmo de 10 anos, mantendo um patamar de valores de locação estabilizado e [iii] – com fronteiras, usando como baliza superior o cenário determinístico conservador para a taxa de ocupação e para os valores de locação como fronteira superior e impondo um piso para as duas variáveis (fronteira inferior), como está registrado no quadro 1.

5.5. TAXA DE RETORNO

Usando para implantação do PROTÓTIPO os custos correntes do mercado e uma taxa wacc para os investimentos aplicados na

implantação de 22% ano, acima da taxa de inflação, registramos um EXP-0 de R\$ 5106 / m²ABR. Este valor é próximo da média dos preços praticados no mercado, o que significa que a taxa wacc arbitrada é muito próxima dos paradigmas utilizados pelos empreendedores para seus investimentos no mercado de construção de escritórios para venda.

Considerando o valor do investimento praticado no ciclo de implantação como sendo EXP-0 no início do ciclo operacional de 20 anos e as rotinas para cálculo já descritas: [i] – o comportamento do EEL segundo o cenário determinístico [i] leva a uma taxa de retorno de 13,08% ano, efetiva acima da inflação; [ii] – segundo o cenário [ii], que também é determinístico, 12,31% ano e [iii] – trabalhando uma amostra adequada de valores, construída com base nas referências de flutuação entre fronteiras do cenário [iii], com 90% de confiabilidade, a taxa de retorno estará situada entre 11,58% e 11,60% ano.

Utilizando as referências de mercado espelhadas no PROTÓTIPO, a manipulação dos parâmetros em modelo apropriado, cujas medidas se fazem com apoio em amostra de valores ancorados em cenários de geração randômica de comportamento entre fronteiras, mostra o que se pode encontrar de desvio na informação sobre a qualidade do investimento, quando se escapa de desenhos determinísticos de comportamento.

quadro 1
TAXA DE OCUPAÇÃO E VALOR DOS ALUGUÉIS.

TAXA DE OCUPAÇÃO						
CENÁRIO [i]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5 E REGIME	
<i>média mercado</i>	65%	80%	85%	87%	90%	
<i>EEL</i>	65%	80%	95%	100%	100%	
CENÁRIO [ii]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5	
<i>média mercado</i>	65%	80%	85%	87%	90%	
<i>EEL</i>	65%	80%	95%	100%	100%	
	ANO6	ANO7	ANO8	ANO9	ANO10	ANO11
<i>média mercado</i>	85%	81%	77%	73%	69%	65%
<i>EEL</i>	94%	90%	85%	81%	76%	72%
CENÁRIO [iii]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5	FRONTEIRAS NO REGIME
<i>média mercado</i>	65%	80%	85%	87%	90%	
<i>EEL</i>	65%	80%	95%	100%	100%	+ 0 points - 18 points
ALUGUEL (R\$ / m2 ABR)						
CENÁRIOS [i] e [ii]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5 E REGIME	
<i>média mercado</i>	52	55	65	68	70	
<i>EEL</i>	44	55	65	68	70	
CENÁRIO [iii]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5	FRONTEIRAS NO REGIME
<i>média mercado</i>	52	55	65	68	70	
<i>EEL</i>	44	55	65	68	70	+ 4% - 12%

Deve-se notar que o cenário [ii], de comportamento do mercado em ciclos, é tão determinístico quando o cenário [i], que apresenta um regime constante de ocupação e renda. O cenário com fronteiras [iii] infere mais confiabilidade à informação, porque só tem de

determinística a imposição de que as fronteiras não serão superadas, de forma que, quando a sua elasticidade representa uma informação confortável para o investidor, o seu uso fundamenta a decisão de investir com maior segurança. Nesse sentido, ainda explorando o PROTÓTIPO, impondo as referências do mercado de que: [i] – a taxa de atratividade setorial de longo prazo está em 8% ano e que um prêmio de 2 pontos é justo para investimentos em EEL, o que se pode inferir das operações correntes do mercado, o cenário [iii] poderia trabalhar com uma fronteira de distensão para a taxa de ocupação de (-40) pontos, que a taxa de retorno para EXP-0 estaria nos 10% ano de atratividade, com 90% de confiabilidade. Mantendo a fronteira de (-18) pontos na taxa de ocupação, uma fronteira com quebra de 40% no valor dos aluguéis esperados levaria a taxa de retorno para a atratividade de 10% ano com 90% de confiabilidade. (-30) pontos na fronteira da taxa de ocupação e 25% de quebra na fronteira do valor da locação, leva a taxa de retorno para os 10% ano, com 90% de confiabilidade.

5.6. VALOR

Arbitrando a taxa de atratividade de 10% ano, como a que balizaria um investidor avesso ao risco a investir no PROTÓTIPO, conforme seja o cenário adotado para a arbitragem do valor da oportunidade de investimento, teremos as posições da quadro 2.

quadro 2
VALUATION

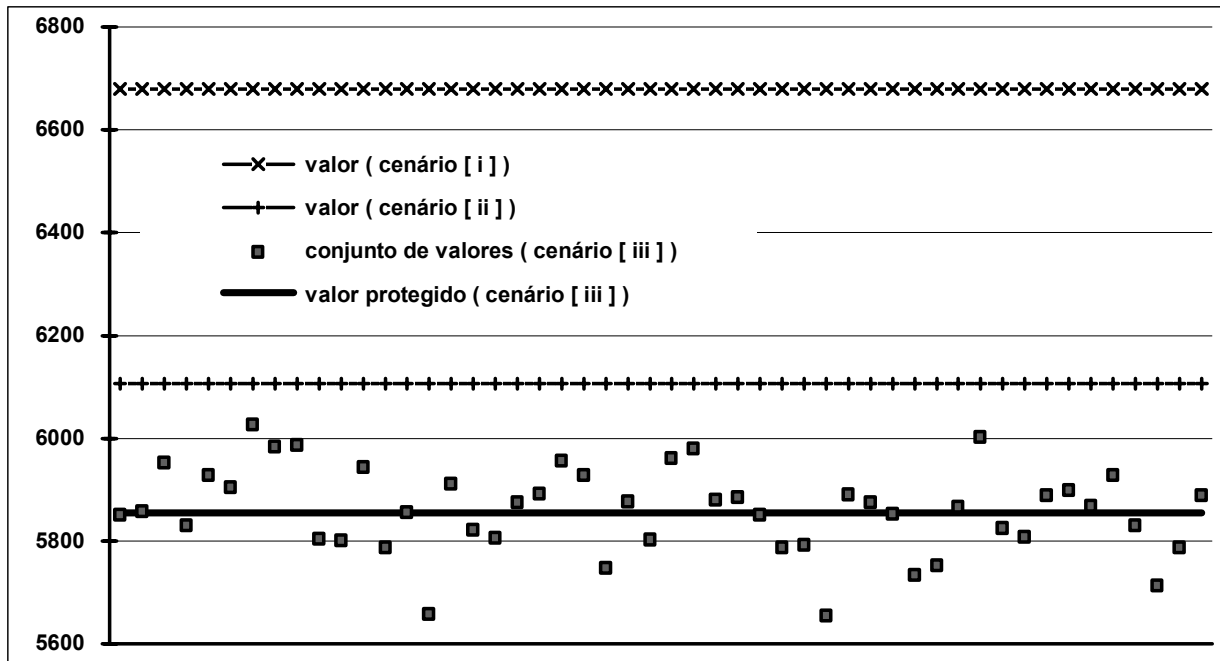
VALOR DO PROTÓTIPO-EEL	R\$ / m2 ABR	
Comportamento no ciclo operacional de 20 anos		
CENÁRIO [i]	6.680	+ 14,7%
CENÁRIO [ii]	6.106	+ 4,8%
CENÁRIO [iii]	5.826	valor protegido

O único processo de valuation que protege o investidor é o que usa o cenário [iii]. O valor de R\$ 5826 representa o piso do intervalo de confiança, para a confiabilidade de 90%, quando o valor é medido com apoio numa amostra de valores, cada um derivado de um cenário de comportamento em que, nos 20 anos do ciclo operacional, taxa de ocupação e valor do aluguel flutuam aleatoriamente entre as fronteiras do cenário. Esse valor apresenta proteção para o investidor que fique na posição de investimento pelo ciclo de 20 anos, porque variações do comportamento entre fronteiras são compensados no ciclo.

Como se vê no quadro 2, mesmo considerando ciclos, que, para alguns pesquisadores pode representar um avanço no critério de formatação de cenários, o valor arbitrado representa menor proteção. O cenário determinístico representa, necessariamente, o valor mais alto, conseqüentemente de menor proteção implícita para o investidor.

O gráfico 3 ilustra os diferentes valores da amostra, as fronteiras e os valores associados a cenários determinísticos.

gráfico 3.
CONJUNTO DE VALORES (R\$ / m2 ABR)



6. CONCLUSÃO

Métodos de valuation e de análise da qualidade do investimento em EEL devem estar apoiados em modelos capazes de explorar configurações de cenário sem raiz determinística. A simplificação de se adotar cenários determinísticos pode conduzir a investimentos de risco elevado, mascarados pela imagem de que os negócios em real estate são implicitamente protegidos pelo lastro. Lastro físico de vida longa não se traduz como lastro físico de valor estável. Valor de um EEL é função da sua capacidade de geração de renda e como esta se explora em ciclos de 20 anos adiante, o cenário de sustentação deve ser arbitrado considerando-se fronteiras agressiva e conservadora de comportamento, para que o valor arbitrado já carregue um componente de proteção ao risco.

Quando a análise que se exige é sobre a qualidade do investimento a um certo preço, os indicadores também devem estar apoiados em cenários arbitrados com fronteiras, de forma que os indicadores se apresentam em intervalos e não numa marca determinada.

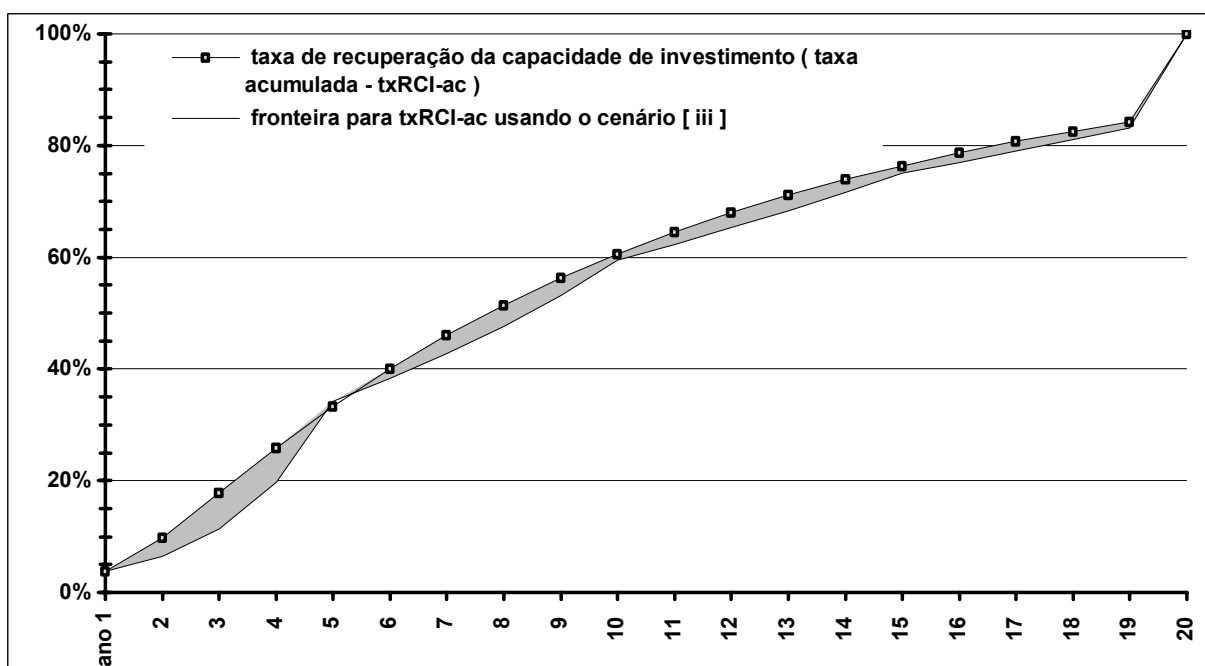
Como exemplo, o gráfico 4 indica a evolução da taxa de recuperação da capacidade de investimento do investidor que aplica no PROTÓTIPO ao preço de R\$5826 / m²ABR.

Também como exemplo, o gráfico 5 indica a formação da taxa de

retorno do investimento, considerando o preço de referência e o cenário com fronteiras.

Nesses dois gráficos, a faixa superior está associada ao comportamento do EEL na fronteira superior determinística do cenário e a faixa inferior indica a posição do indicador de qualidade no piso do intervalo de confiança, com confiabilidade 90%, quando se faz o comportamento flutuar, entre as fronteiras do cenário.

gráfico 4
RECUPERAÇÃO DA CAPACIDADE DE INVESTIMENTO
(taxa acumulada em 20 anos)

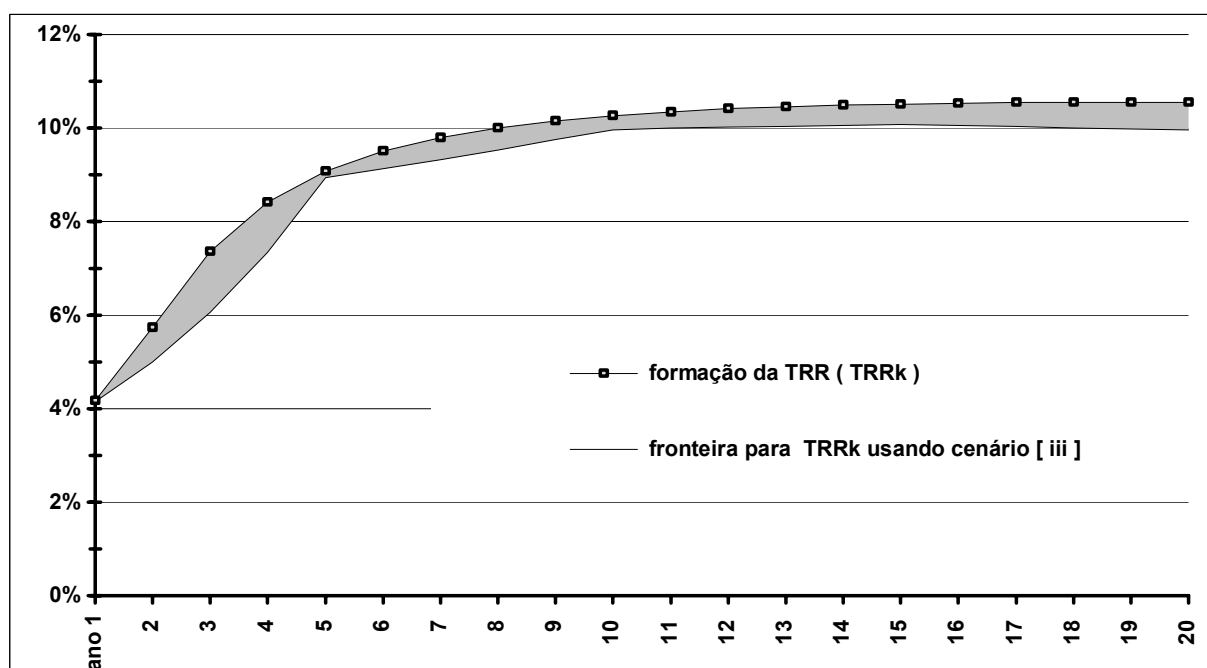


Como os valores usados neste texto como exemplo seguem o patamar de mercado do PROTÓTIPO para São Paulo, nos EEL de categoria superior, pode-se verificar o grau de estabilidade desse tipo de

investimento numa situação de mercado equilibrada.

Note-se que o cenário utilizado para inserção de mercado é sensivelmente conservador, porque inicia a operação com taxa de ocupação de 65%, só atingindo 100% no quarto ano operacional, como fronteira superior de comportamento. Daí em diante, considera-se uma faixa de flutuação agressiva (até -18 pontos), além de uma faixa de flutuação do valor dos aluguéis em moeda estável de até -12%.

gráfico 5
FORMAÇÃO DE TRR
(TRRk em % ano, efetiva acima da inflação)



Neste PROTÓTIPO conclui-se que: [i] – para o investidor, comprando

no preço mais protegido, a fronteira inferior da taxa de retorno leva, ao final dos 20 anos de ciclo operacional a uma taxa acima da atratividade de 10% ano e [ii] - para o empreendedor que construiu para vender, o preço mais protegido que ele pode usar para vender está acima do seu nível de exposição, de forma que sua taxa de retorno supera a taxa wacc arbitrada. Genericamente, mercado de EEL, quando a oferta não descola exageradamente da demanda de sorte que baixas taxas de ocupação aconteçam em períodos muito longos, tende a ser um mercado apropriado para investimentos conservadores, porque o lastro do investimento tende a se manter razoavelmente estável e o fluxo da renda, mesmo flutuando, oferece patamares de taxa de retorno bastante sustentados.

REFERÊNCIAS E BIBLIOGRAFIA

- Amato, F.B. (2001). Arbitragem de Valor: uma Rotina para Empreendimentos de Base Imobiliária. PHD Tesis. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. (www.realestate.br)
- Copeland, T.; Koeller, T and Murrin, J. (1990). Measuring and Managing the Value of Companies. Mc Kinsey and Company, Inc.
- Damodaran, A. (2001). The Dark Side of Valuation. Prentice Hall, Inc.
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley and Sons, Inc.
- Gelbutch, H.C.; Mackmin, D and Milgrim, M. (1997). Real Estate Valuation in Global Markets. Appraisal Institute.
- Josion, P. (1998). Value at Risk. Mc Graw Hill Companies, Inc.
- Pagliari, J; Scherer, K and Monopoli, R (2005). Public Versus Private Real Estate Equities: a More Refined Long Term Comparison. AREUEA Journal Real Estate Economics
- Rocha-Lima, J and Alencar, C (2004). The Office Buildings Market in São Paulo: Time cycles to absorb vacant space and to recover investment attractiveness according to the Brazilian macroeconomic performance. Journal of Financial Management of Property and Construction
- Rocha-Lima, J. (1994). Arbitragem de Valor de Portfolios de Base Imobiliária. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. (www.realestate.br)

Rocha-Lima, J. (2000). Arbitragem de Valor de Hotéis. Boletim Técnico da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. (www.realestate.br)

Sistema de Classificação de Edifícios de Escritórios no Brasil

Ana Beatriz Poli Veronezi; João da Rocha Lima Jr.; Cláudio Tavares de Alencar

Resumo: *A grande diversidade de classificações empregadas no mercado imobiliário para fazer referência a edifícios de escritórios é flagrante. Para suportar qualquer tomada de decisão relacionada ao produto edifício de escritórios é conveniente que a informação sobre a qualidade desses prédios seja única. Este sistema de classificação estratifica o mercado de edifícios de escritórios de forma criteriosa, imparcial e única no âmbito nacional. Os prédios submetidos a este sistema são classificados de acordo com o estado de determinados atributos. Cada edifício analisado obtém duas classificações: nacional e regional, que são representadas por letras, sendo a classificação nacional seguida da extensão “Br”, para distinguir-se da classificação regional. A classificação nacional contempla apenas os atributos físicos da construção, enquanto na classificação regional, os atributos contemplados são os físicos e a localização do prédio dentro de determinado mercado de escritórios. A qualidade do edifício de escritórios analisado é expressa através destas duas classificações em um relatório emitido pelo Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP. Objetiva-se, assim, melhorar a qualidade das*

informações produzidas a respeito dos edifícios brasileiros de escritórios, dando suporte à tomada de decisões relacionadas a esse produto. Suas diretrizes podem ser empregadas para desenvolvimento de pesquisas análogas em outros segmentos do mercado imobiliário, no Brasil e no exterior, e também nesse mesmo nicho de mercado, porém no exterior.

Abstract: *It is notorious how widely ranged are the classifications used at the real estate market to indicate the quality of office buildings. To support any decision related to office building product it is convenient to have one and only information regarding the quality of these buildings. This classification system stratifies the office buildings market in a discerning, impartial and single way at the Brazilian sphere. The buildings submitted to this system are classified considering the conditions of some attributes. Each evaluated building get two classifications: one national and another regional, both represented by letters. The national classification has the extension “Br” to be distinguished from the regional classification. The national classification takes into account only physical attributes of the construction, without regards to its location. The regional classification*

considers building physical attributes and its location in a specific office market area. The quality of the appraised office building is represented by these two classifications in a certificate issued by the Real Estate Research Group of the Polytechnic School of the University of São Paulo (Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP). This research intends to improve the quality of information produced about office buildings in Brazil to support the decision process. Its guidelines may be used to develop similar researches in other divisions of the real estate market in Brazil or in foreign countries, and also in this same market section but abroad.

1. INTRODUÇÃO

O assunto deste artigo é o sistema de classificação de edifícios de escritórios no Brasil, desenvolvido pelo Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (NRE/POLI/USP).

Um edifício brasileiro de escritórios, ao ser submetido a este sistema de classificação, tem o estado de seus atributos analisado, sob o ponto de vista do usuário. Esta avaliação dos atributos é expressa através de pontos conferidos aos mesmos. O resultado desta pontuação é enquadrado em certa escala de classificação, definindo uma classificação hierarquizada para o edifício. A inserção do prédio neste sistema segundo determinada categoria é consolidada por um comitê de classificação e um certificado é emitido definindo essa inserção.

Cada prédio analisado obtém duas classificações: nacional e regional. A classificação nacional, cujas notas resultantes de avaliação levam o sufixo “Br”, contempla apenas os atributos físicos da construção, desconsiderando o quesito localização. A classificação regional analisa o edifício inserido no contexto de seu particular mercado imobiliário, considerando a localização do prédio além de seus atributos físicos. Em nenhuma das classificações a gestão do edifício é avaliada.

O sistema de classificação é subsistema de um sistema maior de certificação, ambos apresentados no próximo capítulo. Dentre os componentes do sistema de classificação, a matriz de atributos e a escala de classificação foram inicialmente arbitradas e, em seguida, validadas e calibradas.

No caso específico da matriz de atributos, a detecção das opiniões prevalentes no meio especializado foi o passo inicial para sua arbitragem. O processo Delphi¹⁷, combinado com técnicas da Estatística Descritiva, foi empregado para detectar estas opiniões.

Os ajustes necessários para validação e calibragem da matriz de atributos e da escala de classificação resultaram de testes realizados empregando-se edifícios de escritórios já inseridos nesse segmento do mercado imobiliário brasileiro.

A visão de edifício de escritórios como sendo apenas a estrutura física de suporte está ultrapassada. Ela foi substituída pelo conceito de edifício de escritórios como sendo o ambiente adequado ao desenvolvimento dos negócios e parte integrante destes. Sob esse enfoque é necessário que tais edifícios acompanhem as evoluções tecnológicas, de materiais construtivos, de conceitos arquitetônicos e de estruturas organizacionais do trabalho, bem como os movimentos dos centros de negócios dentro da malha urbana, para que possam atender da melhor forma seus ocupantes. Este conceito atual de prédio

¹⁷ A técnica Delphi pode ser considerada como uma estratégia, para tratar questões, que utiliza a geração de idéias. Ela tem como principal objetivo “obter o mais confiável consenso de opinião de um grupo de especialistas (...) através de uma série de questionários intensos entremeados com feedback controlado de opiniões” (DALKEY; HELMER, 1963, p.458 *apud* ROWE; WRIGHT, 1999, p.354).

de escritórios evidencia a perecibilidade da qualidade dos edifícios de escritórios, bem como sua diversificação oferecida ao mercado. Assim, o mercado de prédios de escritórios possui forma estratificada, sendo esta estratificação dinâmica ao longo do tempo.

Ao se referir à qualidade do produto edifício de escritórios, busca-se caracterizar a aderência deste produto a um referencial. Segundo Rocha Lima (1993), este referencial compreende um conjunto de atributos do produto e o estado desejável deste conjunto de atributos, segundo o que se identifica como opinião prevalente de mercado. O referencial da qualidade, neste sistema de classificação, foi construído sob o ponto de vista do usuário destes edifícios, que é quem vai se valer deste produto. Portanto, este é o ponto de vista sob o qual o mercado de edifícios de escritórios é hierarquizado, resultando na estratificação deste mercado nacional.

A subjetividade intrínseca ao vetor da qualidade explorado neste sistema de classificação justifica sua restrição ao mercado brasileiro. O desempenho de um edifício de escritórios, sob o ponto de vista do usuário, está intimamente relacionado a aspectos culturais, políticos, climáticos, tecnológicos, econômicos, legais, entre outros, que são particulares a cada país. Seria impossível, por exemplo, tratar unificadamente a questão climática no Brasil e na Suécia, ou a questão política no Brasil e na Rússia.

Este sistema de classificação não abrange todos atributos contidos em normas relacionadas a edifícios de escritórios no Brasil e nem se restringe a essas normas: os atributos considerados no referencial da

qualidade empregado nas análises são aqueles considerados importantes pelo usuário desses edifícios para desenvolver adequadamente suas tarefas.

1.1. IMPORTÂNCIA DO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO DE EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS NO BRASIL

O conceito atual de prédio de escritórios evidencia a perecibilidade da qualidade dos edifícios de escritórios. Por exemplo, um edifício de escritórios considerado de prestígio na ocasião de sua inserção no mercado, pode não o ser decorrido certo tempo, ou por estar ultrapassado do ponto de vista construtivo (materiais empregados, desenho arquitetônico, segmentação do espaço, etc.), e/ou por estar desatualizado tecnologicamente (insuficiente estrutura de telecomunicações e processamento de dados, ausência de sistema de ar-condicionado central, carência de automação predial, etc.) e/ou, ainda, por estar localizado em zona decadente da região urbana.

Outra evidência importante do conceito vigente de prédio de escritórios é que existe um grande leque de tais edifícios com qualidade diversificada, uma vez que nem todos usuários estão dispostos a pagar o valor derivado de tecnologia de ponta e localização privilegiada. O mercado imobiliário produz, então, edifícios de escritórios com qualidade variável para atender os diferentes usuários potenciais.

A perecibilidade da qualidade dos edifícios de escritórios e sua diversificação oferecida ao mercado resultam na forma estratificada do mercado de prédios de escritórios, sendo esta estratificação dinâmica ao longo do tempo.

No entanto, é imprescindível para a tomada de decisões que a qualidade de cada prédio de escritórios esteja bem definida, através de sua classificação hierarquizada, e que esta informação coincida, sem ruído, para todos os envolvidos na ou afetados pela questão em discussão. Atualmente, detecta-se o contrário no mercado imobiliário: as classificações utilizadas para fazer referência à qualidade de edifícios de escritórios são resultantes de julgamentos casuais e particulares das empresas/indivíduos envolvidos com o edifício em análise. A ausência de critérios a serem seguidos para emissão de tais classificações predomina e quando esses critérios existem, além de superficiais e pobres, são singulares para cada empresa atuante nesse mercado. Assim, a classificação resultante é função do interesse de seu emissor com relação ao edifício (interesse em exaltá-lo ou ofuscá-lo). “Class has been in the eye of the beholder” and “ it is not unusual, for example, for a building’s owner and an outside party to assign different class ratings to the same property” (COWELL; SAX, S.; SAX, T., 2002).

A grande diversidade de classificações empregadas no mercado imobiliário para fazer referência à qualidade de edifícios de escritórios salta aos olhos, conforme mostra a tabela a seguir. Ruídos ocorrem nas definições de: nomenclatura das classes e seus limites; e quais aspectos contemplar para classificação e como fazê-lo.

tabela 1.1

CLASSIFICAÇÕES UTILIZADAS POR SIGNIFICATIVAS
EMPRESAS/ASSOCIAÇÕES ATUANTES NO MERCADO DE
EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS.

Empresa / Associação		Bolsa de Imóveis do Estado de São Paulo	BOMA International	Brazil Realty	CB Richard Ellis	Colliers International	Cushman & Wakefield Semco	Jones Lang LaSalle	Tishman Speyer Método
Classificação utilizada	mercado nacional	AA, A, B, C	não se aplica	AAA, AA, A, B, C	A, B, C	A+, A, B, C	A, B, C	AA, A, B, C	A, B, C
	mercado * internacional	não se aplica	A, B, C	não se aplica	A, B, C	A, B, C e A+, A, B, C	A, B, C	A, B, C	não se aplica

Atuação das empresas abordadas no mercado de edifícios de escritórios:

Bolsa de Imóveis do Estado de São Paulo: incorporação, gerenciamento de obras e avaliação imobiliária.

Brazil Realty: planejamento, desenvolvimento, administração e incorporação.

CB Richard Ellis: consultoria imobiliária, gerenciamento de carteiras imobiliárias, comercialização, pesquisa de mercado, serviço a ocupantes, gerenciamento de imóveis (de condomínios, de facilidades, de projetos e obras).

Colliers International: consultoria em investimentos imobiliários, comercialização de imóveis, pesquisa de mercado.

Cushman & Wakefield Semco: consultoria em investimentos imobiliários, gerenciamento de propriedades, comercialização de imóveis, estudos de vocação e viabilidade financeira de empreendimentos.

Jones Lang LaSalle: gerenciamento predial, representação de ocupantes, gerenciamento de projetos e obras, gerenciamento de facilidades, venda de ativos imobiliários, locação e administração predial.

TishmanSpeyer Método: concepção, desenvolvimento e administração de empreendimentos imobiliários.

Associação abordada:

BOMA (Building Owners and Managers Association) International: associação internacional, sediada nos EUA, cujas informações são empregadas no mercado de edifício de escritórios, inclusive no mercado brasileiro. Além de ser fonte de informação confiável, ela representa e promove os interesses do mercado em estudo.

* O mercado internacional é abordado apenas para explicitar a complexidade da questão em estudo, sendo o sistema de certificação em discussão destinado ao mercado nacional deste segmento imobiliário.

Fonte: entrevistas com diversos agentes do referido mercado e pesquisas bibliográficas, com destaque para Building Owners and Managers Association (BOMA) International (2002); Databolsa (2002); Market Monitor (2000); Marketbeat Series - América do Sul (2001); Perfil Imobiliário (2001) e Relatório de Mercado Imobiliário Corporativo 2002 - Brasil (2002).

Ainda quanto a suporte para tomada de decisões, é intuitiva a conveniência de oferecer para o mercado os índices referenciais produzidos separadamente para cada estrato de edifícios de escritórios: preço de venda, valor de aluguel, taxa de vacância, índice de absorção, etc. A abordagem do mercado de edifícios de escritórios como um bloco único produz informações pouco precisas e insuficientes para que se tome qualquer decisão com segurança.

O sistema de classificação de edifícios de escritórios em questão visa resolver as questões apresentadas, que, em suma, são:

[1] - estratificação do mercado de edifícios de escritórios de forma

criterosa, imparcial e única para todo o mercado nacional e

[ii] - atualização periódica da classificação hierarquizada, indicadora da qualidade, dos prédios em questão, dada a perecibilidade da qualidade dos edifícios de escritórios.

Ao disponibilizar ao mercado este sistema de classificação de edifícios de escritórios no Brasil, busca-se, em última análise, melhorar a qualidade das informações produzidas a respeito dos edifícios brasileiros de escritórios. Portanto, serão diretamente beneficiados por estas informações confiáveis:

[i] – empreendedores / investidores / incorporadores: por exemplo, para decidir a respeito do lançamento de determinado negócio imobiliário e de qual patamar almejar para a taxa de retorno;

[ii] - usuários: por exemplo, para comparar preços de venda e/ou locação;

[iii] - arquitetos / projetistas: para definir em que padrões projetar;

[iv] - órgãos controladores: por exemplo, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para aprovar / reprovar os negócios a ela submetidos que sejam vinculados à securitização de edifícios de escritórios;

[v] - fontes de informações sobre o mercado brasileiro de edifícios de escritórios: para gerar índices referenciais desse mercado mais representativos da realidade, isto é, separadamente para cada estrato (preço de venda, valor de aluguel, taxa de vacância, índice de absorção, etc.).

2. DESCRIÇÃO DO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO DE EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS NO BRASIL

Para que a classificação ocorra de forma completa e para que o sistema de classificação mantenha-se operante ao longo dos anos, elaborou-se um sistema maior, de certificação, do qual o sistema de classificação faz parte. O sistema de certificação é composto por:

[i] - **sistema de classificação**: classifica os edifícios brasileiros de escritórios, sob o ponto de vista de seu usuário, de acordo com o estado de determinados atributos, estado este detectado para o edifício em análise;

[ii] - **emissão de um certificado**, pelo Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP (NRE / POLI / USP): define a inserção do edifício em análise no sistema de classificação segundo uma certa categoria / classe;

[iii] - **rotina para verificação da validade deste certificado**; e

[iv] - **mecanismos para atualização do sistema de classificação**.

Esses dois últimos componentes do sistema de certificação contemplam a importante questão da precibilidade da qualidade dos edifícios de escritórios, apresentada no capítulo “1 INTRODUÇÃO”

deste texto.

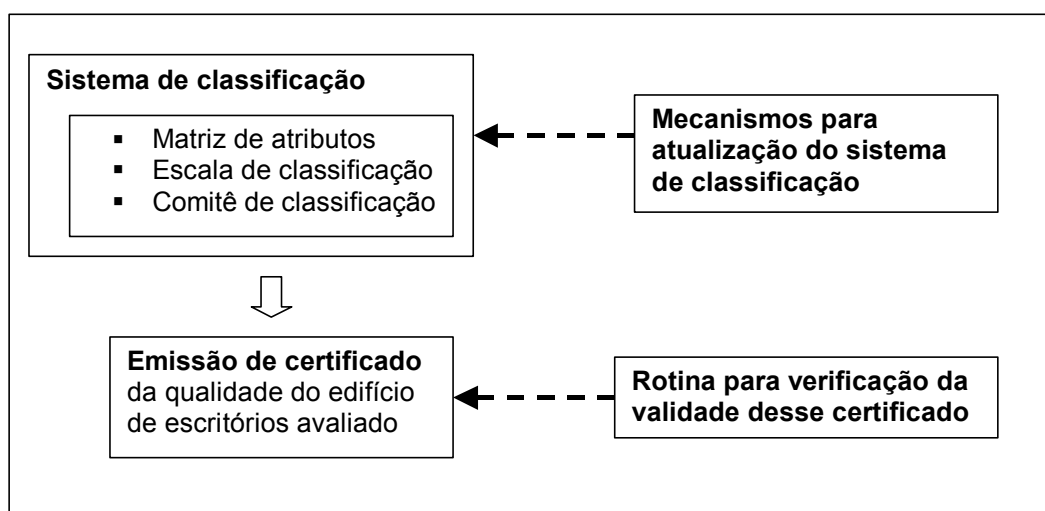
Por sua vez, o **sistema de classificação** é formado por:

- [i.1] - **matriz de atributos**: conduz a análise da qualidade do edifício de escritórios e produz uma pontuação para este edifício;
- [i.2] - **escala de classificação**: o enquadramento na escala de classificação desta pontuação, produzida para o edifício em análise, define uma classificação hierarquizada para tal edifício; e
- [i.3] - **comitê de classificação**: emite parecer sobre a inserção do edifício analisado no sistema de classificação segundo certa categoria.

A figura a seguir explicita a estrutura deste sistema de certificação:

figura 1

SISTEMA DE CERTIFICAÇÃO DA QUALIDADE DE EDIFÍCIOS DE ESCRITÓRIOS NO BRASIL.



2.1. SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO

Esse subsistema do sistema de certificação é formado por matriz de atributos, escala de classificação e comitê de classificação, que foram brevemente introduzidos no início deste capítulo e estão detalhados a seguir.

2.1.1. Matriz de atributos

A matriz de atributos conduz a análise da qualidade do edifício, segundo o enfoque definido neste sistema de classificação. A estrutura da matriz de atributos pode ser compreendida através da figura a seguir. Aqui todos os sistemas / grupos de atributos considerados na matriz estão apresentados. No entanto, os atributos que compõem cada um desses grupos/ sistemas não estão listados, sendo indicada apenas a quantidade de atributos contidos em cada grupo / sistema. Essa simplificação é suficiente para a compreensão da matriz.

Não é objetivo deste sistema de classificação estabelecer cartilha para projetos de edifícios de escritórios no Brasil, isto é, determinado projeto não deve ser definido a partir da matriz de atributos. Por isso, esta matriz é sigilosa e não está apresentada em sua íntegra.

As colunas “Atributo” e “Fator de importância relativa” são fixas, independentemente do edifício em análise. O preenchimento destas colunas foi inicialmente arbitrado. A detecção das opiniões prevalentes no meio especializado, através da aplicação do processo Delphi, foi o passo inicial para esta arbitragem. Esta arbitragem foi baseada também em entrevistas com especialistas em sistemas prediais e com

participantes do mercado de edifícios brasileiros de escritórios e na percepção do comportamento do mercado em questão pelo NRE / POLI / USP. O preenchimento das colunas “Atributo” e “Fator de importância relativa” foi validado e calibrado através de sucessivos testes, entremeados com eventuais ajustes. Para estes testes foram empregados edifícios de escritórios já consolidados no mercado imobiliário brasileiro.

A coluna “Atributo” contém, em forma de texto, todos os atributos físicos e relacionados à localização de um edifício de escritórios que, sob o enfoque de seu usuário, devem ser avaliados para sua classificação. Atributos relacionados a administração predial não são considerados na matriz. Dessa forma, o sistema de classificação não avalia gestão de prédios de escritórios, o que é muito volátil e, caso fosse considerado, poderia alterar a classificação do edifício em prazo inferior à validade de seu certificado da qualidade. Dentro da matriz, esses atributos estão organizados em grupos ou sistemas identificados por um título em letras maiúsculas ao topo de cada grupo / sistema.

A coluna “Fator de importância relativa” é preenchida por números que representam:

[i] – ao lado de cada atributo, a importância do atributo em relação aos demais atributos considerados no grupo / sistema, no sentido de classificar o produto edifício de escritórios quanto a sua qualidade, sob o ponto de vista de seu usuário;

[ii] – ao lado de cada grupo ou sistema, o ajuste da importância do grupo / sistema em relação aos demais grupos / sistemas considerados na matriz, no sentido de classificar o produto edifício de escritórios quanto a sua qualidade, sob o ponto de vista de seu usuário.

figura 2.2

GRUPOS/SISTEMAS COMPONENTES DA MATRIZ DE ATRIBUTOS E NÚMERO DE ATRIBUTOS CONTIDOS EM CADA GRUPO/SISTEMA.

Nome do edifício:

Endereço:

Data da visita:

Particularidade (R, VD, VE)	Atributos	Fator de importância relativa	Pontuação para o edifício (0 a 10)	Atributo pontuado e ponderado
	EFICIÊNCIA DO PROJETO			
	atributo 1			
	atributo 2			
	:			
	atributo 29			
	DIFERENCIAIS DO PROJETO			
	31 atributos			
	SISTEMA DE AR-CONDICIONADO / VENTILAÇÃO			
	32 atributos			
	SISTEMA DE GÁS COMBUSTÍVEL			
	5 atributos			
	SISTEMA DE ENERGIA ELÉTRICA			
	31 atributos			
	SISTEMA DE HIDRÁULICA			
	17 atributos			
	SISTEMA DE ILUMINAÇÃO			
	12 atributos			
	SISTEMA DE DETECÇÃO E COMBATE A INCÊNDIO			
	23 atributos			
	SISTEMA DE TELECOMUNICAÇÃO / INFORMÁTICA			
	18 atributos			
	SEGURANÇA PATRIMONIAL			
	19 atributos			
	SISTEMA DE SUPERVISÃO E CONTROLE PREDIAL			
	22 atributos			
	ESTACIONAMENTO			
	16 atributos			
	ELEVADORES			
	25 atributos			
	SANITÁRIOS			
	11 atributos			
	TRATAMENTO ACÚSTICO			
	7 atributos			
	FACHADA			
	19 atributos			
	LOBBY			
	5 atributos			
	LOCALIZAÇÃO			
	23 atributos			
	PONTUAÇÃO FINAL			
			NACIONAL:	
			REGIONAL:	

A coluna “Pontuação para o edifício” é preenchida somente por ocasião de avaliação de determinado edifício de escritórios. Este preenchimento como todo processo que envolve julgamento, não é cartesiano, uma vez que ele resulta da opinião do relator. No entanto, há critérios a serem seguidos para tal preenchimento criados para impedir desvios que não sejam decorrentes da subjetividade intrínseca ao processo de classificação. A pontuação é conferida em função do grau de adequação do atributo aos mais altos padrões de construção vigentes, correspondentes à visão prevalente de mercado (necessidades e anseios do usuário de edifício de escritórios).

A pontuação final do edifício resulta da soma das notas dos grupos / sistemas pontuados e ponderados.

O algoritmo desses cálculos já está contemplado na estrutura da matriz de atributos, o que agiliza a produção da pontuação final do edifício e impede erros oriundos de cálculos.

Para cada prédio analisado são obtidas duas pontuações finais, representando as classificações:

[i] – regional: são somadas as notas de todos os grupos/ sistemas pontuados e ponderados constantes na matriz de atributos;

[ii] – nacional: excluindo-se o grupo “LOCALIZAÇÃO”, são somadas as notas de todos os demais grupos/ sistemas pontuados e ponderados constantes na matriz de atributos.

As pontuações finais, referentes à classificação regional e à nacional, decorrentes da pontuação dos atributos na matriz pelo relator do comitê de classificação, são função de sua opinião sobre o edifício em análise.

Os demais membros do comitê de classificação fazem uma análise crítica das pontuações conferidas aos atributos pelo relator, podendo alterá-las.

Assim, como o comitê de classificação é constituído por 5 (cinco) membros, incluindo o relator, para cada edifício analisado podem ser geradas até 5 (cinco) pontuações finais diferentes para cada tipo de classificação (regional e nacional).

2.1.2. Escala de classificação

O enquadramento da pontuação final do edifício na escala de classificação gera a opinião sobre categoria / classe segundo a qual inserir o edifício no sistema de classificação.

Há duas escalas de classificação, sendo uma utilizada para gerar a opinião sobre a classificação regional e a outra sobre a classificação nacional, doravante denominadas escala regional e escala nacional, respectivamente.

Quanto à quantidade de categorias, bem como quanto à definição das mesmas, as duas escalas são exatamente iguais. No entanto, numericamente as duas escalas são distintas. Isso se faz necessário porque a pontuação final referente à classificação regional resulta da soma das notas de todos os grupos/ sistemas pontuados e ponderados considerados na matriz de atributos, ao passo que a pontuação final referente à classificação nacional resulta da soma das notas de parte destes grupos / sistemas. Isto é, procede-se como se fossem empregadas duas matrizes para classificar cada edifício, sendo a matriz

utilizada para obter a classificação regional mais extensa que aquela utilizada para gerar a classificação nacional. Desta feita, para um mesmo edifício, sua pontuação final referente à classificação regional é necessariamente maior ou igual à sua pontuação final referente à classificação nacional, o que é evidente, pois a classificação regional considera um maior número de grupos / sistemas.

As classes contidas nas escalas de classificação têm seus extremos numericamente definidos. Estes extremos, analogamente à matriz de atributos, são sigilosos e, por isso, não estão apresentados neste texto, uma vez que não é o objetivo deste sistema de classificação estabelecer cartilha para projetos de edifícios de escritórios no Brasil.

Cada escala de classificação é constituída por 7 (sete) categorias, identificadas por: AAA, AA, A, BBB, BB, B e C. Se a pontuação final do prédio de escritórios for menor que o extremo inferior da classe C, significa que o prédio não se enquadra na escala de classificação e, então, o NRE / POLI / USP não emitirá certificado da qualidade para tal edifício. Este piso para a ínfima classe das escalas de classificação foi criado porque não seria coerente considerar em uma mesma categoria edifícios que, apesar de apresentarem qualidade inadequada, são passíveis de classificação, ainda que a pior existente, e edifícios que, por sua qualidade desprezível, não são passíveis de classificação.

As classes são decorrentes de maior ou menor aderência de medidas realizadas em determinado edifício de escritórios ao estado desejável destas medidas, definido como referencial. Este referencial compreende um conjunto de atributos do edifício e o estado desejável deste conjunto de atributos, segundo o que se identifica como a opinião prevalente de mercado a respeito das necessidades e anseios

do usuário. As definições das classes são apresentadas em cada certificado emitido. A título ilustrativo, a seguir estão descritas apenas as duas classes extremas: AAA e C.

Classe AAA: qualidade mais alta e quase invulnerável. Excepcional aderência do estado detectado para o conjunto de atributos do edifício aos mais altos padrões de construção vigentes, correspondentes à opinião prevalente de mercado (necessidades e anseios do usuário), segundo modelos e critérios desenvolvidos pelo NRE. Decorrido o prazo de validade do certificado, é muito improvável que essa aderência seja adversamente afetada por previsíveis evoluções dos parâmetros empregados no mercado imobiliário em termos de materiais e processos construtivos, desenho arquitetônico, tecnologia disponível no edifício, estruturas organizacionais das empresas e localização dentro da malha urbana, este último parâmetro utilizado apenas na classificação regional.

Classe C: qualidade inadequada e altamente vulnerável. Inadequação do estado detectado para o conjunto de atributos do edifício aos mais altos padrões de construção vigentes, correspondentes à opinião prevalente de mercado (necessidades e anseios do usuário), segundo modelos e critérios desenvolvidos pelo NRE. Decorrido o prazo de validade do certificado, é altamente provável que essa inadequação seja adversamente afetada por previsíveis evoluções dos parâmetros empregados no mercado imobiliário em termos de materiais e processos construtivos, desenho arquitetônico, tecnologia disponível no edifício, estruturas organizacionais das empresas e localização dentro da malha urbana, este último parâmetro utilizado apenas na

classificação regional. Após esse prazo, é altamente provável que o edifício passe a ter qualidade desprezível e não mais se enquadre nesta escala de classificação.

Analogamente à pontuação final da edificação, a sugestão da categoria na qual inserir o edifício é particular a cada membro do comitê de classificação. Isso porque, apesar das escalas de classificação regional e nacional serem únicas, as pontuações finais para o edifício podem variar entre os membros desse comitê. Assim, a inserção das pontuações finais para o edifício em análise nas escalas de classificação regional e nacional pode gerar até 5 (cinco) opiniões diferentes sobre classificação regional e até 5 (cinco) opiniões diferentes sobre classificação nacional para o prédio.

A consolidação das classificações regional e nacional do edifício de escritórios segundo sua qualidade se dá em reunião do comitê de classificação. Para tomar essa decisão, este comitê segue procedimentos estabelecidos.

2.1.3. Comitê de classificação

O comitê de classificação é composto por cinco professores e pesquisadores do NRE / POLI / USP. A cada análise de edifício de escritórios um membro do comitê de classificação é nomeado seu relator, estando todos os membros do comitê aptos a exercer tal função. O relator é o membro do comitê que deve visitar o edifício a ser certificado e elaborar relatório, opinando sobre a condição detectada para os atributos considerados na matriz de atributos no caso do edifício em análise.

O comitê de classificação reúne-se para confrontar as classificações

sugeridas por cada um de seus membros para o prédio em análise e, então, emitir parecer sobre a inserção do edifício em questão no sistema de classificação segundo certa categoria. Para cada prédio são emitidos dois pareceres, sendo um referente à classificação regional e o outro referente à classificação nacional. A diferenciação entre as duas classificações é feita através da extensão “Br” aplicada à classificação nacional.

Este comitê é necessário para fornecer credibilidade ao sistema de classificação, uma vez que ele garante que a classificação hierarquizada do edifício (categoria) represente a opinião da instituição emissora do certificado (NRE / POLI / USP) e não a opinião do indivíduo que analisa o edifício (relator e membro do comitê). Nesse sentido, foi definido um processo de classificação, que deve ser rigorosamente seguido.

2.2. CERTIFICADO DA QUALIDADE DO EDIFÍCIO DE ESCRITÓRIOS AVALIADO

O certificado da qualidade do edifício de escritórios emitido pelo NRE / POLI / USP define a inserção do edifício avaliado no sistema de classificação segundo as categorias regional e nacional, oriundas da aplicação do processo de classificação.

A estrutura do certificado, que é público, inclui:

[i] - síntese do processo de classificação, onde os fundamentos do sistema de classificação, o processo de classificação e cada categoria

contemplada pelo sistema são descritos de forma sucinta; e

[ii] - síntese da classificação obtida, que é o resumo do estado detectado para o conjunto de atributos, o que justifica a inserção do edifício nas categorias nacional e regional.

2.3. ROTINA PARA VERIFICAÇÃO DA VALIDADE DO CERTIFICADO EMITIDO

Retomando o que já foi apresentado no capítulo “1 INTRODUÇÃO”, edifício de escritórios é atualmente conceituado como sendo o ambiente adequado ao desenvolvimento dos negócios e parte integrante destes, o que exige que esses edifícios acompanhem as evoluções tecnológicas, de materiais construtivos, de conceitos arquitetônicos e de estruturas organizacionais do trabalho, bem como os movimentos dos centros de negócio dentro da malha urbana, para que possam atender da melhor forma seus ocupantes. Isto evidencia a precibilidade da qualidade dos prédios de escritórios.

Daí resulta a necessidade de se estabelecer prazo de validade para o certificado que exprime a qualidade precível do edifício.

O prazo de validade foi estabelecido como sendo de 3 (três) anos a partir da data da certificação. Este prazo coincide com o prazo definido para aferição do sistema de classificação, o que está apresentado no próximo subitem. Em linhas gerais, este prazo é função do tempo necessário para reconhecimento de novos padrões (tecnológicos, construtivos, arquitetônicos, organizacionais, de localização) pelo mercado somado ao tempo médio necessário para idealização, concepção e implantação de um edifício de escritórios

configurado segundo esses novos padrões.

Expirado o prazo de validade, o edifício de escritórios deve ser novamente submetido ao sistema de certificação para verificação de sua inserção no sistema de classificação. A rotina de análise é a mesma percorrida para obtenção do primeiro certificado e novo certificado da qualidade do edifício de escritórios é, então, emitido pelo NRE / POLI / USP.

2.4. MECANISMOS PARA ATUALIZAÇÃO DO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO

O sistema de classificação, subsistema do sistema de certificação, analogamente ao certificado emitido para determinado edifício de escritórios, também é perecível.

No entanto, os procedimentos para sua atualização não são tão simples quanto aqueles descritos para verificação da validade da certificação, que nada mais é que a reaplicação do processo de classificação ao prédio analisado.

Dada a complexidade envolvida para atualização do sistema de classificação, ela é subdividida em duas etapas:

- [i] - aferição do sistema de classificação, e
- [ii] - refazimento do sistema de classificação.

A aferição do sistema de classificação se dá através de sua análise e eventual alteração das fronteiras das categorias que compõem as duas

escalas de classificação (regional e nacional).

As intervenções no sistema de classificação para seu refazimento são mais profundas e constam de: [ii.a] - inserções e/ou eliminações de atributos, com seu respectivo fator de importância relativa, na matriz de atributos; [ii.b] - redefinição do fator de importância relativa dos atributos e dos grupos / sistemas em que eles estão organizados, inicialmente contemplados na matriz de atributos e que serão mantidos; e [ii.c] - redefinição das escalas de classificação. Dessa forma, o refazimento do sistema de classificação (matriz de atributos e escalas de classificação) inclui também as intervenções realizadas na etapa de aferição deste sistema (somente nas escalas de classificação). Então, quando o sistema de classificação estiver sendo refeito, ele estará simultaneamente sendo aferido.

Os procedimentos seguidos para a aferição do sistema são, portanto, mais simples que aqueles exigidos para seu refazimento. Conseqüentemente, o sistema é aferido num prazo relativamente curto, aqui definido como 3 (três) anos após sua elaboração inicial ou após cada refazimento, enquanto o prazo estabelecido para seu refazimento é 6 (seis) anos.

Os prazos, aqui estabelecidos de acordo com a percepção do comportamento do mercado pelo NRE / POLI / USP, são função da velocidade com que se dão as transformações na sociedade e, por isso, podem ser futuramente alterados.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A grande diversidade de classificações atualmente empregadas no mercado imobiliário para fazer referência à qualidade de edifícios de escritórios despertou o interesse por esse assunto.

Estudos realizados no mercado, nacional e internacional, de edifícios de escritórios explicitaram a ausência de critérios sólidos a serem seguidos para emissão dessas classificações, sendo elas, então, resultantes de julgamentos casuais e particulares das empresas / indivíduos envolvidos com o prédio em análise.

Assim, ficou corroborada a conveniência de se ter um sistema de classificação para hierarquizar o mercado de edifícios de escritórios de forma criteriosa, única e sem viés. Além disso, este sistema também deveria considerar a percibibilidade da qualidade dos edifícios em questão.

Este sistema de classificação de edifícios de escritórios foi elaborado atendendo os requisitos citados, com aplicação adequada a todo mercado brasileiro.

A partir da operação do referido sistema, o serviço de certificação da qualidade do produto em questão começou a ser oferecido ao mercado de edifícios de escritórios no Brasil pelo NRE / POLI / USP, a partir

do segundo semestre de 2004.

Assim, este sistema de classificação repercutirá nesse segmento do mercado imobiliário através da melhoria da qualidade das informações produzidas a respeito de seus prédios. Resta ao mercado adotá-lo para contribuir para sua própria evolução. Neste sentido, diversos participantes desse mercado, conscientes dessa carência, deram o primeiro passo, ao colaborarem com a pesquisa e se interessarem pelo resultado da mesma. Além disso, tem-se o seguinte quadro representativo da quantidade de edifícios de escritórios submetidos ao sistema do NRE / POLI / USP em seus dez primeiros meses de operação, bem como as classificações regionais emitidas (cidade de São Paulo):

tabela 3.1.

QUANTIDADE DE ÁREA PRIVATIVA DE EDIFÍCIOS
BRASILEIROS DE ESCRITÓRIOS SUBMETIDOS AO
SISTEMA DO NRE / POLI / USP E CLASSIFICAÇÕES
REGIONAIS EMITIDAS (CIDADE DE SÃO PAULO).

CLASSE	ÁREA PRIVATIVA (M²)
AAA	141.200
AA	19.500
A	142.200
BBB	6.300
BB	-
B	-
C	-
TOTAL	309.200

Quanto às características do sistema de classificação elaborado, além da sua aplicabilidade restrita ao produto edifício de escritórios

localizado no Brasil, é importante realçar a subjetividade intrínseca a ele, bem como sua imparcialidade.

Este sistema de classificação reflete a opinião subjetiva da instituição emissora do certificado, ainda que tenha componentes e fundamentos objetivos.

Neste sentido, a inserção do edifício em determinada categoria é objetiva, pois é resultado do enquadramento, na escala de classificação, da pontuação gerada pela matriz de atributos.

Por outro lado, o preenchimento da matriz de atributos é subjetivo, pois, apesar de existirem critérios para conduzi-lo, ele envolve julgamento.

Também não são cartesianos os procedimentos seguidos para a elaboração dessa matriz e das escalas de classificação, uma vez que a estruturação destas resultou de arbitragem inicial seguida de validação e calibragem.

No entanto, tal matriz foi estruturada buscando-se imparcialidade, com apoio na opinião prevalente detectada entre participantes do mercado em questão, que foi aceita como válida, a menos de alguns ajustes.

Ainda visando a imparcialidade deste sistema, foi estabelecido o comitê de classificação. Este é o responsável pelo parecer sobre a classificação do edifício. Assim, a subjetividade é transferida para o âmbito da instituição, desvencilhando-se do indivíduo que primeiramente julga o edifício através do preenchimento da matriz de

atributos. Como a instituição tem atuação independente no mercado de edifícios brasileiros de escritórios, apesar de opinativa, a classificação por ela emitida é imparcial.

Em suma, a nota atribuída ao edifício analisado representa a opinião imparcial e sustentada da instituição a partir da aplicação de modelos e critérios desenvolvidos no seu ambiente.

Por último, restam dois comentários importantes sobre tais modelos e critérios:

[i] - eles são particulares à instituição e, por isso, a classificação por ela emitida não deve ser comparada com classificações emitidas por outras instituições ou em outros países;

[ii] –da mesma forma que procedem as agências classificadoras de risco, estes modelos e critérios não estão disponíveis para o público e são mantidos sob sigilo, uma vez que não é objetivo da instituição estabelecer cartilha para projetos de edifícios de escritórios no Brasil, mas somente prestar o serviço de classificá-los.

3.1. EXPANSÃO DA APLICABILIDADE DO SISTEMA

Este sistema de classificação de edifícios de escritórios no Brasil foi concebido para aplicação direcionada e exclusiva a tal produto situado em qualquer parte do território brasileiro.

No entanto, toda a metodologia empregada para elaboração deste sistema pode ser, após adaptação, novamente aplicada nesse mesmo nicho de mercado em outros países ou em outros nichos de mercado (hotel, shopping center, edifício residencial, etc.) no Brasil ou no

exterior, para elaboração de sistemas de classificação de cada produto em cada país.

A adaptação necessária é evidente: o referencial da qualidade a ser empregado nas análises da qualidade deve ser correta e especificamente definido para cada caso. O ponto de vista do usuário de cada produto deve ser considerado e a seleção do grupo a ser envolvido nas pesquisas (participantes de cada mercado) deve ser cuidadosa.

Assim, considerados tais ajustes, a metodologia aqui apresentada está pronta para elaboração de sistemas equivalentes de classificação de outros produtos da construção civil, no mercado brasileiro ou internacional.

REFERÊNCIAS E BIBLIOGRAFIA

- BUILDING OWNERS AND MANAGERS ASSOCIATION (BOMA) INTERNATIONAL. EUA. **Building classifications**. Disponível em: <<http://www.boma.org/classes.htm>>. Acesso em: 14 de jun.2002.
- COLWELL, P. F.; SAX, S. W.; SAX, T. F. Toward more accurate class designations. **Illinois Real Estate Letter**, v.16, n.1, p.1-4, Spring/Summer 2002.
- DATABOLSA: Publicação da Bolsa de Imóveis do Estado de São Paulo. São Paulo: Bolsa de Imóveis do Estado de São Paulo, n.28, jan. 2002. Publicação eletrônica disponível em: <<http://www.bolsadeimoveis-sp.com.br>>. Acesso em: 06 ago. 2002.
- MARKET MONITOR: National real estate index. San Francisco: CB Richard Ellis, v.58, 2000. Publicação eletrônica disponível em: <<http://www.realestateindex.com>>. Acesso em: 25 jun. 2002.
- MARKETBEAT SERIES – AMÉRICA DO SUL. São Paulo: Cushman & Wakefield Semco, jan. 2001. Publicação impressa e eletrônica disponível em: <http://www.cushwake.com.br/publicacoes/MarketBeat_Portugues.pdf>. Acesso em: 24 jun. 2002.
- PERFIL IMOBILIÁRIO. São Paulo: Jones Lang LaSalle, n.3, out. 2001. Publicação eletrônica trimestral disponível em: <<http://www.joneslanglasalle.com.br>>. Acesso em: 05 jul. 2002.
- RELATÓRIO DE MERCADO IMOBILIÁRIO CORPORATIVO 2002 - BRASIL. Brasil: Colliers International, mar. 2002. Publicação eletrônica disponível em: <<http://www.colliersmn.com>>. Acesso em: 04 jul. 2002.

ROCHA LIMA JR., J. **Qualidade na construção civil - conceitos e referenciais**. 1993. 23p. Boletim Técnico (BT/PCC/120) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1993.

ROWE, G.; WRIGHT, G. The Delphi technique as a forecasting tool: issues and analysis. **International Journal of Forecasting**, v.15, n.4, p.353-375, October 1999. Disponível em: <<http://www.elsevier.com/locate/ijforecast>>. Acesso em: 21 jan. 2002.