

MICHAEL WILLY ASMUSSEN

**CICLOS DE OFERTA DE HOSPEDAGEM COMERCIAL
TRANSEUNTE – IMPACTO NA RENTABILIDADE DOS
INVESTIMENTOS EM EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS**

**Dissertação apresentada à Escola
Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do
Título de Mestre em Engenharia**

**São Paulo
2004**

MICHAEL WILLY ASMUSSEN

**CICLOS DE OFERTA DE HOSPEDAGEM COMERCIAL
TRANSEUNTE – IMPACTO NA RENTABILIDADE DOS
INVESTIMENTOS EM EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS**

**Dissertação apresentada à Escola
Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do
Título de Mestre em Engenharia**

**Área de Concentração:
Engenharia de Construção
Civil e Urbana**

**Orientador:
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.**

**São Paulo
2004**

AGRADECIMENTOS

Ao amigo e orientador Prof Dr. João da Rocha Lima Jr., que me revelou o caminho da Escola Politécnica e da vida acadêmica, pelas diretrizes sólidas, contribuições estimulantes e por acreditar.

Aos amigos e professores do Núcleo de Real Estate por seu apoio, ajuda e incentivo permanente.

À minha família por entender a importância deste projeto, contribuindo com logística, estímulo e bom humor.

RESUMO

Tomando o ciclo de desenvolvimento da oferta de hospedagem comercial transeunte como hipótese, esta dissertação tem por objetivo discutir e avaliar o impacto do ponto de inserção do empreendimento no ciclo na rentabilidade dos investimentos hoteleiros. Além de uma revisão da literatura sobre ciclos de oferta de *real estate* em geral e de oferta hoteleira, em particular, assim como sobre estudos de mercado e de viabilidade para hotéis, o trabalho também discute os conceitos de conjunto competitivo e de inserção e penetração de mercado. Metodologia atual de planejamento estratégico para hotéis e suas tendências são também avaliadas e discutidas. O trabalho demonstra uma expressiva relação causal entre o ponto de inserção do empreendimento ao longo do ciclo de oferta e sua rentabilidade e discute formas de contemplar formalmente este impacto em análises para inserção de mercado e estudos econômicos destas decorrentes.

ABSTRACT

Taking the transient commercial lodging supply cycle as a hypothesis, this dissertation's objective is to discuss and verify the impact of the insertion point in the supply cycle on the profitability of lodging property investments. Besides a literature review on real estate supply cycles in general, and on lodging supply, in particular, as well as on hotel market and feasibility studies, this work also reviews the competitive set and market insertion and penetration concepts. Current methodology for strategic planning of hotels and its trends are also reviewed and discussed. The work demonstrates an expressive causal relationship between the point of insertion of a property along the length of the supply cycle and its profitability, and discusses means of formally taking this impact into account in market insertion analyses and thereupon based economic studies.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. FUNDAMENTOS.....	5
2.1. Ciclos de oferta de <i>real estate</i>	5
2.1.1. <i>Padrões de comportamento cíclicos na hotelaria</i>.....	11
2.1.2. <i>Reprodutibilidade dos padrões de comportamento cíclicos</i>	21
2.1.3. <i>Especulação sobre a estrutura de ciclos de oferta hoteleiros</i>.....	24
2.1.4. <i>Influência dos ciclos de oferta sobre preços [...]</i>	26
2.2. Planejamento estratégico.....	301
3. IMPACTO NA RENTABILIDADE	36
3.1. O conceito de conjunto competitivo	37
3.1.1. <i>Índice de penetração de mercado</i>.....	39
3.2. O cenário de inserção.....	41
3.3. O protótipo.....	48
3.3.1. <i>O cálculo da rentabilidade</i>.....	51
3.4. Desempenho de referência	52
3.5. Análise de impacto.....	54

3.5.1. Impacto do ponto de inserção no cenário desenho.....	55
3.5.2. Impacto do ponto de inserção em cenários de menor amplitude	57
3.5.3. Impacto do ponto de inserção em cenários com duração diversa.....	61
3.5.4. Síntese dos impactos condicionados pelo desenho de cenário	63
3.5.5. Impacto do regime de penetração com o ponto de inserção.....	64
3.5.6. Impacto de distúrbios nos cenários	66
3.5.7. Fronteiras para otimização do regime de penetração de mercado	67
3.5.8. Impacto adicional sobre o Fundo para Reposição de Ativos	69
4. CONCLUSÕES	71
ANEXO A – INDICADORES DA HOTELARIA.....	75
ANEXO B – GOP.....	83
ANEXO C – PATAMARES DE PREÇO	87
BIBLIOGRAFIA	90

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 2.1 – Hospedagem comercial transeunte em SP.....	13
Gráfico 2.2 – Comportamento de mercado em Boston.....	15
Gráfico 2.3 – Comportamento de mercado em Kansas City.....	16
Gráfico 2.4 – Comportamento de mercado em Los Angeles.....	17
Gráfico 2.5 - Comportamento de mercado em Nashville.....	18
Gráfico 2.6 – Comportamento de mercado em Orlando.....	19
Gráfico 2.7 – Comportamento de mercado em Atlanta.....	20
Gráfico 2.8 – <i>Luxury</i> : Preço médio de transação vs. [...]......	26
Gráfico 2.9 – <i>Upscale</i> : Preço médio de transação vs. [...]......	27
Gráfico 2.10 – <i>Economy</i> : Preço médio de transação vs. [...]......	27
Gráfico 2.11 – <i>Budget</i> : Preço médio de transação vs. [...]......	28
Gráfico 3.1 – Taxa de ocupação no ciclo desenhado.....	43
Gráfico 3.2 – Diária média [R\$] no ciclo desenhado.....	44
Gráfico 3.3 – Repetição do ciclo [taxa de ocupação].....	45
Gráfico 3.4 – Ocupação [...] semestre seis do cenário desenhado.....	53
Gráfico 3.5 – Ocupação [...] semestre 18 do cenário desenhado.....	53
Gráfico 3.6 – Cenários de ocupação.....	55
Gráfico 3.7 – Cenários de diária média.....	56
Gráfico 3.8 – TRR em função do ponto de inserção.....	57
Gráfico 3.9 – TRR em função [...] durações variadas.....	59

Gráfico 3.10 – TRR em função [...] durações proporcionais.....	60
Gráfico 3.11 – TRR em função da inserção, com variação de IP.....	63
Gráfico 3.12 – Ocorrências de TRR no cenário desenho [...].	64
Figura 2.1 – Mueller: Fases do ciclo.....	6
Figura 2.2 – Mueller: Características do ciclo.....	7
Figura 2.3 – Mueller: Análise do ciclo de mercado.....	8
Figura 2.4 – PricewaterhouseCoopers: Demanda EUA.....	9
Figura 2.5 – PricewaterhouseCoopers: Média diária pernoites.....	10
Figura 2.6 – Ilustração esquemática [...] ciclo de oferta hoteleira.....	11
Figura 2.7 – Ilustração esquemática [...] oferta e demanda.....	25
Figura 2.8 – Cenários desenhados com perenização dos padrões [...].	33
Figura 3.1 – Hotéis da faixa <i>Top</i> em São Paulo.....	39

LISTA DE TABELAS

Quadro 2.1 – Síntese das condicionantes dos movimentos cíclicos.....	24
Quadro 2.2 – Síntese dos impactos do preço no comportamento.....	29
Quadro 3.1 – Estrutura do cenário-base de inserção.....	41
Quadro 3.2 – Configuração do ciclo completo.....	42
Quadro 3.3 – Condições de inserção do protótipo.....	46
Quadro 3.4 – Características físicas do protótipo.....	47
Quadro 3.5 – Estrutura econômica do protótipo.....	48
Quadro 3.6 – Desempenho operacional e rentabilidade [...].....	50
Quadro 3.7 – Taxa de recuperação da capacidade de investimento.....	51
Quadro 3.8 – Recuperação da capacidade de investimento à [TRR].....	54
Quadro 3.9 – Cenários para inserção do protótipo.....	55
Quadro 3.10 – Amplitude dos cenários de inserção.....	56
Quadro 3.11 – Perfil de recuperação [...] à [TRR].....	57
Quadro 3.12 – Recuperação da capacidade [...] à [TRR].....	58
Quadro 3.13 – Síntese de desempenho para os cenários testados.....	61
Quadro 3.14 – Fronteiras para investimento adicional [...].....	65
Quadro 3.15 – Penetração de mercado, Ano 01.....	74
Quadro 3.16 – Penetração de mercado, Ano 02.....	75
Quadro 3.17 – Ano 02: Qualidade relativa das vendas [...].....	77
Quadro 3.18 – Ano 02: RevORC e Índice de Qualidade [...].....	78

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>Average Daily Rate</i>
CapEx	<i>Capital Expenditures</i>
EBI	Empreendimento de Base Imobiliária
EUA	Estados Unidos da América
FRA	Fundo de Reposição de Ativos
GOP	<i>Gross Operating Profit</i>
GOPPAR	<i>GOP Per Available Room</i>
IBITDA	<i>Income Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
ID.GOPPAR	<i>Investment Driven GOP Per Available Room</i>
ID.RevPAR	<i>Investment Driven Revenue Per Available Room</i>
IP	Índice de Penetração de Mercado
IPE	Índice de Penetração de Mercado Estabilizado
IPI	Índice de Penetração de Mercado Inicial
MLP	Média de Longo Prazo
NOI	<i>Net Owner Income</i>
PIB	Produto Interno Bruto
RevORC	<i>Revenue On Room Cost</i>
RevPAR	<i>Revenue Per Available Room</i>
RODi	Renda Operacional Disponível
ROL	Renda Operacional Líquida
TAT	Taxa de Atratividade
TRCI	Taxa de Recuperação da Capacidade de Investimento
TRR	Taxa de Retorno [no sentido restrito]
V₀	Valor no momento inicial
VOI	Valor da Oportunidade de Investimento

1. INTRODUÇÃO

Nos mercados de hospedagem comercial transeunte, as taxas de crescimento da oferta e da demanda raramente são aderentes. Evidências de comportamentos de mercados, colhidas nas últimas décadas, indicam que a intensidade e o sentido do descolamento entre as duas velocidades de crescimento tende a variar ciclicamente. Tipicamente – em uma das fases desse aparente ciclo – a produção de oferta de apartamentos é acelerada e se descola rapidamente do padrão de crescimento natural¹ da demanda, até o ponto em que o resultante excesso de oferta gradualmente se torna evidente aos investidores atuantes neste mercado. Como o ciclo de implantação de um empreendimento hoteleiro é longo², a inércia deste processo de desenvolvimento de oferta é mais significativa do que em outros setores da construção civil – como, por exemplo, o de edificações comerciais, onde o ciclo de produção pode durar menos de dois anos –, e o mercado ainda continua a receber novos apartamentos por um prazo substancialmente longo após aquela sinalização de eminente excesso de oferta. O resultado usualmente é uma saturação de oferta mais intensa do que a observável em outros ramos de empreendimentos de base imobiliária. Na fase inversa do processo, a produção de oferta nova de apartamentos é crescentemente escassa – investidores do setor, em geral ainda impactados por efeitos da fase anterior, se afastam de investimentos hoteleiros – e resulta uma gradual diminuição do descolamento entre a demanda e a oferta no setor. Quando esta evolução atinge o nível em que o crescente desequilíbrio – agora no sentido inverso – entre oferta e

¹ Há evidências de que, em condições econômicas estruturais e conjunturais estáveis, a demanda por hospedagem comercial transeunte – em centros urbanos – tende a evoluir como função da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto **[PIB]** do país, estado ou região. Especula-se que – para taxas de crescimento de **[PIB]** acima de um determinado patamar [possivelmente 4 ou 5% ao ano] – a demanda evolua a taxas crescentemente maiores do que as do **[PIB]**. Um fator próximo a 2,0 pode ser uma possível fronteira para esta relação causal – os países conhecidos como ‘tigres asiáticos’ registraram padrões de crescimento sustentado de demanda por hospedagem comercial transeunte ao redor de 20% ao ano, no período em que seus **[PIB]**’s cresceram a taxas entre 10 e 12% ao ano. Inversamente, tem sido observado crescimento nulo – ou até queda efetiva – na demanda para crescimentos de **[PIB]** abaixo daquele patamar. A cidade de São Paulo, entre 1999 e 2002, foi um exemplo desta relação. (experiência de mercado do autor)

² Tipicamente, o ciclo completo pode durar de três a quatro anos, incluindo as fases de planejamento, projetos e aprovações. A produção em si [construir, equipar e colocar em operação] pode consumir de dezoito a trinta e seis meses daquele prazo total.

demanda resulta em um crescimento substancial nas diárias praticadas pelos hotéis, causando, como resultado do conseqüente aumento de receita, um incremento na atratividade de investimentos hoteleiros naquele mercado, verifica-se um renovado interesse de investidores por hotéis. A entrega de novos apartamentos ao mercado, entretanto, em geral, só começa a ocorrer após dois ou três anos, como resultado [i] do hiato entre a sinalização do aumento da atratividade e a reação de investidores no setor e [ii] do prazo, relativamente longo, necessário para planejar, projetar, aprovar e produzir novos empreendimentos. Durante este período, induzidos pela condição descrita acima, novos projetos continuam a ser planejados, projetados e aprovados e o início de suas construções, em geral, ocorrem ainda antes do início das entregas dos novos apartamentos cuja implantação foi iniciada anteriormente.

Admitindo que este comportamento aparentemente cíclico de fato ocorra e ainda, que se repita seqüencialmente, parece razoável supor que empreendimentos que iniciem sua operação em diferentes momentos deste ciclo registrem padrões de rentabilidade distintos entre si. Em outras palavras, pode existir uma relação causal entre o ponto de inserção de um empreendimento no ciclo de oferta e seu padrão de rentabilidade. Ao mesmo tempo, é possível que esta relação de causa e efeito seja mensurável e que haja um padrão de homogeneidade e consistência matemática nesta relação causal.

Sem furtar-se a uma discussão acadêmica do comportamento cíclico de mercados de *real estate*³ em geral – e do mercado hoteleiro em particular – este trabalho tem por objetivo, principalmente, qualificar e quantificar o eventual impacto do ponto de inserção em um ciclo de oferta sobre o padrão de rentabilidade de empreendimentos hoteleiros. Para tanto foi construída uma estrutura de cenário que possibilita simular diversas configurações de cenários de comportamento cíclico de desempenho, para um mercado hipotético, e um protótipo de empreendimento hoteleiro com o qual é possível ensaiar inserções em qualquer ponto daqueles cenários e avaliar o padrão de rentabilidade resultante.

³ O termo – que é amplamente difundido nos meios acadêmicos e profissionais ligados ao setor – define o que, em Português, mais proximamente poderia ser caracterizado por ‘bens de raiz’. Na acepção habitual, *real estate* abrange todas as formas de bens imóveis, incluindo os que, aqui no país definimos como ‘empreendimentos de base imobiliária’ [EBI], na medida

Desta forma, o trabalho não se propõe a discutir em profundidade as características próprias dos ciclos de oferta – hoteleiros ou outros – ou mesmo a possibilidade de se construir cenários de eventuais ciclos futuros com alguma probabilidade de se concretizarem. O autor apenas propõe uma série de cenários hipotéticos – que não têm pretensão alguma de representar expectativas de comportamento específicas de qualquer ambiente de mercado real, em qualquer lugar – para instruir a discussão de eventuais impactos de uma série de diferentes condições de inserção de um protótipo de empreendimento hoteleiro naqueles cenários de comportamento, se tais cenários hipoteticamente ocorressem. O cerne da discussão coalesce, portanto, para a análise da relação causal entre a dimensão tempo, no ciclo hipotético, e os resultantes padrões de rentabilidade do empreendimento hoteleiro, também hipotético.

Uma das alternativas inicialmente avaliadas pelo autor, foi utilizar o comportamento de mercado hoteleiro da cidade de São Paulo na última década – para o qual há dados de 1996 até o presente (Asmussen & Associados) – como cenário-modelo para as análises de impacto. Entretanto, os dados disponíveis para São Paulo abrangeriam, na melhor hipótese, apenas uma parte de um ciclo – se, de fato, há um comportamento cíclico na cidade [vide Gráfico 2.1 à página 13 adiante]. Constatação semelhante se fez ao avaliar dados disponíveis para os grandes mercados metropolitanos do EUA [vide conjunto de gráficos às páginas 15 a 20 adiante]. A opção por utilizar o cenário hipotético foi tomada também por privilegiar, esta alternativa, o enfoque acadêmico e didático dos ensaios: a análise dos impactos em um ambiente de laboratório, sem os quase certamente inevitáveis distúrbios que afetam o comportamento de um mercado em condições reais é mais rica, informativa e conclusiva. Naturalmente, também realizaram-se ensaios com cenários submetidos a distúrbios em seus padrões de comportamento, de forma complementar, mas os ensaios básicos permitiram avaliar com maior rigor os impactos pretendidos.

Espera-se que a divulgação deste trabalho estimule acadêmicos e profissionais do meio hoteleiro – empreendedores, investidores e consultores – e seus financiadores, a

em que sua finalidade fim não é o uso do imóvel, mas a atividade que nele se desenvolverá. Os empreendimentos hoteleiros se incluem nesta última classificação.

refletirem sobre suas conclusões, levando-os a rever procedimentos de planejamento de forma que venham a contemplar formalmente o impacto aqui analisado.

O objetivo acadêmico desta dissertação é estimular a discussão em torno dos fatores determinantes do desempenho mercadológico dos empreendimentos hoteleiros e suas relações causais com a rentabilidade do negócio, visando – a médio e longo prazo – promover a ampliação do corpo de conhecimento do setor e a melhora das técnicas de planejamento e análise. A consequência poderá ser uma elevação substantiva dos padrões de confiabilidade do processo de análise para inserção de mercado e demais instrumentos de planejamento para investimentos em empreendimentos hoteleiros e outros, de base imobiliária.

2. FUNDAMENTOS

Dois temas atuais são os vetores que fundamentam este trabalho: [i] o conceito de comportamento cíclico de mercados de *real estate* e, em particular, o de hospedagem comercial transeunte e [ii] o entendimento acadêmico e profissional de planejamento estratégico de empreendimentos hoteleiros. Para adequadamente emoldurar a análise de impacto que se segue no Capítulo 3, a revisão destes dois temas se faz necessária.

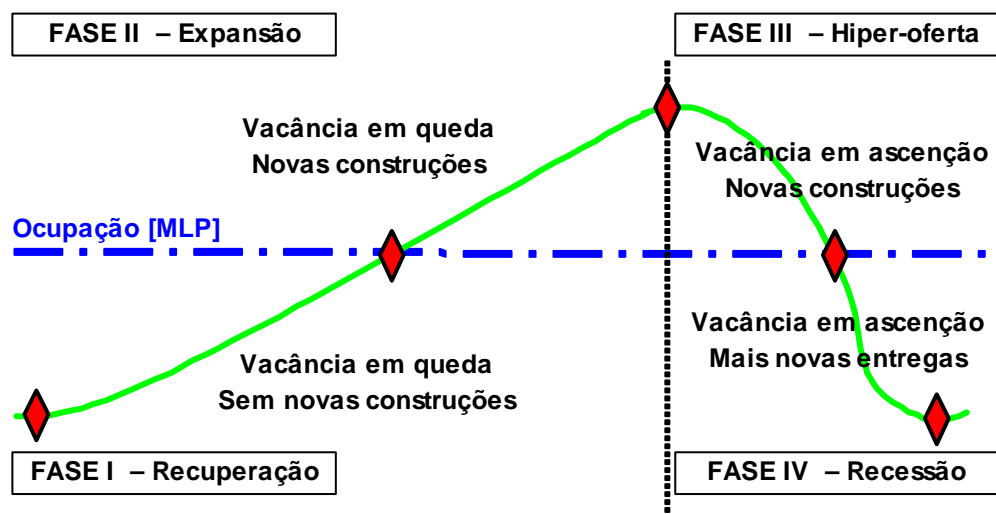
2.1. Ciclos de oferta de *real estate*

O tema dos ciclos de evolução da oferta de *real estate* é tratado amplamente em textos acadêmicos e é regularmente objeto de artigos em publicações especializadas, (Wheaton 1987, Grenadier 1995, Brown e Liu 2001) que já não discutem mais a ocorrência dos ciclos, mas suas origens, características e efeitos. (Hendershott 1995, Gebler e Burns 1982)

Ao longo da última década – com a crescente sofisticação dos métodos de análise e a relativa abundância de dados – tem se formado um consenso acerca das principais características dos ciclos de oferta de *real estate* e, em particular, no que se refere às suas condicionantes. Mesmo no setor específico da hotelaria, onde o tema é tratado com menor frequência, também se verifica um aparente consenso sobre a ocorrência destes ciclos de oferta. (Weaton e Rossoff 1998, Canter e Maher 1998) A maior parte dos autores que abordam este tema dos ciclos de oferta no setor hoteleiro, entretanto, se limitaram à análise de aspectos específicos acessórios – ou resultantes – dos ciclos, evitando o tema mais amplo e complexo que é o perfil desses ciclos. (Cahill 1968, Gallagher e Mansour 2000)

Cumprindo ainda registrar que a **Legg Mason Wood Walker, Incorporated (LMWW)** publica trimestralmente o **Real Estate Market Cycle Monitor**, que acompanha os mercados de *real estate* nos EUA, exatamente sob a ótica dos ciclos de oferta. O Prof. Glenn R. Mueller, Ph.D., da Universidade de Harvard, responsável pelas análises, classifica os ciclos em quadrantes: Recuperação, Expansão, Hiper-oferta e Recessão. Estas quatro fases do ciclo, segundo Mueller, se desenvolvem em torno do que ele define como a média de longo prazo **[MLP]** – que, para o setor hoteleiro,

referir-se-ia à taxa de ocupação. Não está claro se Mueller propõe esta linha como uma média móvel – de dez anos, por exemplo – das ocupações anuais, como uma espécie de mediana, ou se deve ser tomada apenas como um referencial, indicando um possível nível de equilíbrio. Optamos por adotar esta última interpretação. A [Figura 2.1] abaixo ilustra esta conceituação proposta pelo Mueller.



Fonte: Mueller, Real Estate Finance, 1995

Na figura acima Mueller descreve as características de comportamentos do mercado no ciclo que, traduzidas para o contexto hoteleiro, seriam assim caracterizadas:

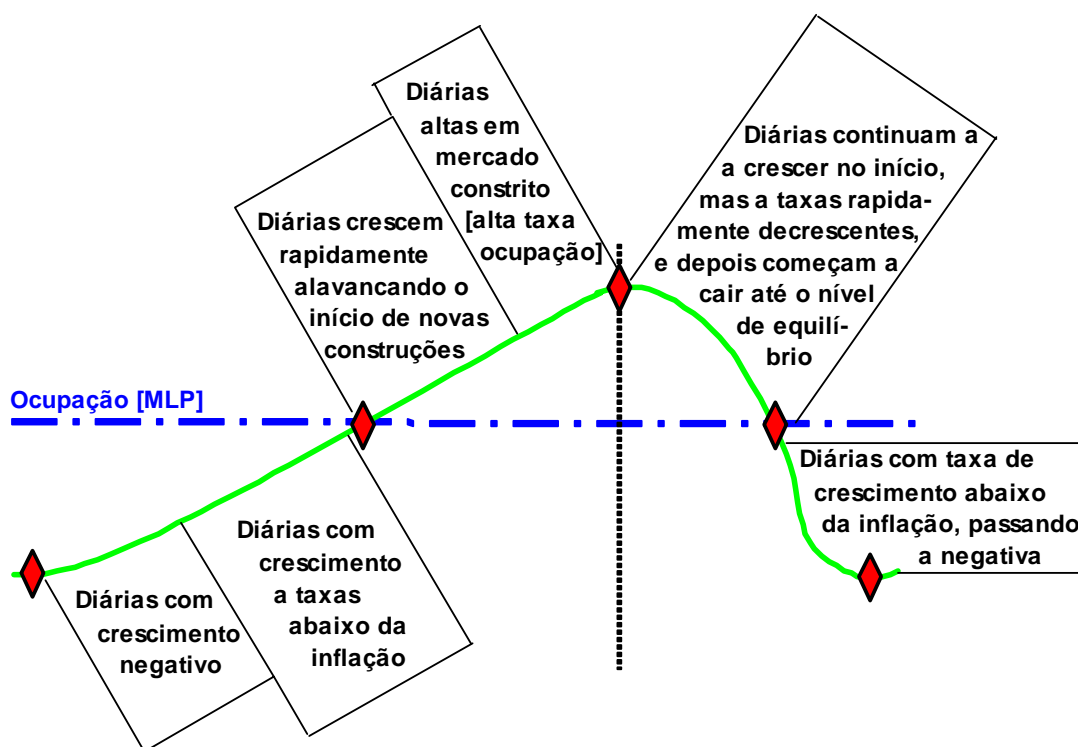
I – **[FASE DE RECUPERAÇÃO]:** [i] crescimento de diárias inicialmente a taxas abaixo da inflação, mas tendendo a rapidamente aumentar seu ritmo de crescimento para recuperar a substância perdida nas fase III e IV, atingindo, ao fim da fase, um nível, a partir do qual, começa a ser possível viabilizar novas construções – possivelmente algo próximo à diária de equilíbrio⁴ e [ii] taxas de ocupação evoluindo de seu ponto mais baixo até a média de longo prazo [MLP], ao fim da fase;

II – **[FASE DE EXPANSÃO]:** [i] um crescimento de diárias a taxas inicialmente ainda altas, mas tendendo a diminuir rapidamente até o fim da fase, à medida em que o mercado começa a receber as novas construções e [ii] taxas de ocupação mantém o ritmo de crescimento da fase anterior, até o início da entrega das novas construções, quando a taxa de crescimento começa a se reduzir, chegando a zero ao fim da fase;

⁴ Vide discussão deste tema no Capítulo 3, no Item 1, à página 41.

III – **[FASE DE HIPER-OFFERTA]**: depois de atingido o que Muller caracteriza como ‘ponto de equilíbrio’⁵ entre oferta e demanda, verifica-se [i] a inversão da evolução das diárias, que tenderão a retornar ao nível supostamente de equilíbrio, atingido ao fim da fase I e [ii] o início da queda da taxa de ocupação, que também deverá atingir, ao fim da fase, sua média de longo prazo; e

IV – **[FASE DE RECESSÃO]**: nesta última fase continua [i] crescimento negativo das diárias – agora em ritmo gradualmente mais intenso – até atingir seu nível mais baixo, ao fim da fase, e [ii] também a continuação da queda da taxa de ocupação, a taxas gradualmente mais baixas, até também atingir, ao fim da fase, seu nível mais baixo do ciclo. Desta fase, o ciclo retoma a fase inicial **[FASE DE RECUPERAÇÃO]**.

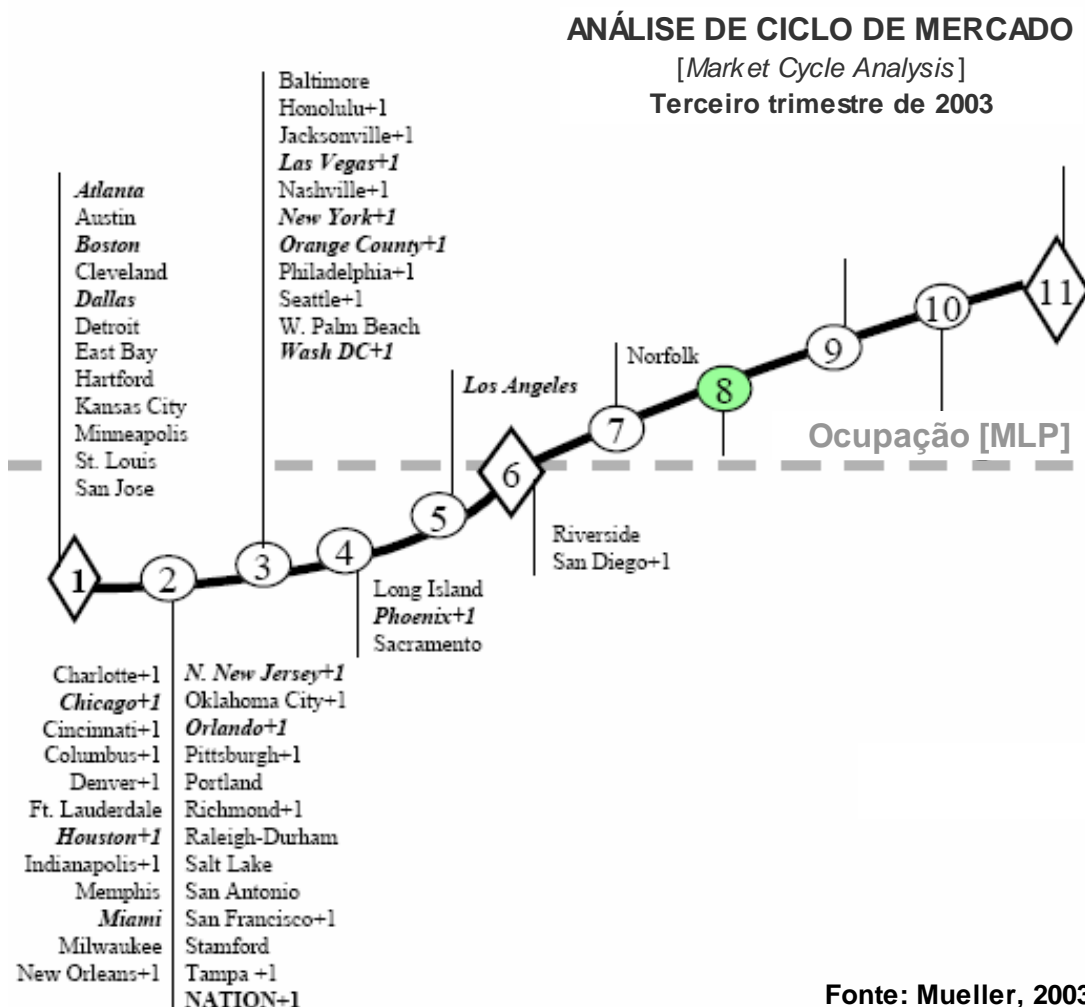


Fonte: Mueller, Real Estate Finance, 1995

A figura acima ilustra aquele comportamento das diárias para os subseqüentes níveis de ocupação [curva verde], nas quatro fases do ciclo completo de Mueller.

⁵ É questionável se este ponto do ciclo efetivamente pode ser caracterizado como sendo de equilíbrio – mais apropriado, provavelmente, seria defini-lo como o ponto de inversão [*the turning point*], na medida em que não ocorre um equilíbrio, em seu sentido estático, mas simplesmente a inversão da tendência de evolução do mercado.

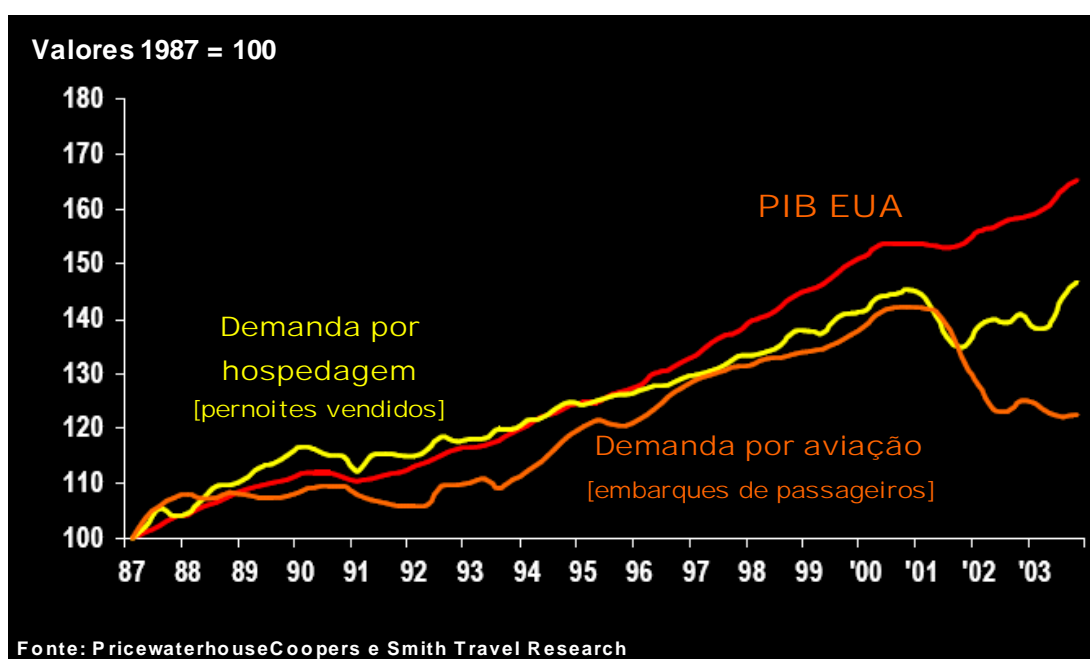
A análise trimestral de Mueller ainda destaca, para cada tipo de *real estate*, o ponto do ciclo em que se encontra cada um dos principais mercados do país. A ilustração abaixo mostra esta análise, para o setor hoteleiro, para o terceiro trimestre de 2003.



Adotamos neste trabalho o conceito de taxa de ocupação média de longo prazo [MLP] de Mueller como referência para a variação da oferta em relação à sua respectiva demanda. Entendemos que o descolamento – ou compressão – da oferta em relação à sua respectiva demanda oscila em torno daquela [MLP].

No contexto da ilustração acima de Mueller, importa enfatizar que comportamentos cíclicos em mercados de *real estate* – se admitirmos, por hipótese, que ocorram – são eminentemente propellidos a condicionantes locais de mercado. (Rocha Lima, 2004) Isto não significa dizer que não haja influência de fatores macro-econômicos sobre o comportamento dos mercados – apenas que, em uma determinada conjuntura macro-

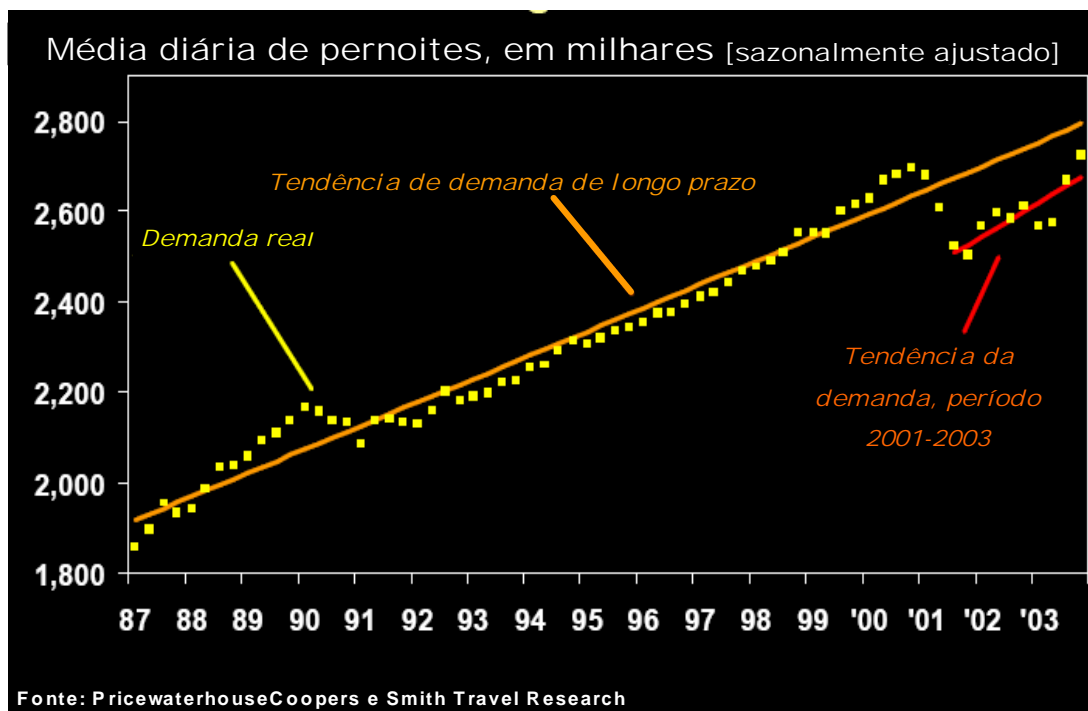
econômica, será possível encontrar cidades com comportamentos cíclicos distintos uma das outras. A figura à página 8 acima, ilustra esta condição, com várias cidades em pontos diferentes do ciclo – embora praticamente todas se encontrem na primeira fase do ciclo **[FASE DE RECUPERAÇÃO]**. Esta condição específica resulta da baixa geral do mercado hoteleiro – e de turismo em geral –, causada pelo atentado de 11 de setembro de 2001, das conseqüências do qual o mercado hoteleiro dos EUA apenas começou a se recuperar a partir de meados de 2003. (PricewaterhouseCoopers, 2004)



A figura acima ilustra o forte impacto causado – especificamente ao setor de viagens e lazer [*Travel & Leisure*], no qual a hotelaria é parte fundamental – pelo atentado de 11 de setembro de 2001. Enquanto se percebe nitidamente que a economia norte americana sofreu apenas marginalmente um impacto – mal houve queda perceptível de desempenho – este não foi o caso para o setor hoteleiro, que sustentou perdas substantivas, embora o setor de aviação tenha sofrido um impacto ainda mais forte.

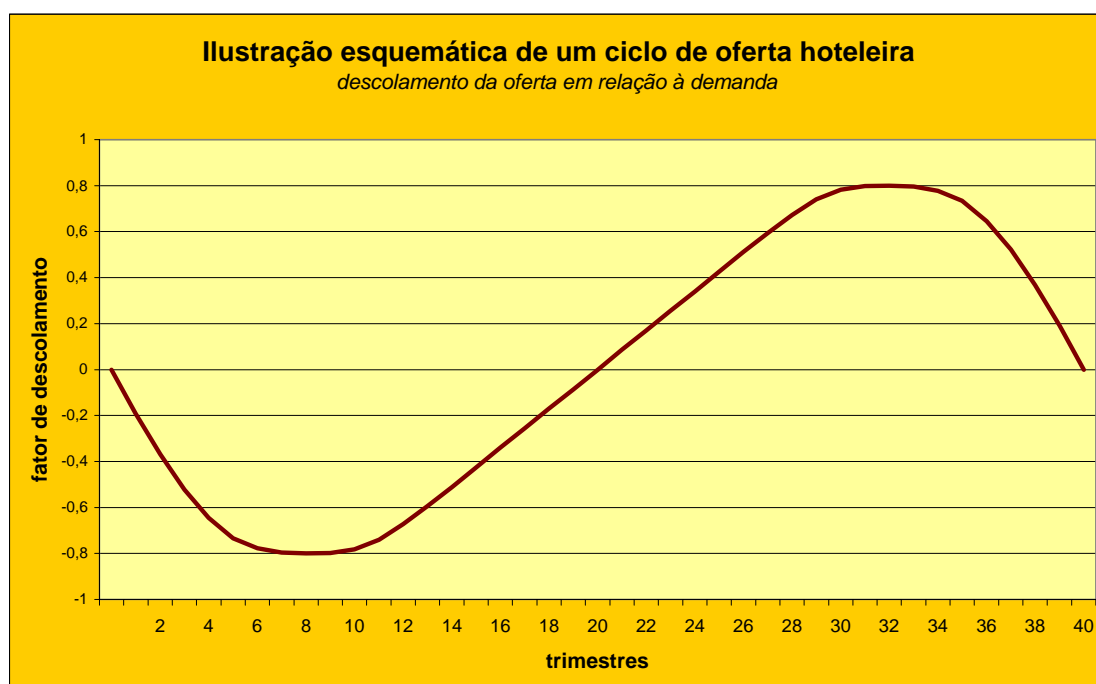
A figura à página 10 a seguir ilustra o conceito discutido acima, de demanda média de longo prazo. Vale notar que, embora o atentado de 11 de setembro de 2001 tenha causado um aparente deslocamento da **[MLP]** para uma nova posição – paralela à que vinha sendo registrada até então, porém aproximadamente 160 mil pernoites diários mais baixa –, já se percebe um tendência bastante convincente de retorno ao nível

anterior, que vinha evoluindo desde 1987. Possivelmente, em alguns anos, este deslocamento poderá ser percebido como um simples desvio da [MLP], semelhante – embora significativamente mais intenso – aos anteriormente registrados em 1990 e, mais recentemente, em 2001 [até imediatamente antes do atentado].



A figura à página 11 seguinte ilustra esquematicamente o possível formato de uma curva retratando conceitualmente a evolução de um ciclo de oferta completo – sua forma é semelhante à proposta por Mueller. O ‘fator de descolamento’ da ilustração é simplesmente um recurso didático que indica a intensidade do descolamento. Os valores extremos deste ‘fator’ seriam as respectivas fronteiras para o descolamento da oferta em relação à demanda. Assim, valores de ‘fator’ próximos a 1,00 indicariam um comportamento de mercado em que a oferta está em seu limite superior de descolamento da demanda e, conseqüentemente, a taxa de ocupação estaria em seu patamar mais baixo. Inversamente, para valores próximos a -1,00 o descolamento da oferta estaria em seu limite inferior em relação à demanda e a respectiva taxa de ocupação em seu patamar mais alto. Por hipótese, a rampa ascendente desta curva, que corresponde à fase em que se verifica um crescimento da oferta em ritmo mais intenso que o de sua respectiva demanda – induzido pela alta atratividade de investimentos hoteleiros –, é mais alongada e menos íngreme,

representando um processo orgânico de produzir nova oferta. Por outro lado, a rampa descendente da curva haverá de ser mais inclinada, na medida em que é insustentável, no médio prazo, operar um empreendimento com resultado operacional negativo ou nulo. Assim, depois de atingido o ponto máximo de descolamento da oferta em relação à demanda, será substantivamente mais rápida a adequação da oferta à demanda efetiva – fechar empreendimentos é muito mais fácil e menos demorado do que implantar um novo.



2.1.1. Padrões de comportamento cíclicos na hotelaria

No Brasil, existem dados referentes à taxa de ocupação nos principais mercados de hospedagem comercial transeunte desde pouco mais de uma década – ainda assim, os dados disponíveis são de qualidade questionável⁶. Na ausência de uma organização especializada na coleta, análise e divulgação destas informações, os diversos agentes do setor valem-se de recursos independentes para acompanharem seus mercados. Os

⁶ No ramo hoteleiro no Brasil – assim como em muitos dos outros ramos – ainda se observa a prática do obscurantismo no que tange a divulgação de dados relativos ao desempenho. Esta prática tem suas raízes [i] na sonegação de impostos – por recear que órgãos arrecadadores tenham acesso ao desempenho real – e [ii] no entendimento equivocado de que divulgar os dados implica na perda de vantagem competitiva ou estratégica. Assim, em geral, qualquer dado obtido de um proprietário de hotel deve ser tomado com um certo grau de ceticismo.

hotéis das faixas superiores do mercado, por exemplo, circulam entre si informações diárias sobre taxa de ocupação⁷ e diária média⁸ [ADR]. Vários dos diversos escritórios de consultoria que atuam no setor procuram acompanhar o desempenho de alguns segmentos do mercado. A Asmussen & Associados⁹, por exemplo, colhe dados de desempenho mercadológico do setor, na cidade de São Paulo e em outras capitais do país, desde 1994. Os dados assim acessíveis, entretanto, ainda são insuficientes para permitir uma nítida identificação de ciclos de oferta, embora já se consiga antever os contornos iniciais de um eventual ciclo da cidade de São Paulo: há evidências de que será atingido o ápice de descolamento em 2003/04 e que a taxa de ocupação possivelmente não retornará a um nível de descolamento mínimo da oferta em relação à demanda antes de 2012 ou 2014. (Asmussen & Associados) Provavelmente o nível mínimo de descolamento será ao redor de 67% de ocupação – taxa registrada em 1997 – que, para o perfil de mercado¹⁰ atual da cidade, possivelmente é a taxa de ocupação mais alta atingível.

O [Gráfico 2.1] à página 13 seguinte ilustra a evolução da oferta e respectiva demanda por hospedagem comercial transeunte na cidade de São Paulo no período de 1999 a 2003 – dados efetivos do mercado –, com um cenário de evolução até 2008 arbitrado a partir de informações disponíveis acerca de empreendimentos em construção e uma expectativa de crescimento da demanda baseada no padrão histórico de evolução e em um cenário de comportamento da economia de média agressividade. (Asmussen

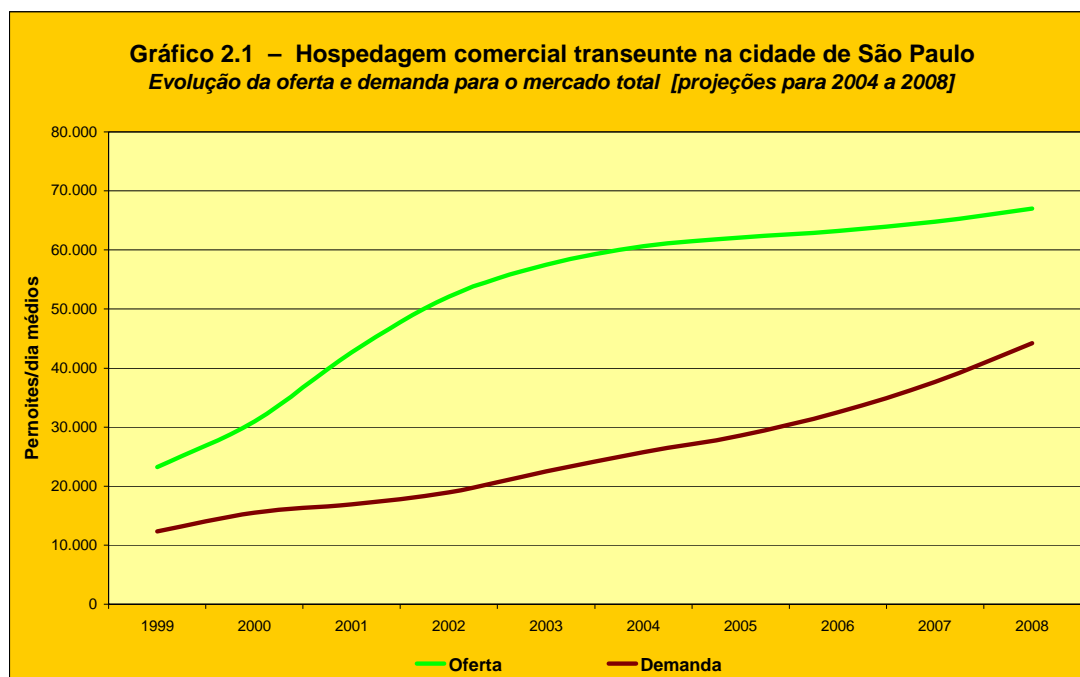
⁷ Taxa de ocupação, na hotelaria, é a razão entre o número de apartamentos vendidos e o número de apartamentos disponíveis para venda [construídos, equipados e em condições de serem alugados] em um determinado período de tempo [dia, mês, ano]. Um apartamento alugado por um período de vinte e quatro horas é designado ‘pernoite’. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo A – Indicadores da hotelaria.

⁸ Diária média, na hotelaria, refere-se ao preço médio auferido no aluguel de apartamentos em um determinado período de tempo [dia, mês, ano] – é o resultado da divisão do total de receita de diárias no período, pelo número de pernoites vendidos no mesmo período. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo A – Indicadores da hotelaria.

⁹ Empresa de consultoria especializada no ramo hoteleiro, atuante no mercado desde 1973.

¹⁰ A cidade de São Paulo, como tantas outras metrópoles, ainda não logrou vender-se também como destino turístico – como ocorre, por exemplo, com a cidade de Nova Iorque. Como conseqüência, a cidade registra taxas de ocupação muito baixas durante os fins de semana. Assim, mesmo com os hotéis praticamente lotados – com hóspedes do segmento de negócios – durante os dias de semana, a taxa média de ocupação da semana não passa de 67 ou 68%. Esta condição, na hotelaria, é conhecida como ‘sazonalidade’ semanal.

& Associados) A arbitragem de evolução da demanda no período 2004 a 2008 inclui um componente de demanda induzida, que é atribuída ao significativo incremento da atratividade mercadológica da cidade, em função da renovação da oferta configurada pela inauguração de uma quantidade substantiva de novos empreendimentos, com elevados padrões de qualidade percebida, nos últimos anos.



O que se depreende da ilustração, é que possivelmente esteja se configurando parte de um ciclo – no qual o padrão de comportamento registrado em 1999 poderia ser considerado um ponto de relativo equilíbrio. Em 1999, registrou-se uma demanda de pouco mais de doze mil pernoites por dia, em média, no mercado total da cidade, para uma oferta de quase vinte e três mil apartamentos, resultando uma taxa de ocupação média para o ano ao redor de 53% – conforme indicado no parágrafo anterior, a fronteira superior de desempenho possivelmente seja 67%, registrado dois anos antes. Admitindo que, após a tendência arbitrada para o período 2004 a 2008, ocorra um gradual abrandamento das taxas de crescimento da demanda e da oferta – comportamento típico da fase em que o mercado atinge a fronteira superior de padrão de desempenho, antes que se inicie a entrega de novos empreendimentos ao mercado – por mais dois ou quatro anos, resultaria uma demanda ao redor de 45 mil pernoites para uma oferta de aproximadamente 68 mil apartamentos em 2012 ou 2014. Esta

configuração de mercado, com 68% de taxa de ocupação anual, seria muito próxima à verificada em 1997 e poderia ser tomada como o fechamento de um ciclo. O fato, entretanto, é que deste suposto ‘ciclo’ de quinze ou dezessete anos – de 1997 a 2012 ou 2014 – quase dois terços é constituído de configurações arbitradas. Portanto, não é possível concluir, ou mesmo inferir, nada acerca de eventuais ciclos no Brasil, a não ser para afirmar que o comportamento de mercado efetivamente ocorrido no período pelo menos não contradiz a hipótese de ocorrência de um ciclo.

Apesar da ampla disponibilidade de dados nos Estados Unidos¹¹, lá também as séries históricas disponíveis ainda não são suficientemente extensas para que seja possível identificar, com a necessária nitidez, características de ciclos de oferta. Nestas séries históricas já se observam, todavia, evidências de configuração de comportamentos cíclicos de mercado. Os gráficos das páginas 15 a 20 a seguir, ilustram a evolução da oferta e da demanda – em pernoites por mês – de 1987 a 2001, para os seis mercados metropolitanos de Boston, Kansas City, Los Angeles, Nashville, Orlando e Atlanta. Com exceção do de Orlando **[Gráfico 2.6]** à página 19 – onde ainda não se distingue uma tendência clara – é substantiva a evidência de tendências de configuração de comportamentos cíclicos naqueles mercados. Todavia, apenas no mercado de Atlanta já é possível identificar um padrão de comportamento de mercado que possivelmente configura um ciclo completo. De um ponto de descolamento máximo da oferta, em relação à demanda, a outro [1991 a 2001] – identificados no **[Gráfico 2.7]** à página 20 com linhas verdes verticais – transcorre um período de dez anos. Nas demais, embora já se identifique nitidamente, em cada cidade, um ponto de descolamento máximo da demanda em relação à oferta, ainda não há evidências conclusivas quanto à posição do ponto seguinte, muito embora se possa deduzir – pela aparente tendência das duas curvas – que possivelmente venha a ocorrer nos próximos anos. Vale ressaltar que, o fato de se verificar, nos próximos anos, a ocorrência do segundo ponto, ainda não nos permitirá concluir – especificamente com base nestes seis mercados hoteleiros – que esteja demonstrado existir um comportamento cíclico.

¹¹ Entre várias organizações especializadas, a STR-Smith Travel Research é considerada por muitos a líder na coleta, análise e divulgação de dados sobre o mercado do setor, nos EUA.

Gráfico 2.2 – Comportamento de mercado em Boston: Ciclo da Oferta

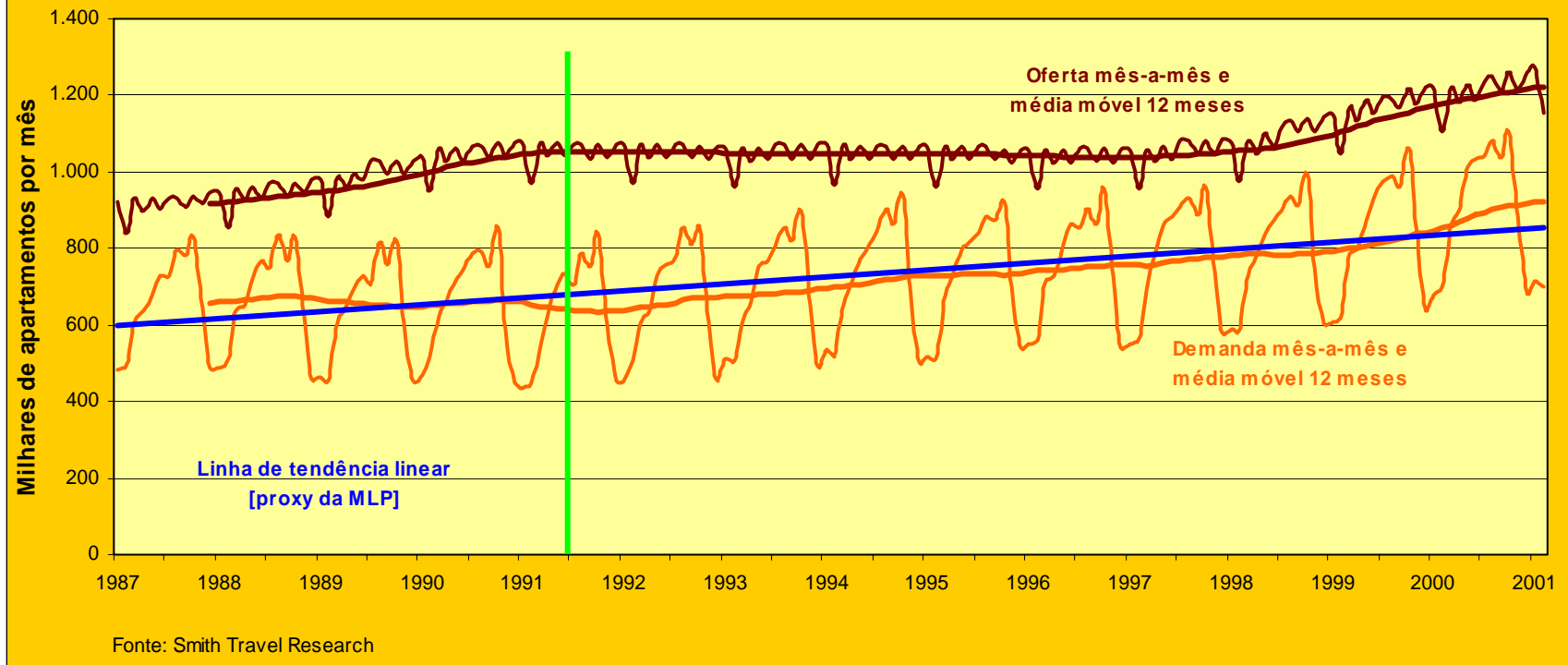
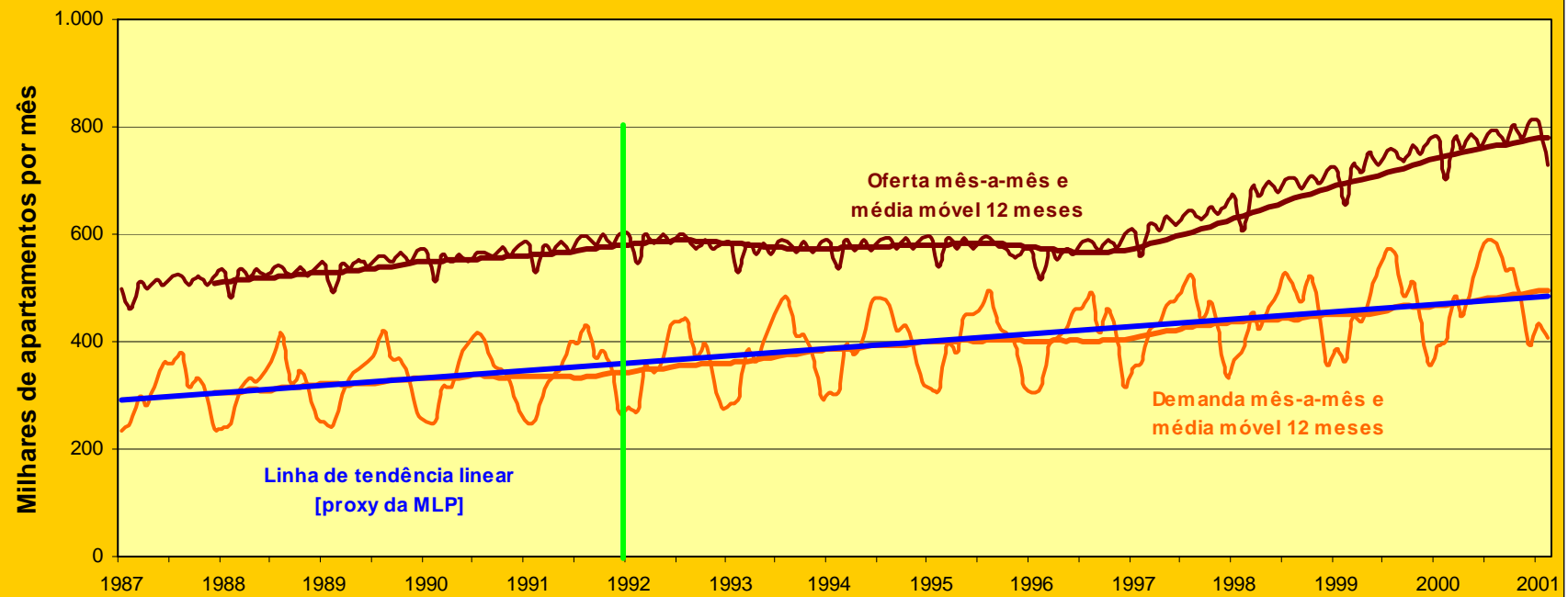


Gráfico 2.3 – Comportamento de mercado em Kansas City: Ciclo da Oferta



Fonte: Smith Travel Research

Gráfico 2.4 – Comportamento de mercado em Los Angeles: Ciclo da Oferta

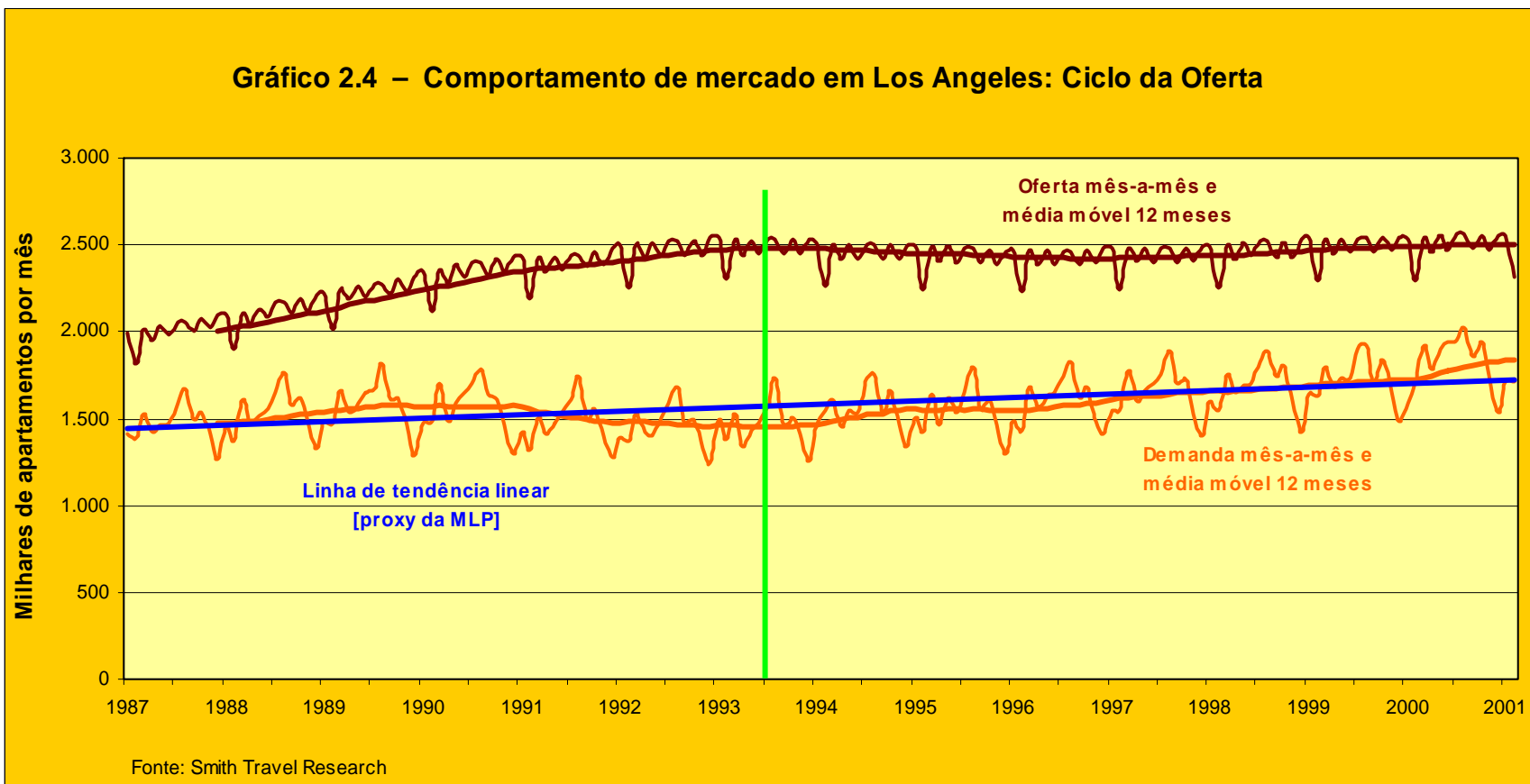
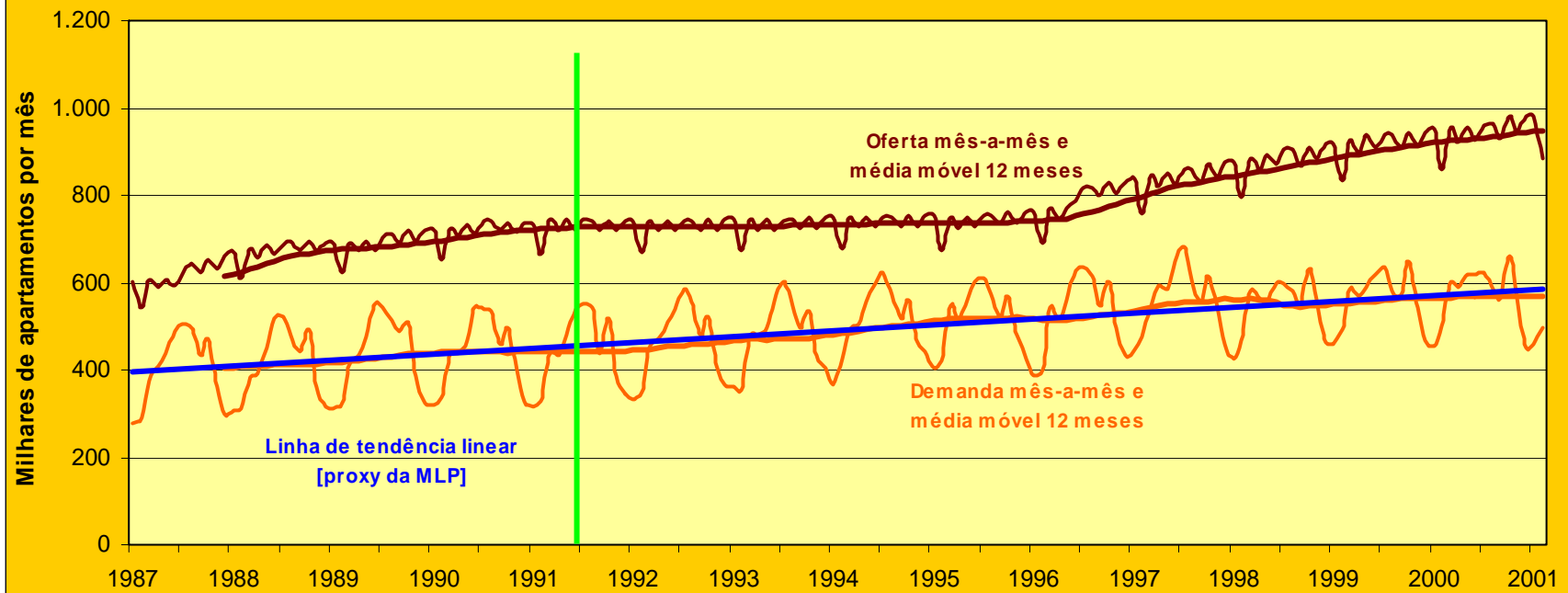
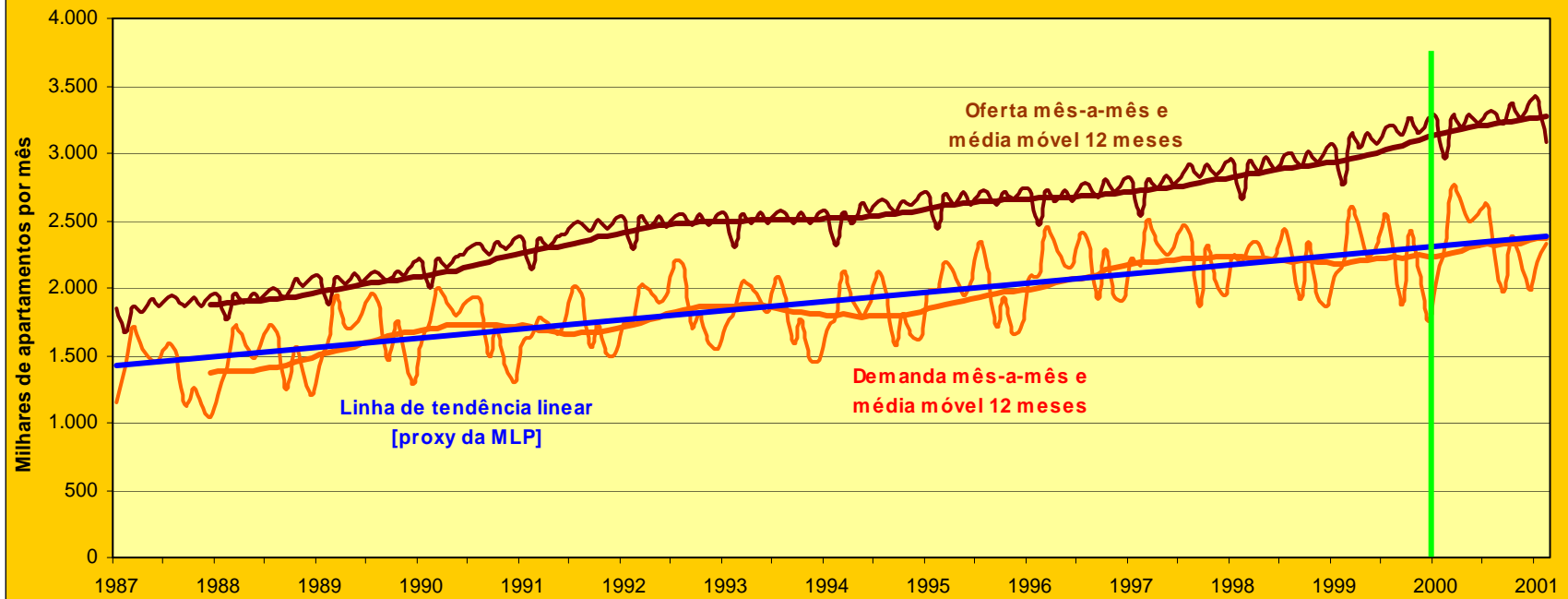


Gráfico 2.5 – Comportamento de mercado em Nashville: Ciclo da Oferta



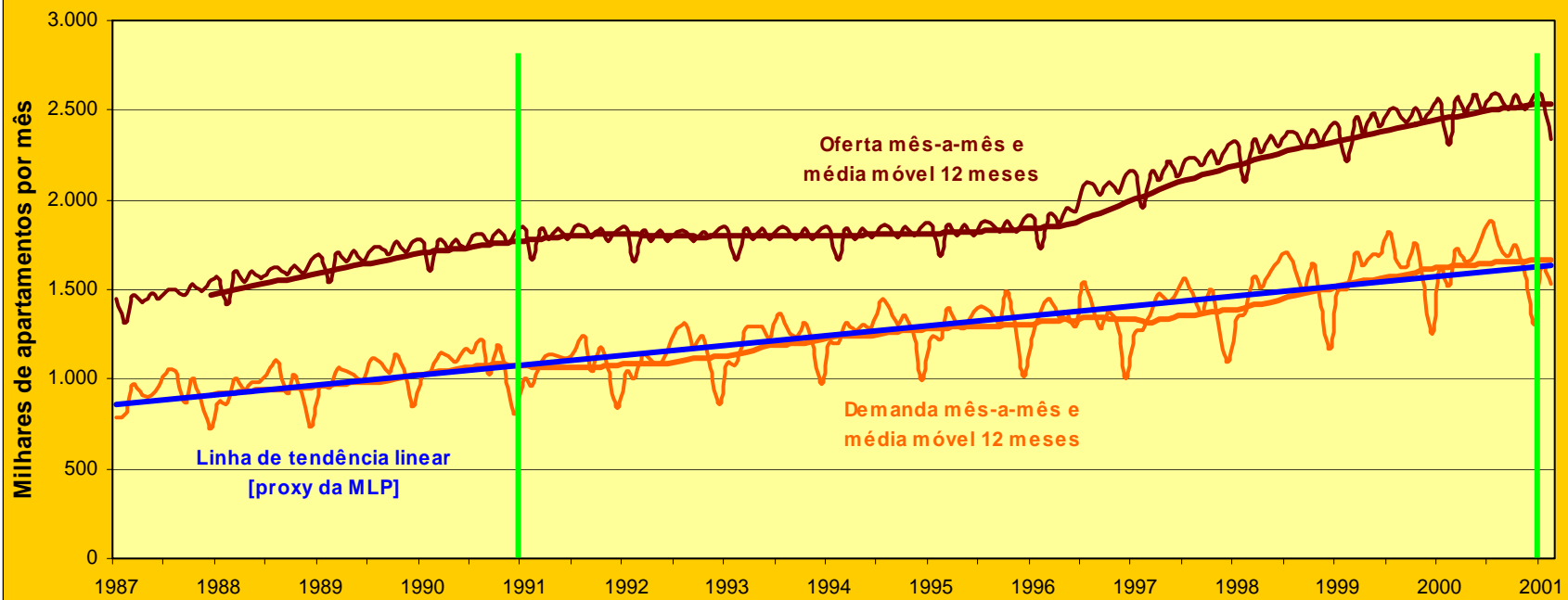
Fonte: Smith Travel Research

Gráfico 2.6 – Comportamento de mercado em Orlando: Ciclo da Oferta



Fonte: Smith Travel Research

Gráfico 2.7 – Comportamento de mercado em Atlanta: Ciclo da Oferta



Fonte: Smith Travel Research

O que se pode concluir, preliminarmente, é que – se, de fato, mercados hoteleiros tenderem a apresentar um padrão de comportamento mercadológico cíclico – estes ciclos possivelmente têm uma duração que oscila ao redor de dez anos. O conceito leigo que se tem no setor hoteleiro¹² é que os ciclos de oferta duram de oito a doze anos, o que poderia vir a ser corroborado pelas evidências acima discutidas.

2.1.2. Reprodutibilidade dos padrões de comportamento cíclicos

Se podemos afirmar com razoável segurança que há evidências convincentes de que de fato ocorreram padrões de comportamento cíclico em um número substantivo de mercados hoteleiros, não existe fundamento, entretanto, para afirmar que aquele comportamento, necessariamente, se repetirá em um ou mais daqueles mercados. Há duas escolas de pensamento em relação ao tema da reprodutibilidade dos padrões de comportamento cíclico. Uma escola sustenta que investidores e outros agentes nos mercados irão ‘aprender’ com as oscilações ocorridas e tenderão a evitar a repetição do ciclo, apoiados em informações mais abrangentes e precisas, planejamento de melhor qualidade e maior cautela em suas decisões de investimento. A outra escola – propugnada por este autor –, entende que os padrões de comportamento cíclico serão um fato constante nos mercados de *real estate*, pelo menos no horizonte passível de especulação no momento atual.

É coerente esperar que os agentes do mercado observem padrões de comportamento passados e procurem instruir seus processos de planejamento e tomada de decisão com as lições apreendidas – causaria até um certo desapontamento ao pensamento racional se isto não ocorresse. Por outro lado, há uma gama razoavelmente ampla de padrões de comportamento humano que desafiam completamente a razão – movidos a emoções e ansiedades as mais diversas –, como a guerra, a complacência com a fome e a miséria, o ódio racial, entre muitos outros. No contexto aqui discutido, dos padrões de comportamento cíclico nos mercados de *real estate*, existe exatamente um destes propulsores [*drivers*] que fogem à razão e que agem intensamente sobre o processo de tomada de decisão do ser humano: a avidez por riqueza, que tende a se

¹² Embora não tenha conseguido localizar referência formal ao prazo de duração dos ciclos de oferta nos textos e outras fontes pesquisadas, o autor tem escutado este ‘conhecimento’, de que os ciclos de oferta hoteleiros duram de oito a doze anos, com alguma frequência.

traduzir em um viés intensamente especulador, mesmo quando o investimento é em empreendimentos de base imobiliária, cujo horizonte de maturação é de longo prazo.

Além dessa constatação, há que considerar também o fato de que sempre haverá um afluxo de novos ‘aventureiros’ investidores – frequentemente recém-chegados à condição de decisor sobre volumes substantivos de recursos para investimento – que não lograram se beneficiar do aprendizado acima discutido. Finalmente, sempre existirá também a possibilidade de ocorrência de um fator inédito de estímulo intenso à produção de novos empreendimentos, como o foi a introdução do modelo flat de *funding* de empreendimentos hoteleiros em São Paulo e no resto do país.

Assim, mesmo admitindo que investidores e empreendedores [*developers*] consigam, ao longo do tempo, ampliar e aprofundar seu conhecimento histórico dos padrões de comportamento dos mercados de *real estate* – e este trabalho tem, principalmente, este objetivo de ampliar o entendimento daqueles padrões de comportamento – e, por conseqüência, gradualmente elevar o padrão de qualidade de suas decisões de investimento, em última análise, estas decisões sempre haverão de estar sendo propelas por sua avidez por riqueza. Com este propulsor, dificilmente será evitado o desenvolvimento de nova oferta em excesso da necessária ao atendimento normal da demanda, pois sempre existirá uma gama de empreendedores e investidores que – por serem, em maior ou menor grau, mais ousados, menos informados, mais ávidos por riqueza ou menos versados nas técnicas de planejamento – empreenderão aqueles últimos empreendimentos a mais que entornam o vaso da oferta.

A discussão subsequente que se coloca em pauta é a que se refere às características basilares dos ciclos: [i] sua amplitude, representada pelas fronteiras de oscilação, e [ii] sua duração, a qual reflete o período de tempo que transcorre entre um ponto de descolamento máximo superior e o próximo. Em tese, as evidências levam a crer que as duas características sejam simbióticas: às amplitudes maiores corresponderiam durações mais curtas e, inversamente, durações mais longas estariam associadas a amplitudes menores. A lógica desta interpretação é fundamentada, essencialmente, no binômio informação e velocidade de reação dos investidores e empreendedores.

Segundo esta lógica, amplitudes substantivamente maiores – como, por exemplo, a ocorrida no caso da cidade de São Paulo¹³ – tendem a ocorrer somente em ambientes caracterizados por níveis precários ou praticamente inexistentes de informação, onde a euforia, propelida pela avidez por riqueza, leva à implantação de um volume muito grande de empreendimentos em um prazo de tempo relativamente curto. É possível que, além da avidez por riqueza, a euforia também seja insuflada por uma ansiedade intensa relacionada à ameaça de ‘perder o trem’ ou, em outras palavras, não chegar em tempo hábil para realizar os ganhos potenciais que a percepção de oportunidade de mercado sinaliza aos investidores e empreendedores. De qualquer forma, somente com o lançamento e produção de empreendimentos se processando a uma velocidade intensa, seria possível – segundo a lógica desta tese – atingir níveis muito altos de descolamento da oferta em relação à demanda. Em velocidades mais baixas seria muito pouco provável que os agentes do mercado ignorassem a queda na rentabilidade dos investimentos hoteleiros, que gradualmente se faria sabida no mercado. Portanto, um elevado nível de euforia associado a um baixo nível de informação resultaria, em tese, em amplitudes maiores e prazos de duração mais curtos.

Inversamente, com um baixo nível de euforia – possivelmente causado pela ausência de uma contaminação¹⁴ maior de empreendedores e investidores –, há tempo para que as entregas de novos apartamentos comecem a ocorrer com maior intensidade antes do volume de projetos em implantação atingir níveis excessivos. Assim, com um fluxo constante de entregas de novos apartamentos ao mercado, deixa de ser atingido aquele padrão de desempenho mercadológico que resulta em rentabilidades altamente atraentes que, por sua vez, deflagram a euforia de desenvolvimento de empreendimentos hoteleiros.

Há que se considerar ainda o conjunto de condicionantes conjunturais e estruturais – exaustivamente discutidas e analisadas nos textos especificamente focados em ciclos

¹³ Este tema é discutido no Item 2.1.1 à página 11 acima.

¹⁴ O conceito de contaminação e propagação de idéias e hábitos é discutido em diversos textos, como o **The Tipping Point: How Little Things Can Make a Big Difference** de Malcolm Gladwell, e envolve as teorias relativas a estes processos de propagação de, por exemplo, o investir em hotéis, como a onda do momento.

de *real estate* – que, direta ou indiretamente, impactam exatamente as duas variáveis dos ciclos. Entendendo que esta discussão foge ao escopo deste trabalho, o tema está aqui limitado à síntese dos principais condicionantes, na tabela abaixo.

É evidente que outros fatores podem ser determinantes em minimizar a amplitude do ciclo, como é o caso do custo proibitivo de terrenos na Ilha de Manhattan, na cidade de Nova Iorque, que praticamente impede a ocorrência de um ciclo – ou, ao menos, circunscreve-o ao campo da tarifas¹⁵, passando ao largo da taxa de ocupação.

SÍNTESE DAS CONDICIONANTES DOS MOVIMENTOS CÍCLICOS		
CONDIÇÃO	EFEITOS INIBIDORES	EFEITOS ESTIMULANTES
Alterações na demanda	Ocorrências como o atentado de 11 de setembro de 2001	Eventos como os Jogos Olímpicos ocorrendo na cidade
Mudança nas condições de crédito	Aumento dos juros ou redução dos financiamentos	Redução dos juros ou introdução de incentivos
Taxa de evolução do PIB do país, estado ou região	Queda abaixo de faixa de quatro a seis por cento ao ano	Manutenção sustentada acima da faixa de 4 a 6 por cento
Alteração na percepção de risco	Instabilidade no governo, guerras e outros conflitos	Estabilidade no governo, desenvolvimento e paz
Condição do sistema jurídico	Regras obscuras e de aplicação causuística	Regras claras e processamento eficaz

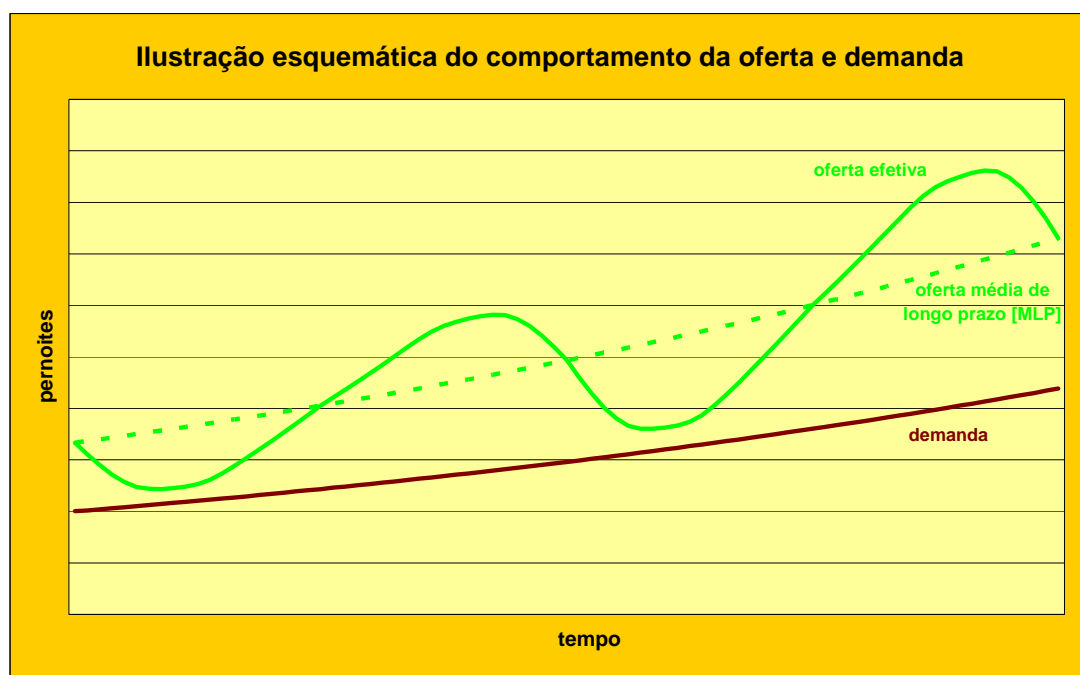
2.1.3. Especulação sobre a estrutura de ciclos de oferta hoteleiros

O entendimento sistêmico, deste autor, dos ciclos de oferta de hospedagem comercial transeunte é ancorado no conceito de média de longo prazo proposto por Mueller. Se admitirmos que a demanda por pernoites em um mercado evolui organicamente – mesmo quando submetida a impactos ocasionais, sejam estes positivos ou negativos, como se depreende da evolução desta demanda nos EUA, ilustrada na figura à página 10 – e conceituarmos que a linha de tendência das ocorrências de volumes de pernoites, ao longo de um período de dez ou vinte anos, seja a representação gráfica

¹⁵ A intensa variação de preços para hotéis em Manhattan ao longo dos anos, sugere a ocorrência desta condição: ao invés do ciclo manifestar-se sob a forma de descolamento da oferta em relação à demanda, verifica-se o crescimento das diárias, até o ponto em que se viabiliza a produção de oferta nova, quase de imediato absorvida por demanda reprimida.

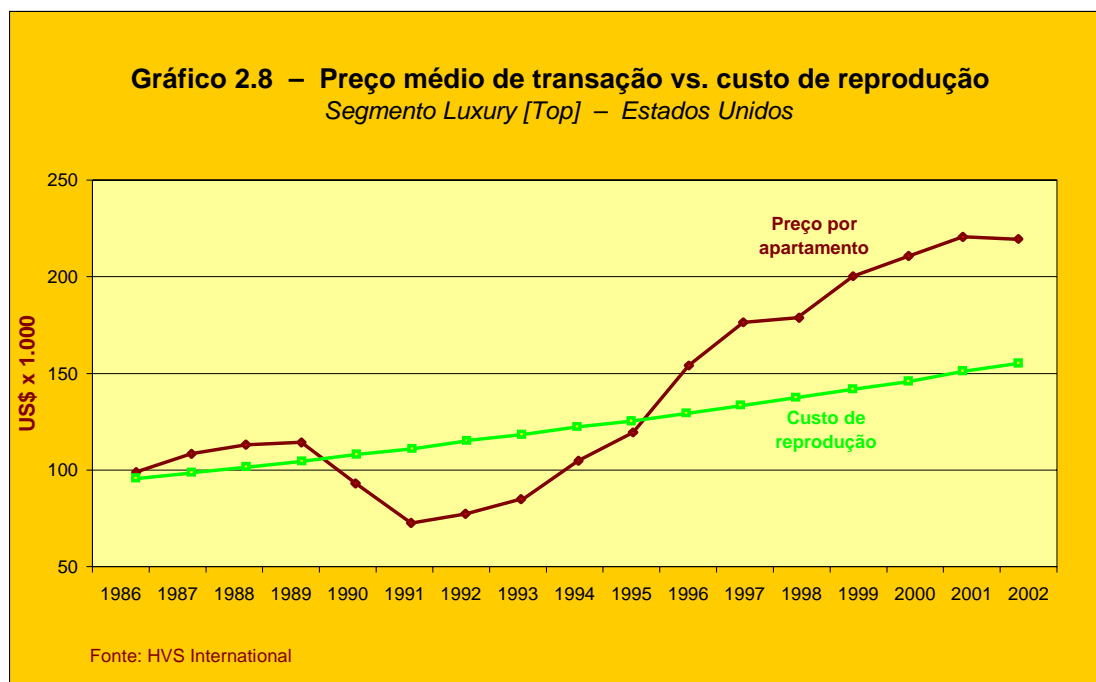
da demanda média de longo prazo, temos a âncora deste sistema de comportamento [linha marrom na ilustração abaixo]. O entendimento é que, no longo prazo, a linha efetivamente apresentará a configuração linear ostentada na ilustração, ou algo razoavelmente próximo. Se, em seguida, admitirmos o conceito da taxa de ocupação de longo prazo propugnada por Mueller e aplicarmos esta taxa – ponto a ponto ao longo do tempo – à demanda, teremos uma outra linha que, graficamente representa a oferta média de longo prazo [linha verde pontilhada na ilustração abaixo]. Esta linha, embora derivada da primeira por força da taxa de ocupação **[MLP]**, refletiria a média de longo prazo do número de apartamentos disponíveis na oferta. As duas linhas mantêm entre si uma relação que é, exatamente, a taxa de ocupação **[MLP]**.

O padrão de comportamento da oferta efetiva [linha verde cheia na ilustração] será, assim, o resultado de uma oscilação cíclica, ao longo do tempo, em torno daquela oferta média de longo prazo [linha verde pontilhada], e contida dentro das fronteiras de taxa de ocupação observadas – ou arbitradas, no caso de planejamento – para o mercado. Esta linha, que representa a oferta efetivamente observada ou arbitrada, reflete o número de apartamentos de fato disponíveis a cada ponto no tempo, ao longo do ciclo. A razão entre esta linha e a primeira [a marrom dividida pela verde cheia] é, então, a taxa de ocupação efetiva a cada ponto ao longo do ciclo.



2.1.4. Influência dos ciclos de oferta sobre preços dos empreendimentos

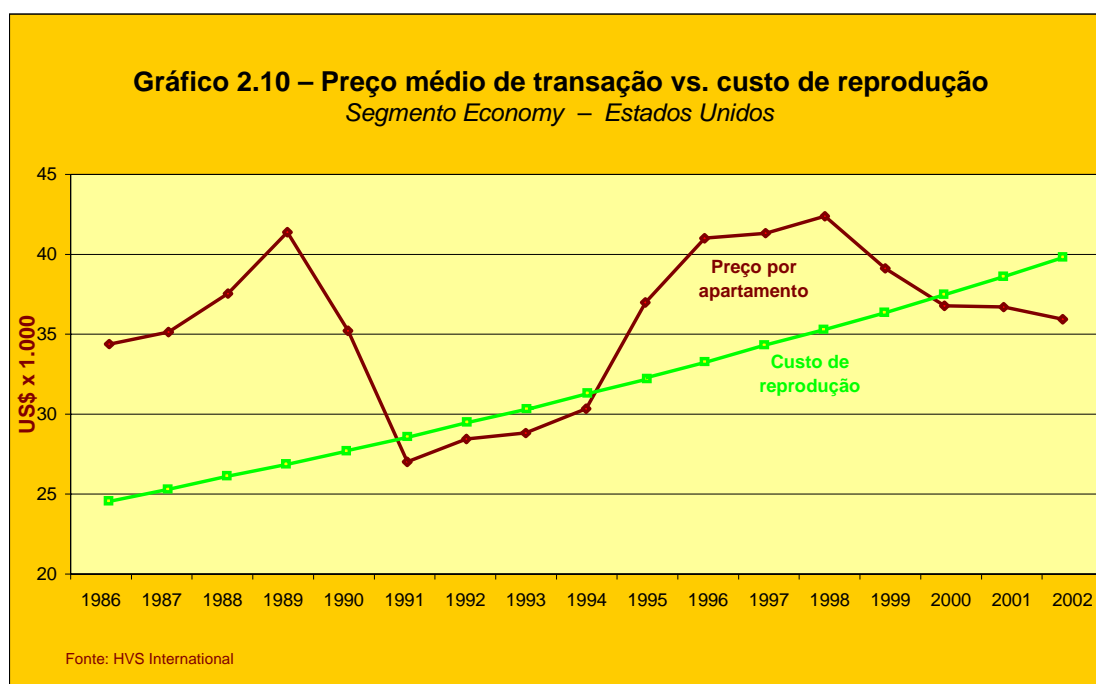
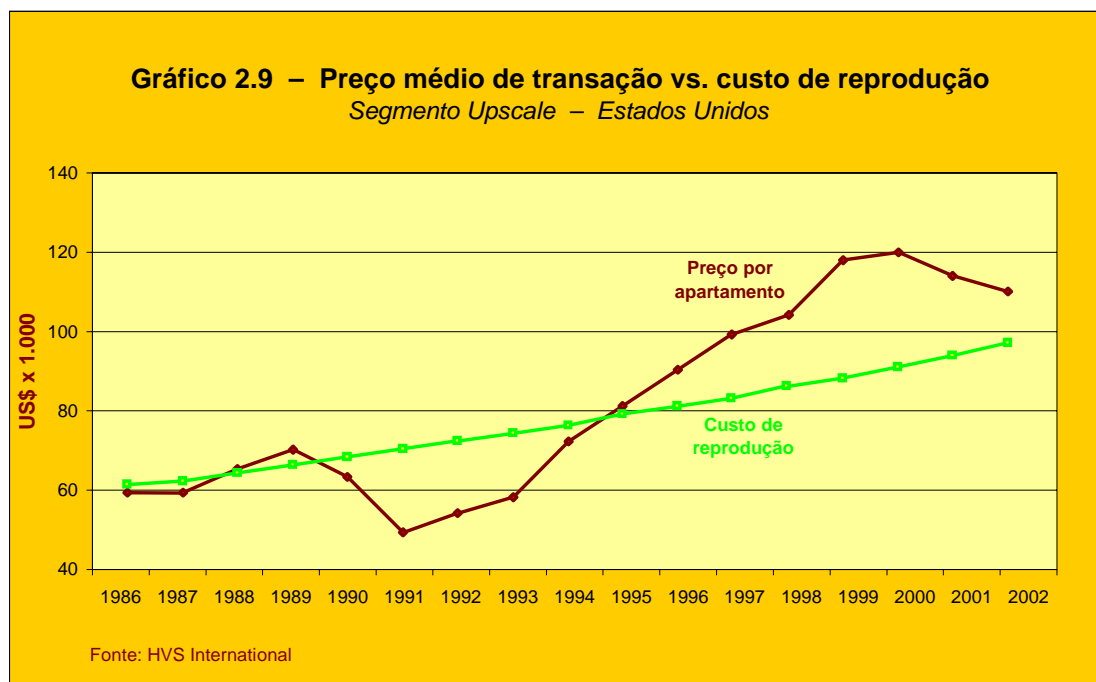
Outra constatação que, de certa forma, referenda e instrui o conceito dos ciclos de oferta de apartamentos hoteleiros, é a evolução dos preços efetivos de mercado dos hotéis, *versus* seu valor de reprodução. O escritório de consultoria HVS International acompanha desde 1986 as principais transações com hotéis nos EUA. Os gráficos a seguir, às páginas 26 a 28 ilustram, para quatro faixas de mercado, o comportamento dos preços efetivamente transacionados – expressos em US\$ mil por apartamento – comparados a um custo estimado de reprodução, por um período de dezessete anos. A evidência destas séries tende fortemente a sugerir que, ao menos em termos de preços transacionados, parece haver um padrão de comportamento cíclico.

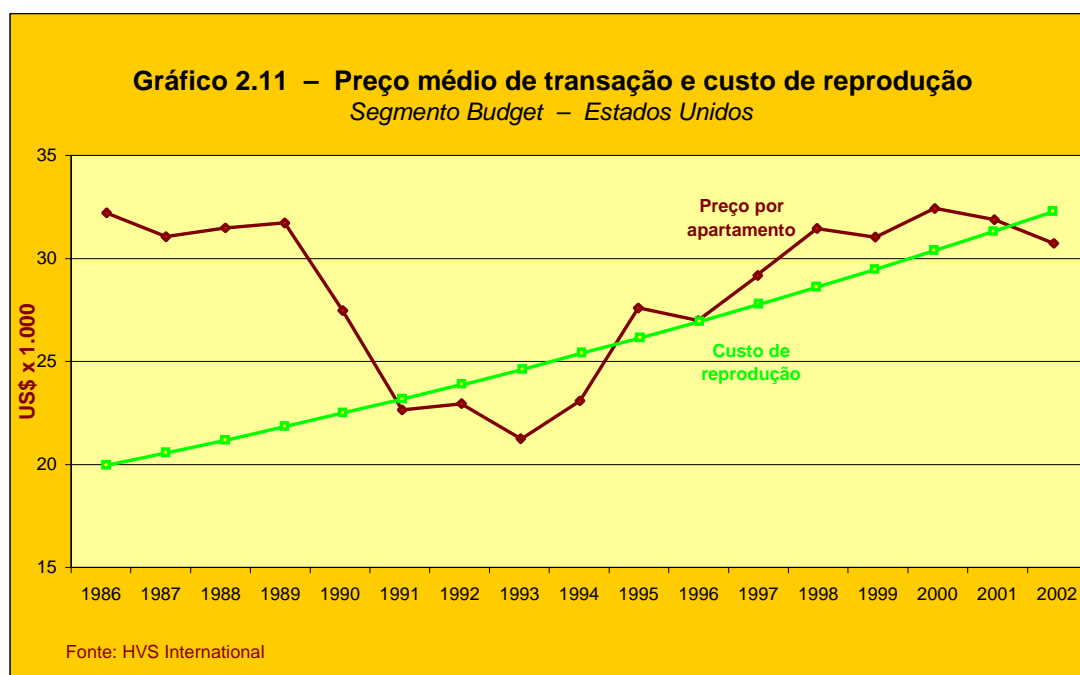


As durações destes ciclos de preços oscilam entre nove e treze anos, exceto para o segmento *budget* para o qual a evidência ainda não sugere um ciclo completo – este segmento surgiu em meados dos anos oitenta e ainda não sofreu uma estabilização no padrão de transações. Nota-se no [Gráfico 2.11] à página 28 que o preço evoluiu, no período, de US\$ 32 mil a US\$ 22 mil e de volta a US\$ 31 mil por apartamento.

Para a faixa *luxury*, por exemplo, a variação de preço em relação ao seu custo estimado de reprodução é contundente: de 64% abaixo, em 1991 para 47% acima, em

2001. Talvez justamente por esta condição real de mercado – nos EUA, onde ocorre um volume muito significativo de transações – é que o investidor hoteleiro tenha lá uma percepção intuitiva muito forte deste conceito de ciclos.





Vale ainda observar que só os hotéis da faixa *luxury* e *upscale* registraram, ao longo do tempo, um crescimento efetivo nos patamares de preço. Isto possivelmente se deve a dois fatores principais: [i] estes empreendimentos geralmente são construídos e equipados com padrões de engenharia e materiais superiores e [ii] hotéis destas faixas são, via de regra, localizados em grandes centros urbanos, onde são escassos os terrenos adequados – em termos de tamanho e, principalmente, de localização – à implantação de novos empreendimentos. Desta forma, estes empreendimentos apresentam mais lastro e uma expectativa de ciclo de vida útil muito mais extensa do que os dos outros dois segmentos, que habitualmente são localizados em terrenos periféricos, são edificados em uma configuração de baixa altura – dois ou três andares – e com padrões de construção de características decididamente descartável.

Finalmente – enquanto é compreensível que alguém queira comprar um hotel por um preço abaixo de seu custo de reprodução – cabe indagar que circunstância faz um investidor vender sua propriedade nestas condições. A explicação está na estrutura de investimentos em *real estate* nos EUA: em geral são fortemente alavancados. Isto quer dizer que a transação usualmente resume-se à transferência do financiamento de longo prazo [*mortgage*] a uma taxa de juros muito próxima à taxa de juros básica da economia [*prime rate*] de um investidor para outro. A parte da transação que de fato

envolve troca de moeda, pode ser de um décimo à metade do valor de avaliação [o qual dá sustentação ao financiamento]. Ademais, estes financiamentos usualmente são calibrados de modo que uma parcela muito substantiva do resultado operacional disponível **[RODi]**¹⁶ seja absorvido pela amortização e serviço da dívida, restando apenas uma parcela proporcionalmente pequena para remunerar o investimento. Assim, diante de uma queda não muito significativa na rentabilidade do empreendimento, já não é mais possível fazer frente aos pagamentos referentes ao financiamento e passa a ser uma melhor opção vender – ao preço possível no mercado – do que obter recursos de outras fontes para aqueles pagamentos. O comprador, em geral, é um investidor que dispõe de recursos para renovar e/ou reposicionar¹⁷ o hotel e pode se dar ao luxo de contemplar um retorno destes investimentos em um prazo mais longo. Aliás, existem lá grupos de investidores que se especializaram em, juntamente com uma operadora independente, procurar empreendimentos justamente nestas condições, para adquiri-los por preços abaixo do custo de reprodução e converter ou reposicioná-los.

Na outra ponta do ciclo, o investidor que compra um empreendimento por um preço acima de seu custo estimado de reprodução, usualmente tomou a decisão estratégica de entrar em um mercado com rentabilidade adequadamente atraente sem esperar o tempo necessário à implantação de um novo empreendimento. Quem vende, por sua vez, possivelmente está realizando ganhos de uma posição anterior, tendo adquirido o empreendimento em outra condição de mercado. Neste caso, a alavancagem destes investimentos também desempenha um papel importante na lógica de negócio.

¹⁶ Vide discussão referente a este tópico no Capítulo 3, no Item 3.3.1 à página 51 adiante.

¹⁷ Por reposicionar entende-se a mudança da faixa à qual o hotel é dirigido – usualmente envolve também a troca da bandeira. Estas migrações são comuns nos mercados hoteleiros nos EUA, quando uma determinada faixa se torna menos rentável, ou a demanda de uma região de influência sofre alterações em seu perfil.

SÍNTESE DOS IMPACTOS DO PREÇO NO COMPORTAMENTO		
CONDIÇÃO	ABAIXO DO CUSTO	ACIMA DO CUSTO
Efeito reverso nos preços de hotéis	Começam a subir à medida em que diminui o excesso de oferta de apartamentos	Começam a baixar, à medida em que aumenta a oferta de apartamentos
Construções	Inibe novas construções e induz conversões	Induz novas construções
Oferta de apartamentos	Mantém-se	Aumenta
Valor das diárias	Sobem à medida em que a demanda cresce e não há novas construções	Começam a cair à medida em que ocorre entrega de novos apartamentos
Condição de inversão	Quando começa a ser atraente comprar empreendimentos e renovar ou reposicioná-los	Quando a rentabilidade deixa de ser atraente aos preços praticados no momento

A tabela acima sintetiza o comportamento dos dois mercados – o de hospedagem comercial transeunte e o de investimento em empreendimentos hoteleiros, que são, decididamente, dois negócios distintos – sob os impactos dessas duas condições da relação entre o preço de transacionado e o custo estimado de reprodução.

2.2. Planejamento estratégico

Em ambientes de investimento crescentemente competitivos – tanto intra-setorial como intersetorialmente –, onde taxas de rentabilidade tendem a se tornar cada vez mais magras, a qualidade e confiança que transmite uma análise para inserção de mercado e o estudo econômico que dela decorre torna-se sempre mais importante. Particularmente nos investimentos em empreendimentos hoteleiros, em que volumes muito substantivos de recursos são imobilizados de forma quase irreversível¹⁸, esta necessidade de adquirir níveis de conforto mais elevados em relação à qualidade e à segurança percebida no processo de planejamento é indissociável da correspondente percepção de risco. A continuidade da disponibilidade de fluxos de investimentos – que já é restrita para o setor hoteleiro, particularmente no Brasil onde um volume

¹⁸ O hotel é, provavelmente, o empreendimento de base imobiliária mais uso-específico. Não existe, efetivamente, uma utilização alternativa para um empreendimento hoteleiro que não

considerável de investimentos de alta visibilidade nitidamente não são rentáveis – se condiciona, entre outros fatores, ao aperfeiçoamento dos métodos de análise.

Em semelhança à maioria dos outros negócios de base imobiliária, o negócio hoteleiro tem como uma das principais características de sua viabilização o tenso¹⁹ equilíbrio financeiro verificado nos primeiros anos de operação, até a estabilização²⁰ de sua inserção de mercado. O fluxo de [RODi]'s auferido nestes primeiros anos tem um peso desproporcional na formação da taxa de retorno do negócio. O nível de inclinação deste *ramp-up* – cuja medida é representada pela diferença entre os padrões de comportamento mercadológico do primeiro e do quarto ou quinto ano [o que for considerado o de estabilização] – é determinante do êxito do negócio. Como consequência, qualquer fator que influencie, positiva ou negativamente, aquele nível de inclinação tem efeito causal expressivo na taxa de retorno. Assim, por exemplo, uma mais agressiva campanha de marketing no início da operação de um hotel pode elevar seu padrão de desempenho mercadológico nos primeiros anos de operação diminuindo, por consequência, o nível de inclinação de seu *ramp-up*. Se este incremento de desempenho mercadológico se traduz em um aumento do fluxo de [RODi] suficiente para adequadamente compensar aquele investimento adicional em marketing, evidentemente é um outro tema, que é explorado no Capítulo 3, no Item 3.5.7 à página 67 adiante. Da mesma forma, um hotel que inicie sua operação em um ano posicionado em algum ponto da perna descendente [fase de hiper-oferta] do ciclo de oferta terá, em uma condição de competitividade exacerbada, sua inserção de mercado mais dificultada, comprometendo o resultado de seus primeiros

resulte em uma muito significativa degradação da qualidade da oportunidade de investimento.

¹⁹ Na experiência do autor, o equilíbrio tem sido excessivamente tenso para empreendimentos implantados no Brasil nas últimas décadas. O alto custo financeiro – concentrado justamente naqueles primeiros anos de consecução da inserção de mercado – tem se contraposto de forma ameaçadora ao incipiente fluxo de renda disponível para o serviço da dívida naqueles anos.

²⁰ Esta fase é conhecida no meio hoteleiro – em Inglês – como o *ramp-up*, que poderia ser livremente traduzido como ‘ascensão na rampa’, ‘evolução ascendente’ ou simplesmente ‘subir até a estabilização’. A expressão em Inglês, utilizada neste contexto do ciclo de vida de um negócio, traz em seu significado não apenas a idéia de ascensão mas também a de que esta irá até um nível de desempenho mercadológico estabilizado. O conceito, assim, não é simplesmente substantivo, de uma ‘rampa’, mas o de um hipotético verbo ‘rampear-se’ até um determinado nível acima.

anos de operação, o que resultaria em uma mais acentuada inclinação de seu *ramp-up* e, principalmente, na redução da taxa de recuperação da capacidade de investimento²¹. Caso, por outro lado, o mesmo empreendimento inicie sua operação a partir da metade da perna oposta [fase de expansão] do ciclo de oferta – onde o se verifica o desequilíbrio inverso, da demanda sobre a oferta – terá, em um cenário de oferta escassa e uma competitividade menos intensa, sua inserção de mercado francamente facilitada, possibilitando um desempenho mercadológico superior em seus primeiros anos de operação, resultando uma inclinação significativamente menor de seu *ramp-up* e favorecendo ainda substantivamente a taxa de recuperação da capacidade de investimento. Este momento de inserção no ciclo de oferta também impacta o padrão de desempenho mercadológico do empreendimento nos anos seguintes aos de *ramp-up* – entretanto, como será demonstrado no Capítulo 3 adiante, a determinância deste impacto na taxa de retorno e na taxa de recuperação da capacidade de investimento é significativamente menos expressiva e, em relação ao impacto nos primeiros anos, é de importância relativamente menor na rentabilidade do negócio.

A relação causal entre o ponto de inserção no ciclo de oferta de um empreendimento hoteleiro e sua rentabilidade, não é objeto de análise formal em textos acadêmicos ou em manuais de avaliação de empreendimentos hoteleiros. Embora alguns autores até façam referência à existência dos ciclos de oferta, não propõem qualquer tratamento formal do tema em sua metodologia de avaliação. (Rushmore 1992)

A metodologia de avaliação atualmente utilizada no ramo hoteleiro é – em linhas gerais – primária e transmite pouca confiança. (Rocha Lima, 2000) Nas décadas de oitenta e noventa²², um volume importante de dissertações e teses de doutorado – uma boa parte das quais foram apresentadas à Escola de Administração de Hotéis da Universidade de Cornell, nos EUA – teve como objeto a crítica à metodologia dos chamados ‘estudos de viabilidade’ e avaliações de hotéis. Mesmo naqueles textos

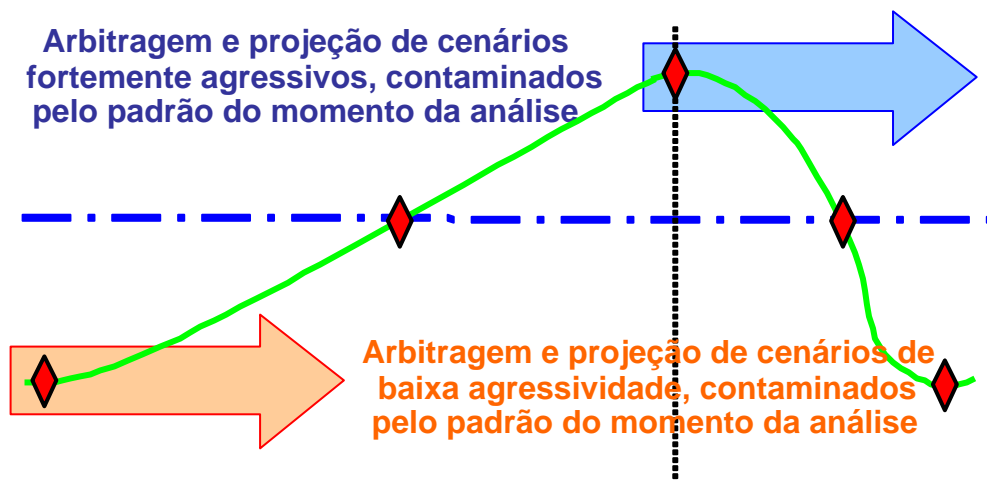
²¹ Vide discussão referente ao tema no Capítulo 3, a partir do Item 3.3 à página 47 adiante.

²² As chamadas ‘crises de demanda’ ocorridas nos EUA, em diversos períodos das décadas de oitenta e noventa, motivaram críticas generalizadas aos ‘estudos de viabilidade’. A onda de dissertações e teses foi uma consequência destes questionamentos.

acadêmicos, o tema dos ciclos não é sequer abordado, embora a questão da maior ou menor dependência dos resultados de estudos da ‘intuição’ ou ‘subjetividade’ do analista tenha sido tratado, com profundidade variada, em todos. (Wiley 1986, Beals 1989, Palonpera 1993) A esse respeito, vale ressaltar que a essência de uma análise de inserção de mercado – assim como, em maior ou menor grau, dos demais itens de planejamento estratégico – é exatamente a arbitragem, pelo analista, de cenários de inserção e padrões de comportamento futuro, entre outros componentes das análises. Arbitragem, em última análise, nada mais é do que intuir, subjetivamente, o que aparenta ser, no momento da análise, uma percepção convincente de um cenário ou padrão de comportamento para um determinado momento no futuro. Nada, portanto, de errado ou suspeito em o analista se valer de sua intuição e subjetividade. O ponto chave está na sustentabilidade da arbitragem – metodologia empregada e critérios de arbitragem é que são os fundamentos de sua qualidade. Neste contexto, é natural que a experiência pessoal do analista, disponibilidade de informações confiáveis sobre comportamentos passados e a técnica de combinar estes elementos são determinantes da qualidade do resultado da análise.

Outro importante aspecto condicionante da qualidade do planejamento, no contexto acima de arbitragem, refere-se especificamente à arbitragem dos cenários de inserção pelo analista. Enquanto a boa técnica para arbitragem de cenários de inserção para empreendimentos de base imobiliária pressupõe sempre o estudo atento de padrões de comportamento passados, está subentendido que estes têm valor apenas didático, no sentido estrito de instruir as arbitragens com as lições que se pode tirar daqueles eventos. (Rocha Lima, 2004) Evidências sugerem que existe uma tendência por parte dos analistas de procurar espelhar aqueles padrões na construção dos cenários, como se o fato de que ocorreram, automaticamente confere um certo grau de probabilidade à possibilidade de se repetirem os eventos e padrões de comportamento passados. A “...sustentação [dos dados de comportamento esperado arbitrados pelo analista] não se faz pela projeção de dados históricos, procedimento que não tem o menor valor em análise econômica.” (Rocha Lima, 2004)

**CENÁRIOS DESENHADOS COM PERENIZAÇÃO DOS
PADRÕES DE COMPORTAMENTO DO MOMENTO DA ANÁLISE**



Fonte: Rocha Lima, Decisão e Planejamento – Fundamentos para a Empresa na Construção Civil, Fevereiro 2004

Ademais, observa-se também outra tendência, possivelmente ainda mais danosa ao processo de planejamento, que é a arbitragem de cenários no espírito do momento da arbitragem. A figura acima ilustra o conceito. Com uma percepção do horizonte de inserção contaminado pelo padrão de comportamento do mercado no momento da análise, o analista tem dificuldade em ‘enxergar’ um padrão substantivamente mais – ou menos – agressivo do que aquele no qual está inserido no momento da análise. O resultado são estudos que, ou inviabilizam a implantação de empreendimentos, ou então – o que certamente é ainda pior – induzem à realização de investimentos muito além do suportável pelo padrão de desempenho que efetivamente ocorrerá ao longo da operação do empreendimento. O planejador tem a responsabilidade de estudar cuidadosamente os padrões de desempenho de mercado passados para entender sua configuração, fronteiras de oscilação, fatores condicionantes e propulsores [*drivers*]. A partir desta pesquisa e análise, complementada por experiência e conhecimento, é a obrigação do planejador desenhar cenários de inserção com a qualidade de maior probabilidade de ocorrência [*most likely scenario*] com sua convicção mais intensa e adequadamente sustentados. Qualquer outro método de preparar cenários de inserção

é uma forma dissimulada de iludir o investidor, escondendo-se atrás da falsa autoridade conferida aos padrões de comportamento passados.

Os protótipos de análise utilizados por consultorias hoteleiras internacionais, via de regra, tratam o tema dos padrões de comportamento mercadológico ao longo do horizonte de análise com uma linearidade decepcionante. Em termos conceituais, estes protótipos contemplam uma arbitragem dos padrões de desempenho para os primeiros três a cinco anos de operação, a partir de uma projeção linear sumária da série histórica de desempenho mercadológico, combinada com uma análise da oferta, atual e em implantação, e da competitividade dos empreendimentos do conjunto competitivo. O resultante padrão de desempenho para o ano de estabilização é, então, projetado linearmente para o restante do horizonte de análise²³. Embora a estrutura dos protótipos permita, em tese, contemplar padrões de comportamento mercadológico distintos para cada ano ao longo do horizonte de análise, não há metodologia recomendada. O analista teria de simplesmente inserir, manualmente, ano a ano, sua arbitragem de um novo padrão de comportamento – arbitragem esta que, sem uma sustentação metodológica confiável, provavelmente reduziria o nível de segurança e confiabilidade da análise de inserção de mercado. (Horwath Consulting, PricewaterhouseCoopers, HVS International)

²³ Naturalmente, cada protótipo de análise tem um amplo leque de funcionalidades e sofisticacões, que permitem ao analista incorporar arbitragens as mais diversas à análise. A dificuldade, entretanto, está na ausência de uma metodologia formal para reconhecer que, não obstante o desempenho dos primeiros anos ser o mais importante para a rentabilidade de um empreendimento, os anos seguintes não serão espelhos do ano estabilizado e oscilações que ocorrerem podem impactar de forma significativa a rentabilidade final.

3. IMPACTO NA RENTABILIDADE

Três vetores fundamentais contribuem para a rentabilidade de um empreendimento hoteleiro: [i] a configuração de mercado – condição de desempenho mercadológico – de seu conjunto competitivo²⁴, [ii] sua inserção nesta configuração e [iii] desempenho operacional. O primeiro resulta de condicionantes que o empreendedor não controla, já discutidos anteriormente, no Capítulo 2, a partir da página 21, no contexto dos ciclos de oferta. O segundo é resultante direto de sua competitividade relativa – considerada em relação ao seu conjunto competitivo como um todo. Neste contexto se incluem as características e atributos físicos do produto e seus acessórios, além da capacidade de geração de demanda atribuível à bandeira²⁵ sob a qual o empreendimento é operado. O terceiro é determinado pela qualidade da gestão do empreendimento.

A análise do impacto do ponto de inserção de um empreendimento hoteleiro na curva do ciclo de oferta sobre sua rentabilidade está aqui instrumentada por [i] um cenário²⁶ hipotético de inserção – com um conjunto de variáveis que permite variar a amplitude e duração do ciclo –, [ii] um protótipo de empreendimento hoteleiro que possibilita reproduzir – com razoável fidelidade às condições reais de operação de hotéis no Brasil – a provável rentabilidade de um empreendimento, inserido de uma determinada forma e com um dado perfil de inserção, naquele cenário de ciclo.

A seguir são discutidos os fundamentos teóricos dos dois primeiros daqueles vetores determinantes da rentabilidade de um negócio hoteleiro, que são os relevantes a este trabalho. Adiante são apresentados características e parâmetros relevantes do cenário

²⁴ Vide definição no Item 3.1 à página 37 a seguir.

²⁵ Por bandeira entende-se a marca e o sistema de reservas com os quais um hotel é operado.

²⁶ Nos procedimentos de planejamento, o termo ‘cenário de inserção’ identifica um conjunto de variáveis que compreende [i] características qualitativas e quantitativas do grupo de hotéis que compõem um determinado conjunto competitivo [vide definição no Item 3.1 à página 37 a seguir] e [ii] indicadores de desempenho mercadológico que adequadamente caracterizem o comportamento de mercado arbitrado para aquele conjunto competitivo, para o período de análise considerado. Assim, por hipótese, o termo ‘cenário de inserção’ refere-se sempre a uma configuração futura de mercado, arbitrada exclusivamente para possibilitar uma análise para inserção de mercado de um determinado empreendimento.

de inserção e do protótipo de análise. Por fim, é sintetizado o conjunto das variações impostas ao cenário de inserção e os resultantes níveis de rentabilidade do protótipo.

3.1. O conceito de conjunto competitivo

Conjunto competitivo é, provavelmente, o conceito singular mais importante de ser compreendido no contexto de planejamento estratégico para empreendimentos hoteleiros. Em essência, entende-se por conjunto competitivo o grupo de hotéis que disputam entre si uma mesma faixa e segmento de mercado. Assim, por exemplo, o grupo de hotéis dirigidos a pessoas de negócios, localizados na microrregião da cidade de São Paulo que compreende o Brooklin Novo, Itaim Bibi e Vila Olímpia – a área de influência delimitada pelas avenidas Nações Unidas a Oeste, Santo Amaro a Leste, dos Bandeirantes ao Norte e Roque Petrónio Jr. ao Sul –, que praticam diárias na faixa²⁷ de R\$ 90,00 a 160,00 e que oferecem facilidades, instalações e serviços largamente semelhantes, constituem um conjunto competitivo. Conjunto competitivo é, portanto, um grupo de empreendimentos adequadamente homogêneo em termos de facilidades, serviços e entorno e, ainda, caracterizados por um binômio comum de patamar de preços e qualidade percebida pelo público de seu segmento alvo²⁸.

A importância deste conceito está no fato de que o desempenho mercadológico²⁹ de cada um dos hotéis de um conjunto competitivo – assim como o de qualquer empreendimento novo que neste conjunto pretenda se inserir – será sempre refém do desempenho mercadológico do conjunto como um todo. Não significa afirmar que todos os hotéis de um conjunto competitivo apresentarão, necessariamente, o mesmo desempenho mas que, embora o desempenho de cada hotel seja resultado de sua

²⁷ Valores referenciados ao primeiro trimestre de 2004 – portanto, sob efeito de intensa pressão concorrencial, causada pela sobreoferta generalizada então registrada no mercado de hospedagem comercial transeunte Paulistano. (Asmussen & Associados)

²⁸ Por ‘segmento alvo’ entende-se o segmento de público para o qual está, principalmente, direcionado um empreendimento. O termo ‘segmento de público’, por sua vez, identifica um conjunto de indivíduos que – em determinado local, ou região, em um certo espaço de tempo – apresenta um conjunto de necessidades, expectativas e ansiedades comuns e razoavelmente homogêneas em relação a um determinado produto, serviço ou atividade.

²⁹ Por ‘desempenho mercadológico’ entende-se a eficiência com a qual um empreendimento hoteleiro adquire fatia de mercado – conceito expresso sempre pelo binômio pernoites [que se traduz em uma taxa de ocupação] e diária média [que é o valor médio auferido na venda dos pernoites]. Vide discussão mais detalhada no Anexo A – Indicadores da hotelaria.

competitividade individual, esta competitividade se manifesta sempre no contexto do desempenho do conjunto competitivo como um todo.

Desta forma, se determinado empreendimento é, por exemplo, 15% mais competitivo do que o é seu conjunto competitivo na média, ser-lhe-á possível, em tese, apresentar um desempenho mercadológico 15% mais alto do que o desempenho médio de seu conjunto competitivo. O conceito basilar, portanto, é que não se contempla – em planejamento estratégico hoteleiro – a figura de um desempenho absoluto, mas sempre a de um desempenho relativo. Arbitrar desempenho mercadológico para um empreendimento hoteleiro a ser implantado é, portanto, um exercício em [i] arbitrar e projetar, para o período de análise, o desempenho do conjunto competitivo no qual será inserido o futuro empreendimento e, na seqüência, [ii] arbitrar a competitividade com a qual este novo empreendimento se inserirá no desempenho arbitrado para o conjunto competitivo como um todo.

O conceito tem uma fundamentação lógica sustentável e cristalina: se os hotéis de um conjunto competitivo são dirigidos especificamente a um determinado segmento alvo – por exemplo, a pessoas de negócio, como no exemplo acima –, a condição de contorno para a aquisição de uma fatia deste mercado é a vinda de indivíduos à microrregião, a negócios. Isto é, uma fatia deste mercado – por maior que possa ser – será sempre apenas uma parte daquele todo [demanda por hospedagem de indivíduos vem à microrregião, a negócios]. Uma atratividade maior de um empreendimento não fará crescer – em condições normais de mercado – o número de indivíduos que vêm³⁰ à microrregião. Isto não significa que a inserção, no conjunto, de um novo hotel que apresente, como fator de competitividade, uma facilidade ou instalação antes inexistente na oferta da microrregião – como, por exemplo, um pavilhão de eventos de dimensão extraordinária, não possa induzir um aumento de demanda para a área

³⁰ Naturalmente, em uma região onde haja falta de oferta adequada de hospedagem, um novo e atraente empreendimento certamente causará um aumento da procura – por indivíduos que, vindos à região a negócios, antes lá não se hospedavam. Não ocorre, entretanto, um crescimento do número de pessoas que vem à região a negócios – simplesmente uma parcela maior dos indivíduos que já vinham à região, a negócios, passam a lá se hospedar.

de influência. Logo, entretanto, este aumento de demanda passará a ser disputado igualmente por todo o conjunto competitivo³¹, devolvendo o equilíbrio ao mercado.

Como o negócio da hospedagem, em princípio, é secundário à atividade que gera uma viagem e a conseqüente necessidade de pernoitar fora da residência, a demanda por hospedagem é, por hipótese, finita – em determinada região, para uma certa faixa e segmento de mercado, em determinado período de tempo. Assim, na quase impossibilidade de gerar a demanda, o negócio hoteleiro historicamente se restringe a disputar, com os demais integrantes de seu conjunto competitivo, a demanda gerada por condicionantes outras, fora de seu controle ou influência.

Vale notar que, enquanto comumente se propõe o entendimento de que, no mercado de estâncias turísticas [mais conhecidas como *resorts*], é o empreendimento que gera a demanda, de fato a demanda por lazer também é essencialmente finita – para certa faixa e segmento de mercado, em determinada região e em determinado momento no tempo. Simplesmente, a abrangência geográfica da região de influência – na qual se localizam os outros empreendimentos do conjunto competitivo – é significativamente expandida, dificultando a visão sistêmica do mercado³² disputado.

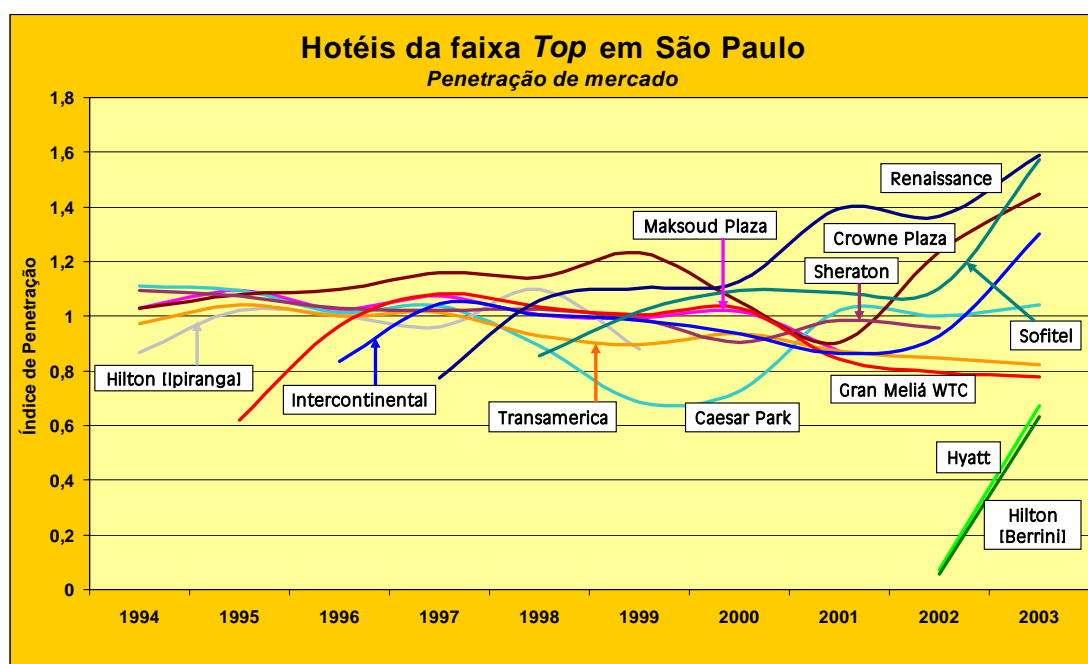
3.1.1. Índice de penetração de mercado

Como corolário do conceito de conjunto competitivo, evoluiu o conceito de Índice de Penetração de Mercado, que mais especificamente deveria ser denominado Índice de Penetração no Conjunto Competitivo. Este índice reflete a relação entre a taxa de

³¹ O que se tem observado, principalmente em mercados metropolitanos, é que a indução de demanda por conta da introdução de novos fatores de competitividade é mais intensa no primeiro e segundo ano após sua introdução. Rapidamente este aumento da demanda – que de início beneficia principalmente o empreendimento que introduz o fator de indução – se incorpora à demanda total do conjunto competitivo. Isto se deve [i] à dificuldade de manter a hospedagem firmemente vinculada ao uso da facilidade ou instalação indutora e [ii] à reação dos concorrentes que, em pouco tempo, procuram agregar novas facilidades ou instalações competitivas, neutralizando aquela vantagem competitiva.

³² Além da dimensão geográfica da área de localização dos empreendimentos do conjunto competitivo, acresce também ao complexo de competitividade a dispersão geográfica dos mercados emissores – de onde vêm os indivíduos que buscam o lazer –, sob a forma de custo e tempo de deslocamento daqueles mercados até o *resort*, entre vários outros fatores aos quais somam-se ainda os mais subjetivos como imagem do país ou região, proximidade de outros destinos que possam ser objeto de visitaçãõ na ida ou na volta, entre muitos.

ocupação de um empreendimento e a taxa média³³ de ocupação de seu conjunto competitivo. O índice é a variável utilizada para expressar, no protótipo, o grau de competitividade do empreendimento. No contexto de planejamento estratégico para empreendimentos hoteleiros, este índice é arbitrado em função da intensidade dos diversos fatores de competitividade que se planeja incorporar ao produto, como bandeira, operadora, qualidade e atratividade do apartamento e suas amenidades, entre outros – estes últimos, usualmente, traduzidos em um valor de investimento. A figura abaixo ilustra um padrão de comportamento de penetração de mercado típico: a entrada de sete novos hotéis da faixa *top* – outros cinco já formavam o conjunto competitivo desde antes de 1994 –, ao longo de um período de dez anos, na cidade de São Paulo.



O que se depreende da ilustração, é que todos os sete empreendimentos alcançam o padrão de desempenho mercadológico médio do conjunto competitivo em dois a quatro anos – percebe-se também que quase todos excedem aquele padrão logo após terem conseguido atingi-lo. Por outro lado, apenas alguns poucos hotéis conseguem manter um padrão de desempenho mercadológico superlativo por um tempo

³³ Total de pernoites vendidos por todo o conjunto competitivo em um determinado período, dividido pelo total de apartamentos-dia disponíveis no mesmo período. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo A – Indicadores da hotelaria.

prolongado após sua inserção inicial e subsequente estabilização³⁴ no conjunto competitivo. Esta constatação coloca em pauta o tema da manutenção permanente e contínua do padrão de competitividade de um hotel – e reforça sobremaneira a importância do tema que se discute no Item 3.5.8 à página 69 adiante, relativo à disponibilidade de recursos de investimento para fazer frente a esta necessidade.

3.2. O cenário de inserção

O cenário de inserção desenvolvido para a análise contempla um ciclo hipotético no qual os dois componentes do binômio taxa de ocupação e respectiva diária média³⁵ oscilam – em tandem, em patamares de um ou mais semestres de duração – ao redor de uma também hipotética média de longo prazo³⁶. Conceituou-se como média de longo prazo o nível de taxa de ocupação e diária média ao qual o protótipo, em regime, gera uma rentabilidade próxima à taxa de atratividade prevalente no mercado. Arbitrou-se ainda, oito ciclos de comportamento que caracterizam fases identificáveis do ciclo completo – quatro abaixo da média de longo prazo e três acima –, que são discutidos adiante. São variáveis neste cenário de inserção [i] a duração total, em semestres, de cada ciclo completo e a distribuição deste total de semestres nos oito ciclos de comportamento – i.e., quantos semestres dura cada patamar – e [ii] a taxa de ocupação e a diária média em cada patamar do ciclo. Para possibilitar a análise da variação de desempenho mercadológico – e a rentabilidade desta decorrente – como função do ponto de inserção do protótipo nos vários patamares ao longo do ciclo, o cenário foi dimensionado para um total de oitenta

³⁴ Vide outras referências ao tema nos Item 3.4 à página 52 e Item 3.5.5 à página 64 adiante.

³⁵ Efetivamente, a variável correta para a análise seria Receita por Apartamento Disponível [RevPAR – *Revenue per Available Room*] na medida em que, via de regra, os dois sempre oscilam solidariamente. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo A – Indicadores da hotelaria. Quando ocorre queda na taxa de ocupação em determinado conjunto competitivo, quase invariavelmente hotéis do conjunto competitivo reagem ajustando diárias para baixo, procurando atrair uma fatia maior da demanda existente. Inversamente, o aumento da taxa de ocupação é quase sempre acompanhado de uma elevação de diárias. Entretanto, como o mercado, em geral, ainda discute com mais facilidade taxa de ocupação e diária média como dois indicadores independentes, estes foram assim mantidos no cenário de inserção.

³⁶ Esta é a linha proposta por Glenn R. Mueller, Ph.D. mencionada no Capítulo 2, Item 2.1 à página 5 [*Long Term Average Occupancy*], que figurativamente representa a fronteira entre as fases de expansão e hiper-oferta, de um lado, e de recessão e recuperação, de outro.

semestres, ao longo dos quais a duração e perfil do ciclo completo arbitrado se repete idêntica e consecutivamente.

Embora parte desta estrutura guarde razoável semelhança com a do cenário de alguns conjuntos competitivos da cidade de São Paulo no período de 1996 até o presente, o cenário de inserção assim estruturado não procura emular uma condição específica ou sequer provável de algum mercado – seja de normalidade ou de exceção –, pois não é o objetivo contemplado. O que se pretende é simplesmente possibilitar a avaliação do impacto do ponto de inserção em um ciclo hipotético de oferta na rentabilidade de um empreendimento hoteleiro. Para tanto, o cenário de inserção necessita apresentar um formato apenas plausível, no qual seja possível avaliar a natureza daquela relação. O **[Quadro 3.1]** à página 43 seguinte sintetiza as principais variáveis da estrutura deste cenário-base.

Quadro 3.1 – Estrutura do cenário-base de inserção					
CICLOS DE COMPORTAMENTO ARBITRADOS	PATAMAR DE TAXA DE RETORNO DO INVESTIMENTO	TAXA DE RETORNO EFETIVA ESPERADA	COMENTÁRIOS	TAXA DE OCUPAÇÃO	DIÁRIA MÉDIA [R\$]¹
I	piso absoluto para a curva	N/A	<i>resultado operacional negativo</i>	25,0%	120,00
II	piso sustentável para a curva	N/A	<i>sem resultado operacional</i>	30,0%	160,00
III	custo de oportunidade	de 5% a 8%		45,0%	200,00
IV	tat setorial	de 8% a 10%		50,0%	215,00
V	tat prevalente	de 10% a 12%	<i>taxa de ocupação de equilíbrio</i>	55,0%	220,00
VI	mercado desequilibrado	de 12% a 14%		60,0%	225,00
VII	mercado alavancado	de 14% a 20%		70,0%	235,00
VIII	mercado muito alavancado	de 20% a 24%	<i>resultado operacional excepcional</i>	75,0%	250,00

¹ Em valores do primeiro trimestre de 2004.

Quadro 3.2 – Configuração do ciclo completo				
EVOLUÇÃO ARBITRADA PARA OS CICLOS DE COMPORTAMENTO	MOVIMENTO DO BINÔMIO TAXA DE OCUPAÇÃO E DIÁRIA MÉDIA	NÚMERO DE SEMESTRES EM CADA CICLO	TAXA DE OCUPAÇÃO	DIÁRIA MÉDIA [R\$]¹
I	→	1	25,0%	120,00
II	↑	1	30,0%	160,00
III	↑	1	45,0%	200,00
IV	↑	1	50,0%	215,00
V	↑	1	55,0%	220,00
VI	↑	1	60,0%	225,00
VII	↑	2	70,0%	235,00
VIII	→	3	75,0%	250,00
VII	↓	3	70,0%	235,00
VI	↓	2	60,0%	225,00
V	↓	2	55,0%	220,00
IV	↓	2	50,0%	215,00
III	↓	2	45,0%	200,00
II	↓	2	30,0%	160,00
DURAÇÃO TOTAL DE UM CICLO COMPLETO		24	SEMESTRES	

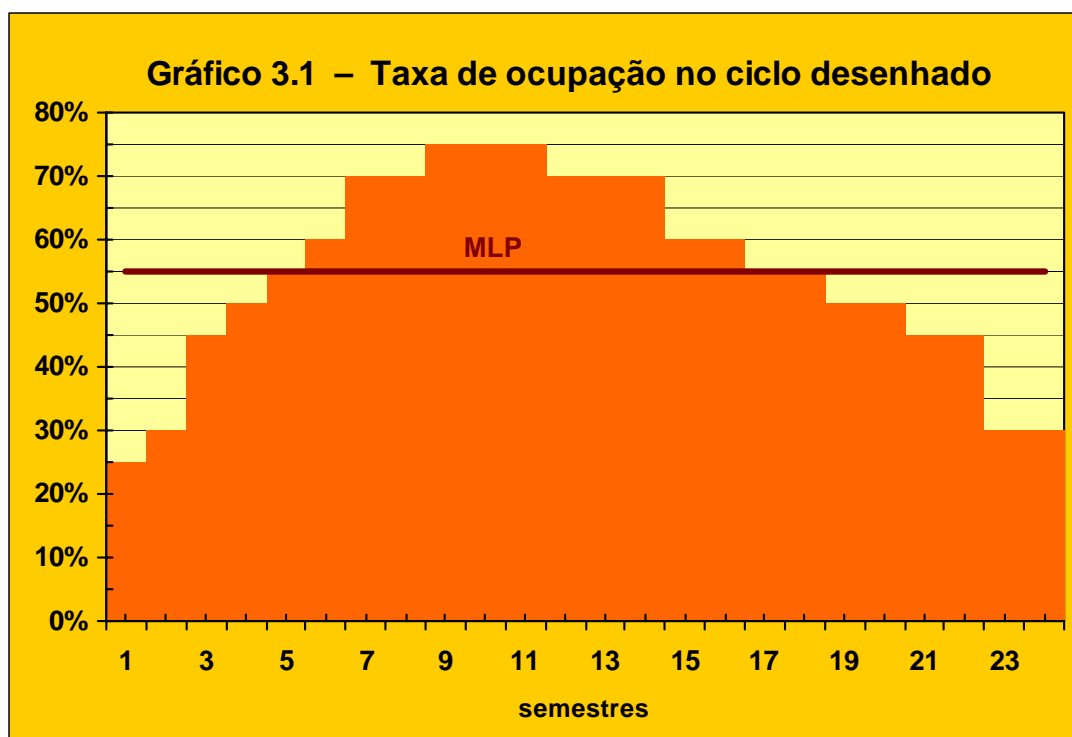
¹ Em valores do primeiro trimestre de 2004.

Os binômios taxa de ocupação e diária média arbitrados para cada um dos oito ciclos de comportamento são aderentes às evidências de comportamento prevalente no mercado. De fato, a oscilação da taxa de ocupação – de 75% a 25% entre os dois ciclos de comportamento extremos – é muito próxima da que efetivamente se observou em diversos conjuntos competitivos³⁷ na cidade de São Paulo, no período de 1996 a 2003. Da mesma forma, a oscilação de diária média – de R\$ 120,00 a 250,00 entre os dois extremos – reflete aproximadamente a variação real observada

³⁷ É o caso, por exemplo, do conjunto competitivo de hotéis da faixa superior do mercado [top], na microrregião da Berrini [caracterizada no Item 3.1 à página 37], que, em termos de taxa de ocupação, no período 2003/04 justamente se encontrava, no *Ciclo de Comportamento I – Piso Absoluto da Curva* –, registrando uma taxa de ocupação média de 26,2% para o ano de 2003 e apresentando uma tendência de desempenho mercadológico ainda sem prenúncio de retomada para 2004.

para os hotéis da faixa superior-média do mercado³⁸ [*upper midmarket*], no mesmo período, entre 1996 e 2003. (Asmussen & Associados)

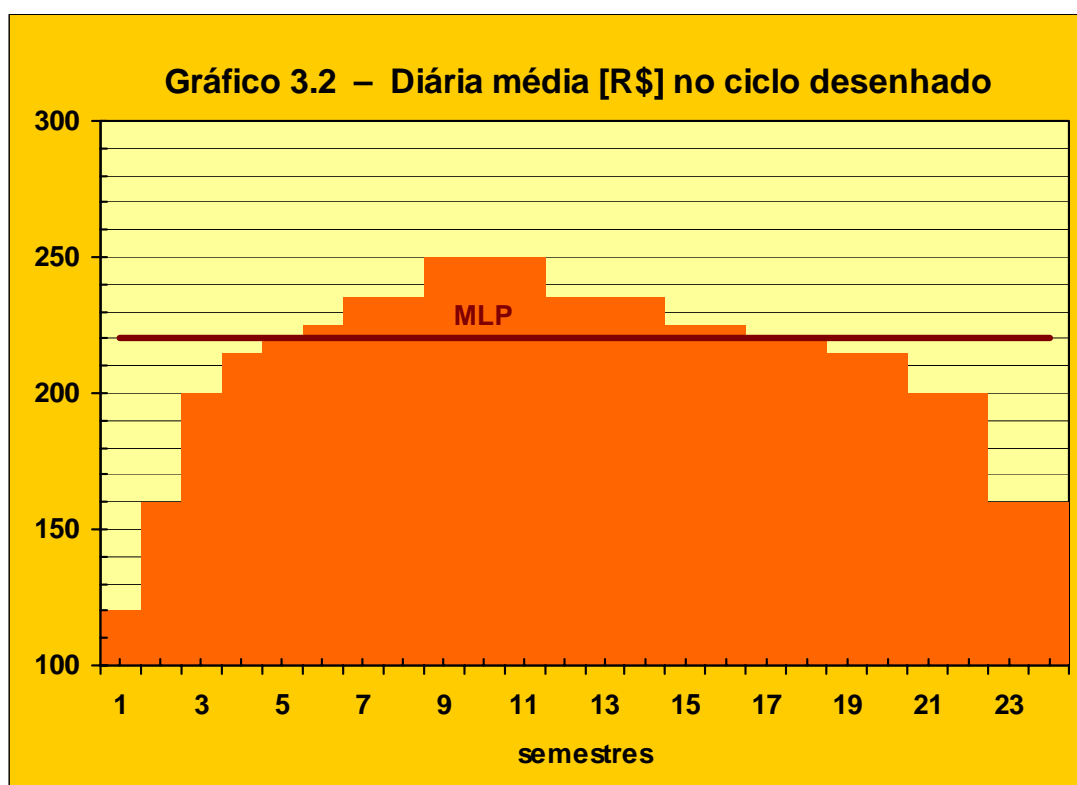
Tomando por base a condição hipotética de um ciclo completo de doze anos, com a distribuição de semestres nos ciclos de comportamento resumida no [Quadro 3.2] à página 44 acima – aqui definida como condição de desenho da análise – e com as variáveis estruturais constantes no [Quadro 3.1] à página 43 acima, o ciclo do cenário-base resultante adquire a forma ilustrada nos [Gráfico 3.1] abaixo e [Gráfico 3.2] à página 46.



Destaca-se aqui a característica, discutida no Capítulo 2, de a evolução ascendente do ciclo ser mais íngreme – tanto no caso da taxa de ocupação como no da diária média – do que a descendente, como resultado de duas condicionantes básicas do mercado: [i] a tendência maior de saída de empreendimentos de um mercado com excesso de oferta e [ii] a velocidade menor na chegada ao mercado de novos empreendimentos

³⁸ De fato, em termos de diária média [ADR], no primeiro semestre de 2004, exatamente aquele conjunto competitivo caracterizado no primeiro parágrafo do Item 3.1, à página 37 acima, também encontrava-se no *Ciclo de Comportamento I – Piso Absoluto da Curva* –, com tarifas médias na casa dos R\$ 120,00.

em um mercado com crescente excesso de demanda. Esta tendência de saída mais acelerada de empreendimentos de mercados que apresentam quadros de insuficiência crônica de demanda em relação à oferta, deve-se simplesmente à dificuldade que os investidores encontram em manter operantes empreendimentos que não logram auferir sequer um Resultado Operacional Líquido [ROL]³⁹. A velocidade menor na chegada ao mercado de novos empreendimentos ante um quadro de crescente escassez de oferta em relação à demanda, deve-se principalmente ao prazo relativamente longo necessário à implantação⁴⁰ de um novo hotel, mas também à reação mais lenta dos investidores aos indicadores de mercado que sinalizam uma eminente escassez de oferta com a conseqüente apreciação na atratividade prevalente dos investimentos no setor.



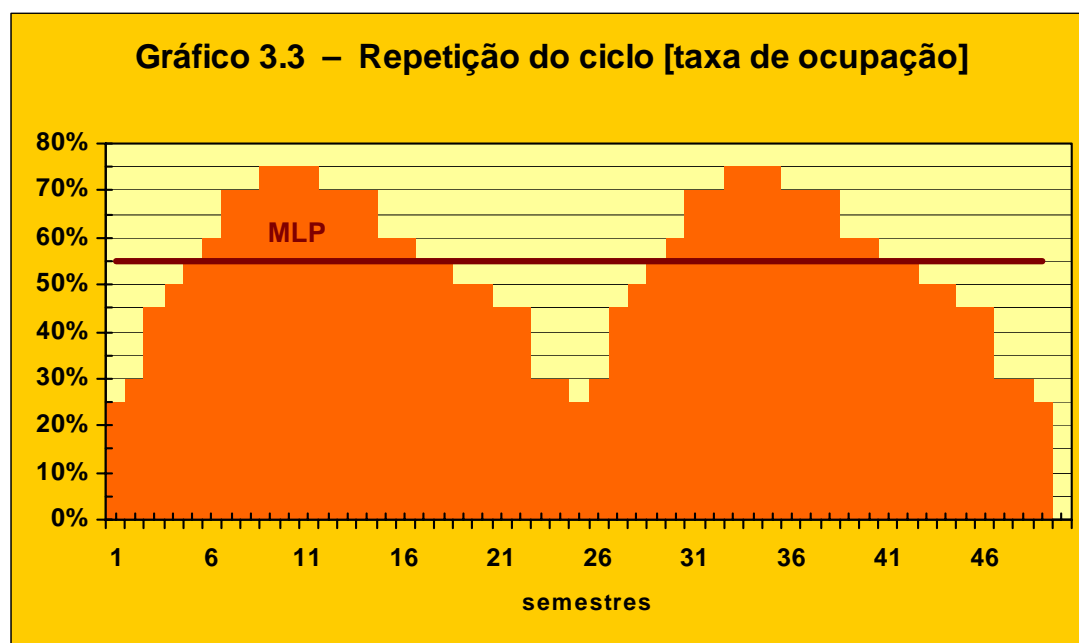
³⁹ Resultado Operacional Líquido refere-se ao resultado auferido antes da dedução dos itens entendidos como ‘não-operacionais’: [i] IPTU e seguros prediais, [ii] a parcela denominada ‘de incentivo’ da remuneração da operadora e [iii] o Fundo para Reposição de Ativos. É o item que, internacionalmente, na hotelaria, é denominado “GOP” [*Gross Operating Profit*]. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo B – GOP: Definição, origem e conceito.

No caso da diária média, observa-se ainda que o movimento se manifesta em incrementos muito menores quando acima da média de longo prazo do que quando nos patamares abaixo desta – a condição é nitidamente visível comparando-se os dois gráficos anteriores –, indicando que, em condições de baixa ocupação, operadores fazem uso intenso de sua estrutura de preços para lograr uma diminuição da perda de ocupação. Na medida em que esta tendência aparentemente ainda se aplica a uma significativa maioria dos operadores em atuação⁴¹ no país, a queda do nível tarifário, de uma forma geral, se processa em incrementos maiores e de forma mais veloz, em condições estressadas de mercado, do que se observa com a taxa de ocupação.

Com a hipotética repetição consecutiva do ciclo, o cenário-base de inserção para quarenta anos toma a forma ilustrada no **[Gráfico 3.3]** à página 48 a seguir. Vale aqui repetir que não se pretende com esta ilustração indicar que um eventual ciclo seguinte efetivamente repetiria o formato do ciclo anterior – ou mesmo, que haveria um ciclo subsequente –, ou que este apresentaria qualquer das outras características que nesta análise lhe são atribuídas. Enfatizamos que este cenário-base foi construído meramente com o intuito de possibilitar a análise do impacto que o ponto de inserção de um empreendimento nele inserido teria em sua rentabilidade, caso efetivamente se observasse um ambiente cíclico para o conjunto competitivo em questão.

⁴⁰ Um prazo de trinta meses para implantar um empreendimento hoteleiro é considerado uma média representativa do que ocorre atualmente, em ambientes urbanos, no país: seis meses para a fase de planejamento e dois anos para produzir, equipar e colocá-lo em operação.

⁴¹ Cabe observar que, não obstante a crescente presença de cadeias operadoras – nacionais e internacionais – no mercado brasileiro, uma maioria ainda substantiva dos hotéis no país são operados de forma independente, por empresas familiares, e apenas uma minúscula parcela destes utiliza os serviços de uma bandeira com penetração ao menos regional. Assim, a manipulação de preços é, para a maior parte destes empreendimentos, a única ferramenta de competitividade eficaz.



3.3. O protótipo

O protótipo está estruturado para refletir relações substantivamente plausíveis entre o binômio taxa de ocupação e diária média, de um lado, e [i] investimento compatível com a competitividade necessária para auferir aquele desempenho mercadológico, [ii] custos operacionais coerentes com os padrões de produto e serviço que sustentam aquela competitividade e [iii] variação de custos operacionais, ao longo da faixa de desempenho mercadológico, que adequadamente contemple a economia de escala⁴² – ou a ausência de – inerente à natureza individual de cada categoria de custo, de outro. As variáveis do protótipo são discutidas a seguir.

O [Quadro 3.3] à página 49 seguir apresenta as variáveis que condicionam a inserção do protótipo no cenário: [i] número do semestre de inserção e duração do período de estabilização, [ii] formato da penetração no cenário e [iii] uma opção para simular

⁴² A relação entre receita [volume de atividade] e os custos operacionais dela decorrentes, usualmente não é linear. Mesmo custos variáveis como, por exemplo, o de insumos – em geral entendidos como uma porcentagem direta da receita que os gerou –, sofrem alterações em níveis baixos de atividade. Outros custos, como o de salários & encargos, além de não apresentarem relação linear com o volume de atividade, reagem a este em patamares. Finalmente, outros custos, como o administrativo & geral, praticamente não crescem acima de determinado nível de atividade. O protótipo procura contemplar os aspectos mais significativos destas relações entre custos e as receitas das quais decorrem.

uma série à revelia do cenário, repetindo linearmente – para todos os vinte anos de análise do protótipo – o binômio ocupação e diária média de um dos oito ciclos de comportamento. Com os valores de variáveis indicados neste **[Quadro 3.3]** abaixo, a inserção do protótipo no cenário reflete um perfil de penetração neutro – índice de penetração igual a 1,00 em todos os vinte anos do horizonte de análise – e seu desempenho mercadológico se confunde com o do próprio cenário⁴³.

Quadro 3.3 – Condições de inserção do protótipo

SEMESTRE DE INSERÇÃO	1	[INÍCIO DA OPERAÇÃO]
PERÍODO DE ESTABILIZAÇÃO	0	[ANOS ATÉ ESTABILIZAÇÃO]
ÍNDICE DE PENETRAÇÃO INICIAL [IPI]	1,00	[EM RELAÇÃO AO CENÁRIO]
ÍNDICE DE PENETRAÇÃO ESTABILIZADA [IPE] ¹	1,00	[EM RELAÇÃO AO CENÁRIO]
PERDA ANUAL DO 8º AO 20º ANOS	0,000	[CENTÉSIMOS DE PENETRAÇÃO]
CONDIÇÃO DE ENSAIO PARA CENÁRIO	0	[0=SEM; 1=COM CENÁRIO]
PATAMAR DE DESEMPENHO SEM CENÁRIO	V	[CICLO DE COMPORTAMENTO: I a VIII]

¹ O IP cresce linearmente do IPI ao IPE no período de estabilização, mantendo o IPE durante o período de otimização [8 anos menos o período de estabilização]. Após, decresce até 1,00 no ano 13. Do ano 13 ao 20 decresce à razão da "perda anual" acima.

O **[Quadro 3.4]** à página 50 seguinte, apresenta as variáveis que caracterizam o investimento no empreendimento hoteleiro hipotético cuja economia o protótipo simula: [i] número de apartamentos e valor, por unidade, do investimento inicial, [ii] fator de inclusão para cálculo do valor ao final do ciclo, que é utilizado para cálculo da taxa de retorno e [iii] valor, por apartamento, de um eventual investimento adicional a ser efetuado em competitividade⁴⁴, que paralelamente se pretende testar. O intuito desta última variável é permitir a discussão das eventuais fronteiras da possível relação entre [i] incremento de investimento – especificamente dirigido à

⁴³ Esta condição pressupõe que o empreendimento já esteja inserido no mercado, o que seria equivalente à aquisição de um empreendimento já em operação, com sua penetração no seu conjunto competitivo já estabilizada. O investidor estaria analisando este investimento – que poderia incluir, além do preço de aquisição, o custo das eventuais renovações ou melhorias necessárias ao nível de competitividade associado ao desempenho mercadológico pretendido – em relação à renda futura.

⁴⁴ Associar competitividade a um investimento fundamenta-se na intensa segmentação do mercado hoteleiro observada na última década. Com intensidade crescente, o público busca satisfazer necessidades e atender expectativas específicas, na escolha de hotel. A capacidade do empreendimento em atender – ou não – às exigências é frequentemente determinante na captura do hóspede. Acesso à Internet em banda larga – um investimento significativo – é um exemplo de expectativa recentemente incorporada ao cardápio do público de negócios.

aquisição de fatores de competitividade – e [ii] o binômio índice de penetração e velocidade de estabilização.

Quadro 3.4 – Características físicas do protótipo

APARTAMENTOS DISPONÍVEIS	250	[NÚMERO TOTAL DE CHAVES]
INVESTIMENTO NA IMPLANTAÇÃO ¹	180	[POR APARTAMENTO, EM R\$ x 1.000]
INVESTIMENTO ADICIONAL EM COMPETITIVIDADE [VERBA ARBITRADA] ²	0	[POR APARTAMENTO, EM R\$ x 1.000]
FATOR DE INCLUSÃO PARA CÁLCULO DO VALOR AO FINAL DO CICLO OPERACIONAL ³	85%	[SOBRE O VALOR NO ANO 20]

¹ Nível de exposição, se o investidor custeou a implantação do empreendimento, ou preço de aquisição no caso do investidor ter tomado esta posição no momento do início da operação.

² O investimento adicional em competitividade é relacionado à intensidade de penetração de mercado no período até a estabilização e durante os anos seguintes [período de otimização], até o ano 12 inclusive. Estes investimentos podem incluir os pré-operacionais tradicionais [promoção e marketing] e outros, em atributos de diferenciação que resultem em aumento de competitividade.

³ O valor ao final do ciclo operacional – que é somado ao valor do RODi do ano 20, para efeito de cálculo da taxa de retorno – é medido no conceito de 'Valor da Oportunidade de Investimento'. Um fluxo de RODi's é arbitrado para os vinte anos seguintes ao ano 20 e o fator de inclusão acima é aplicado sobre o valor deste fluxo descontado para o ano vinte. Vide nota no texto.

As demais variáveis do protótipo são sintetizadas no [Quadro 3.5] à página 51 a seguir e refletem, essencialmente, parâmetros econômicos observáveis na operação de hotéis da faixa superior-média⁴⁵ do mercado [*upper midmarket*], em centros urbanos metropolitanos e de grandes capitais, com características semelhantes às formuladas neste protótipo.

⁴⁵ São os hotéis que disputam a hegemonia da faixa média do mercado [*midmarket*], que abrange os 40% da oferta de apartamentos localizada imediatamente abaixo dos 15% da faixa superior-alta [*upscale*] e os 15% seguintes acima, da faixa superior [*top*]. Vide uma explicação mais detalhada no Anexo C – Patamares de preço.

Quadro 3.5 – Estrutura econômica do protótipo

RECEITA ALIMENTOS E BEBIDAS [A&B]	35%	[DA RECEITA TOTAL]
OUTRAS RECEITAS	10%	[DA RECEITA TOTAL]
CUSTO VARIÁVEL DE HOSPEDAGEM	8,0%	[DA RESPECTIVA RECEITA]
CUSTO VARIÁVEL DE A&B	28,0%	[DA RESPECTIVA RECEITA]
CUSTO VARIÁVEL DE OUTRAS RECEITAS	35,0%	[DA RESPECTIVA RECEITA]
DESPESA DE MARKETING	4,0%	[DA RECEITA TOTAL]
CUSTO MANUTENÇÃO E UTILIDADES [M&U]	5,5%	[DA RECEITA TOTAL]
PARTE FIXA DO CUSTO DE M&U	55%	[DO TOTAL DA DESPESA]
CUSTO ADMINISTRAÇÃO E GERAL [A&G]	4,5%	[DA RECEITA TOTAL]
PARTE FIXA DO CUSTO DE A&G	65%	[DO TOTAL DA DESPESA]
DESPESA COM SALÁRIOS ¹	149,3	[MENSAL, EM R\$ x 1.000]
ENCARGOS E CUSTOS RELACIONADOS	112%	[SOBRE O TOTAL DE SALÁRIOS]
DESPESAS DE MARKETING	4,0%	[DA RECEITA TOTAL]
DESPESA DE MARKETING NO 1º ANO	1,20	[DA % DO ANO ESTABILIZADO]
PISO MÍNIMO PARA MARKETING ²	360	[VERBA ANUAL, R\$ x 1.000]
TAXA DE GERENCIAMENTO BÁSICA	3,0%	[DA RECEITA TOTAL LÍQUIDA]
TAXA DE GERENCIAMENTO INCENTIVO	12,0%	[DA ROL DO PERÍODO]
IPTU E SEGURO	650	[VERBA POR APARTAMENTO]
FUNDO DE REPOSIÇÃO [FRA]	4,0%	[DA RECEITA TOTAL]
FUNDO DE REPOSIÇÃO NO 1º ANO	1,0%	[DA RECEITA TOTAL]
IMPOSTO – ISS	5,0%	[DA RESPECTIVA RECEITA]
IMPOSTO – ICMS	17,5%	[DA RECEITA MENOS CUSTO]
IMPOSTO – PIS/Cofins ³	3,65%	[DA RECEITA TOTAL]
IMPOSTO – CPMF	0,38%	[DA RECEITA TOTAL]

¹ A despesa total de salários é estimada com base em uma escala de cargos e salários especificamente desenvolvida para este protótipo. Entre cada um dos ciclos de comportamento [faixa de taxa de ocupação], a despesa de salários varia proporcionalmente à taxa de ocupação entre dois patamares distintos de escala de cargos, desenhados para atender àquela faixa de taxas de ocupação.

² Piso arbitrado para as despesas anuais de marketing – admitindo que, em condições de receitas abaixo de níveis sustentáveis, haverá necessidade ainda maior de efetuar investimentos em marketing [ao menos mínimos] que excederão ao parâmetro percentual.

³ Optamos por manter esta alíquota e metodologia de cálculo para a Cofins, na medida em que a Lei 10.833 de 20 de dezembro de 2003, que autorizou o aumento da alíquota de 3% da receita para 7,6% do valor agregado, foi suspensa para o setor de hotéis e restaurantes em 29 de abril de 2004. De toda forma, em pouco difere o valor resultante: de fato, 7,6% do valor agregado – que é algo entre 33 e 51% da receita total [dependendo do nível de desempenho mercadológico] –, é muito próximo, na média, a 3,0% da própria receita total.

3.3.1. O cálculo da rentabilidade

A metodologia de cálculo da rentabilidade neste protótipo segue a recomendação do Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, **Arbitragem De Valor Para Hotéis**. (Rocha Lima, 2000) A partir dos parâmetros para receitas e despesas apresentados no **[Quadro 3.5]** acima – combinados com os parâmetros de desempenho mercadológico determinados pelo cenário de inserção construído e pelo regime de penetração

arbitrado – é calculada uma série de Resultado Operacional Disponível **[RODi]**⁴⁶ para os primeiros vinte anos do ciclo operacional. A seguir é calculado o valor ao final do ciclo operacional **[VOI₂₀]** – no conceito de Valor da Oportunidade de Investimento – arbitrando a série de **[RODi]** para os vinte anos seguintes [anos 21 ao 40]. No caso, em coerência com o cenário arbitrado, repete-se a série de **[RODi]** dos anos 1 a 20. Em seguida, esta segunda série de **[RODi]** é descontada à taxa de atratividade setorial [vide Quadro 3.6 à página 53] para o ano 20 e o valor resultante é somado ao **[RODi]** daquele ano. Finalmente, é calculada a taxa de retorno **[TRR]** do fluxo completo de investimento e retorno, composto do investimento inicial e desta série de **[RODi]** – que inclui o **[VOI₂₀]** – do período operacional, calculada conforme acima sintetizado.

3.4. Desempenho de referência

De um ensaio de aferição de desempenho do protótipo, com uma inserção sem viés – conforme ilustrada no **[Quadro 3.3]**, à página 49 –, em um cenário linear, com taxas de ocupação e diárias médias dos ciclos de comportamento listados no **[Quadro 3.1]**, à página 43, resultam os indicadores de desempenho sintetizados no **[Quadro 3.6]** à página 53 a seguir. Aqueles indicadores – individualmente e em seu conjunto – são adotados como referência de desempenho para as subseqüentes análises de impacto deste trabalho. Vale ressaltar que, na medida em que todas as análises são realizadas em valores do momento de inserção **[V₀]** – sem ajustar receitas ou despesas para o efeito de uma eventual inflação no período – foi adotado como pressuposto que estas evoluirão, ao longo dos vinte anos da análise, submetidos a um regime homogêneo de inflação que, portanto, não causa desvios nos resultados. Entendemos válida esta simplificação neste contexto, considerando que o foco das análises não é uma efetiva arbitragem de valor de um empreendimento, mas a avaliação do impacto do ponto de inserção na rentabilidade de um empreendimento hipotético. Isto é, o contexto desta análise é um de diferencial de rentabilidade e não de rentabilidade propriamente dita.

⁴⁶ Resultado Operacional Disponível é o resultado final do negócio hoteleiro, disponível para um eventual serviço de dívida, Imposto sobre a Renda, e remuneração do investidor. O item resulta da dedução das chamadas ‘despesas não-operacionais’ – IPTU, seguro predial, fundo para Reposição de Ativos e a remuneração dita ‘de incentivo’ da operadora – do valor do Resultado Operacional Líquido [nota 39 à página 46]. Vide uma discussão mais detalhada no Anexo B – GOP: Definição, origem e conceito.

Quadro 3.6 – Desempenho operacional e rentabilidade do protótipo, nas condições de desenho, com desempenho mercadológico homogêneo em vinte anos, nos padrões de taxa de ocupação e diária média arbitrados para os oito ciclos de comportamento

CICLOS DE COMPOR-TAMENTO ARBITRADOS	PATAMAR DE TAXA DE RETORNO DO INVESTIMENTO	COMEN-TÁRIOS	TAXA DE DE OCUPA-ÇÃO	DIÁRIA MÉDIA [R\$] ¹	DESEMPENHO OPERACIONAL		TAXA DE RETORNO EFETIVA ² [TRR]
					[ROL]	[RODi]	
I	piso absoluto para a curva	<i>resultado operacional negativo</i>	25,0%	120,00	-15,4%	-22,6%	N/A
II	piso sustentável para a curva	<i>sem resultado operacional</i>	30,0%	160,00	7,5%	0,6%	N/A
III	custo de oportunidade		45,0%	200,00	28,4%	19,9%	5,21%
IV	tat setorial		50,0%	215,00	31,9%	23,1%	8,67%
V	tat prevalente	<i>taxa de ocupação de equilíbrio</i>	55,0%	220,00	35,4%	26,3%	11,61%
VI	mercado desequilibrado		60,0%	225,00	37,0%	27,8%	13,96%
VII	mercado alavancado		70,0%	235,00	40,2%	30,8%	18,96%
VIII	mercado muito alavancado	<i>resultado operacional excepcional</i>	75,0%	250,00	42,2%	32,6%	22,86%

¹ Em valores do primeiro trimestre de 2004.

² A análise de rentabilidade é efetuada em valores do momento da conclusão do investimento [V₀ para o investidor que se posiciona para operar o empreendimento, sem necessariamente ser o agente responsável por sua implantação, o *developer*].

Vale destacar também que os indicadores de desempenho obtidos são plausíveis sob a ótica do mercado hoteleiro brasileiro e estão alinhados com médias verificadas em empreendimentos mercadologicamente exitosos e bem operados, na faixa proposta para o protótipo: um [ROL] de 35% da receita total em uma condição de equilíbrio e pouco acima de 42% para condições superlativas. O ensaio confere, assim, um nível adequado de confiabilidade à competência do protótipo para emular condições operacionais reais. As taxas de retorno efetivas resultantes, por sua vez, são próprias das condições de atratividade caracterizadas no cenário – lembrando que a análise é

realizada em valores do momento inicial da operação [inserção inicial no mercado] – e são coerentes com expectativas médias do mercado investidor, no Brasil, em geral.

Nesta condição de inserção de desenho – inserção no primeiro semestre do ciclo e sem um perfil diferenciado de penetração – 71% da capacidade de investimento, em valores de $[V_0]$, é recuperada nos primeiros dez anos de operação [vide tabela abaixo].

Taxa de recuperação da capacidade de investimento				
PERÍODO DE FORMAÇÃO	À TRRa¹		À TRR	
	R\$ $[V_0]$	%	R\$ $[V_0]$	%
PRIMEIROS CINCO ANOS [ANOS 1 A 5]	8.290	18%	7.734	17%
CINCO ANOS SEGUINTE [ANOS 6 A 10]	23.719	53%	21.008	47%
PENÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 11 A 15]	3.333	7%	2.768	6%
ÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 16 A 20]	9.657	21%	13.490	30%

¹ Sem considerar o valor da oportunidade de investimento ao fim do ciclo operacional $[VOL_{20}]$.

Cumpra, por fim, enfatizar que os níveis de oscilação de desempenho mercadológico aqui definidos como ‘condições de desenho’ – que são rigorosamente representativos da realidade de mercado atual, no Brasil – são característicos de mercados imaturos, em formação. Como discutido no Capítulo 2, mercados hoteleiros mais consolidados, em países com economias menos voláteis, possivelmente apresentarão amplitudes de oscilação substantivamente mais estreitas. Neste contexto, o propósito deste trabalho é, justamente quantificar o impacto do ponto de inserção no ciclo para amplitudes e durações de ciclo variados, representativos de diversas condições de mercado.

3.5. Análise de impacto

O processo de análise de impacto que se segue tem como objetivo básico comparar a rentabilidade do protótipo para diversas combinações de cenário e regime de inserção com o desempenho de referência caracterizado acima no Item 3.4, à página 52. Para propiciar uma lógica de análise mais progressiva e conferir clareza à interpretação dos resultados, serão testados primeiro os principais impactos diretamente resultantes do ponto de inserção – para diversos cenários entendidos como sendo suas prováveis fronteiras de variação: [i] cenários com amplitudes menores que o de desenho e

[ii] cenários com durações mais curta e mais longa que o de desenho [que é de 24 semestres].

Posteriormente serão testados seletivamente – em alguns cenários significativos – os impactos de outros fatores, como [i] índices de penetração e tempos de estabilização diversos dos de referência, [ii] cenários submetidos a distúrbios e [iii] a relação entre o aumento do regime de penetração de mercado e eventuais investimentos adicionais em fatores de competitividade.

3.5.1. Impacto do ponto de inserção no cenário desenho

A primeira averiguação de impacto contempla simplesmente a realização da inserção no cenário desenho em cada um dos semestres, até completar um ciclo completo. Resultará, para cada inserção, uma taxa de retorno que será comparada à da referência. Como exemplo, a linha verde no **[Gráfico 3.4]** à página 56 a seguir, ilustra a série de taxas de ocupação para uma inserção no semestre seis do cenário. Da mesma forma, para uma inserção no semestre dezoito, a série de taxas de ocupação seria a do **[Gráfico 3.5]** também à página 56 adiante. É nítida a diferença entre as inserções: na primeira, os seis primeiros anos de operação ocorrem em um ambiente de cenário em que as taxas de ocupação se encontram todas acima da média de longo prazo, enquanto na segunda, todas as taxas de ocupação dos seis primeiros anos estão abaixo da MLP [observe os destaques pontilhados, em azul, nos gráficos].

No ensaio com inserções nos vinte e quatro pontos consecutivos – um ciclo completo para este cenário de inserção – as taxas de retorno resultantes variam de um máximo de 14,98% para a inserção no semestre seis a um mínimo de 9,38% para a inserção no semestre dezoito. As duas taxas são substantivamente distantes uma da outra – 5,6 pontos percentuais, ou uma variação efetiva de mais de 37% – mas é a diferença na taxa de recuperação da capacidade de investimento **[TRCI]** que sinaliza a verdadeira significância do ponto de inserção para a rentabilidade de um investimento hoteleiro, em cenários de mercado sujeitos a um ciclo de oferta.

Gráfico 3.4 – Ocupação, inserção de referência no semestre seis do cenário desenhado

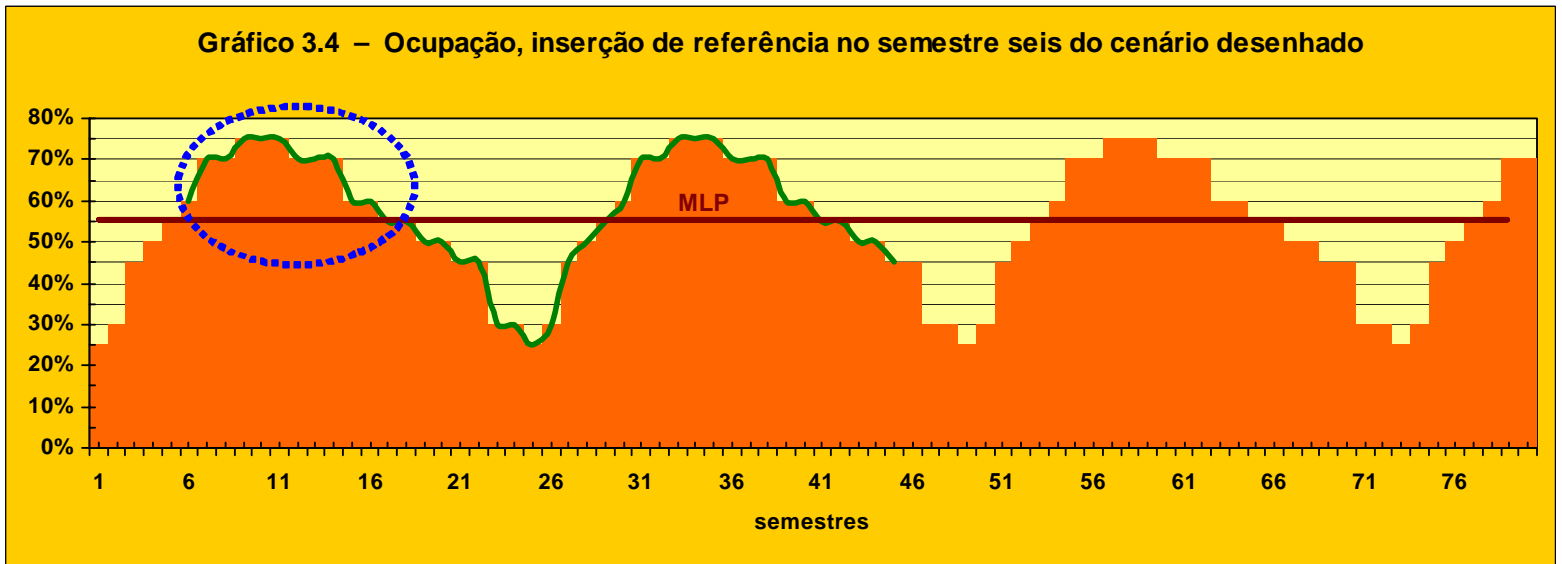
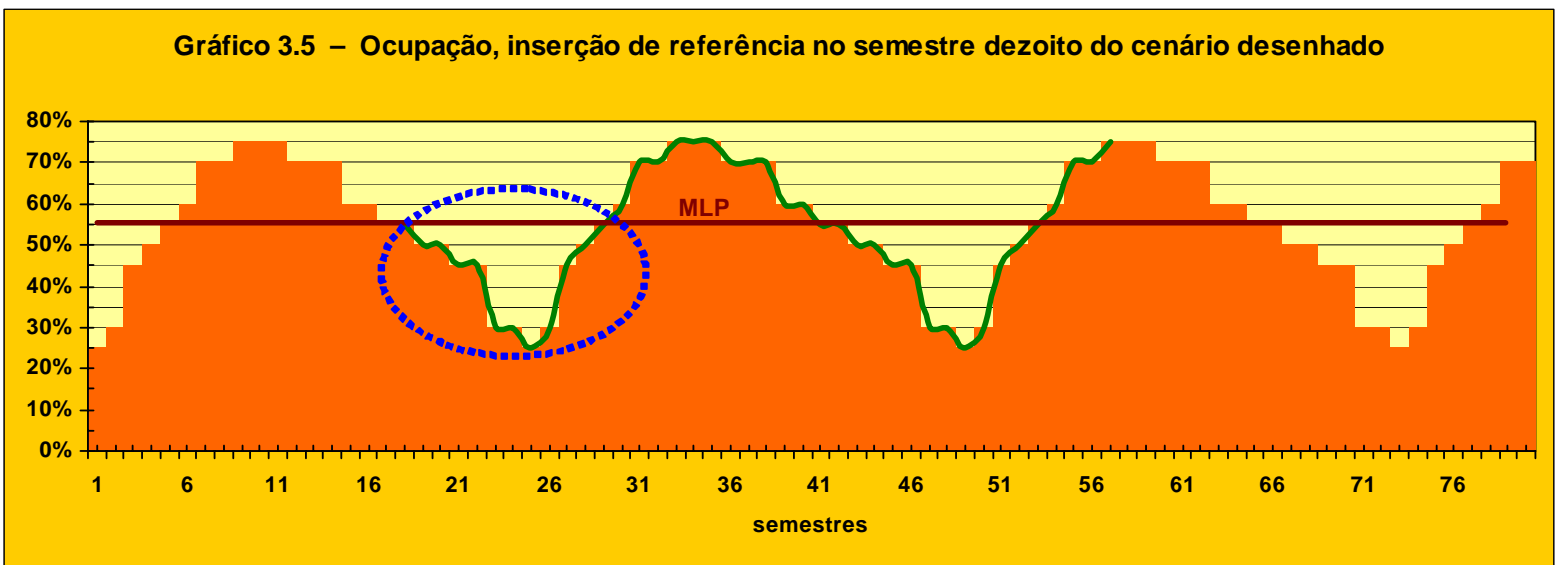


Gráfico 3.5 – Ocupação, inserção de referência no semestre dezoito do cenário desenhado



Na inserção no semestre seis uma parcela quase três vezes maior de sua capacidade de investimento é recuperada nos seis primeiros anos – 69% do investimento inicial de R\$ 45.000 mil é recuperado neste período, em valores de $[V_0]$ –, à $[TRR]$, enquanto na inserção no semestre dezoito apenas 25% daquele investimento é recuperado em período equivalente [vide tabela]. A evolução da série completa de $[TRR]$'s dos vinte e quatro pontos de inserção pode ser observada no **[Gráfico 3.8]** à página 60 adiante.

Recuperação da capacidade de investimento à $[TRR]$		
	R\$ $[V_0]$	%
PARA INSERÇÃO NO SEMESTRE 18 DO CENÁRIO-BASE	11.261	25%
PARA INSERÇÃO NO SEMESTRE 6 DO CENÁRIO-BASE	31.154	69%

3.5.2. Impacto do ponto de inserção em cenários de menor amplitude

Ante a evidência resultante do ensaio no cenário desenho, compete então ampliar a investigação para abranger cenários com amplitudes menores, considerando que o cenário desenho – não obstante plausível, na medida em que retrata a condição real recente de vários conjuntos competitivos da cidade de São Paulo, conforme exposto no Item 3.2 à página 41 – deve ser entendido como fronteira superior para a amplitude de flutuação do binômio taxa de ocupação e diária média, neste ciclo hipotético.

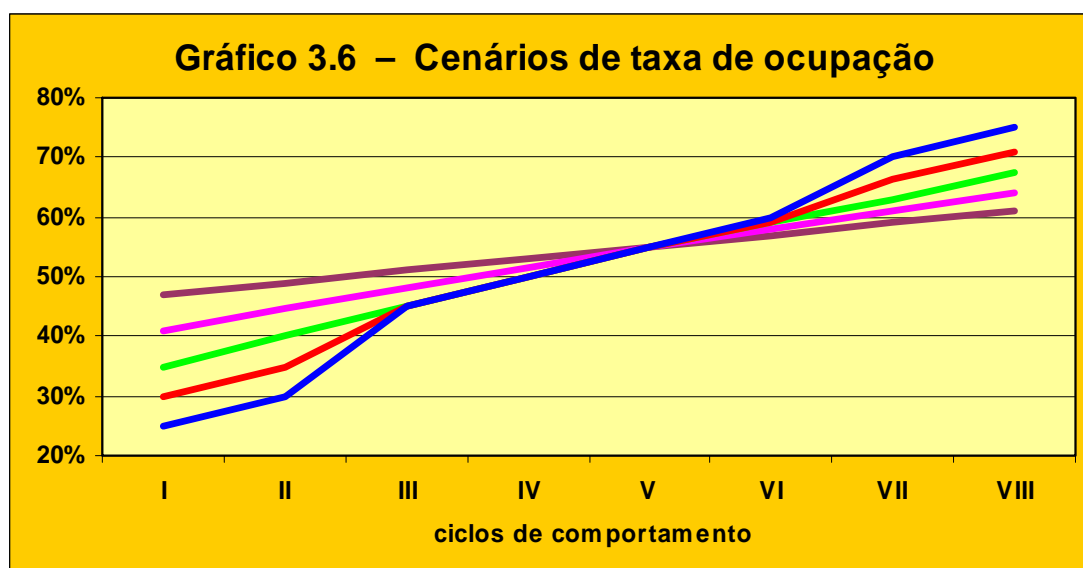
Para esta averiguação subsequente, foram construídos outros quatro cenários, cada qual apresentando amplitude menor que a anterior, podendo a última ser entendida não como fronteira inferior – esta, naturalmente, seria a de um cenário sem qualquer oscilação –, mas como limite inferior de significância para efeito da análise de impacto do ponto de inserção. Com amplitude menor que aquela, o ensaio perde seu objetivo. A construção destes cenários adicionais, pautou-se pelos seguintes critérios: [i] taxas de ocupação arbitradas de forma a constituir, em cada cenário, uma involução natural do anterior e [ii] diárias médias compatíveis – segundo uma certa lógica de mercado⁴⁷ – com as respectivas taxas de ocupação de cada um dos ciclos de

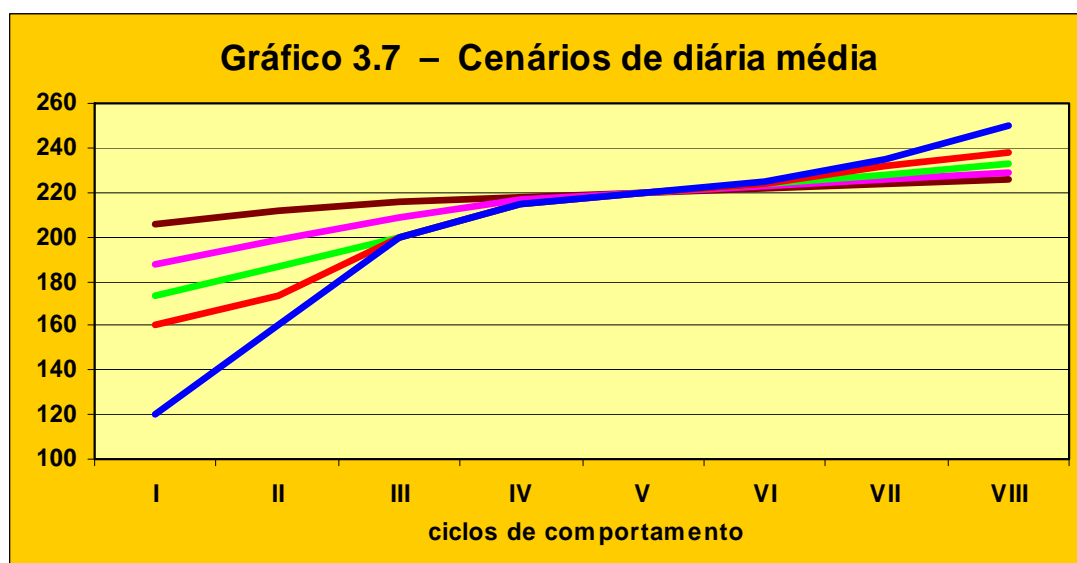
⁴⁷ Trata-se da lógica de correlação entre taxa de ocupação e diária média discutida acima no Item 3.2, no parágrafo à página 47.

comportamento daquele cenário. O conjunto das variáveis dos cenários resultantes está resumido na tabela à página 54 a seguir.

Cenários para inserção do protótipo										
CENÁRIO	1	2	3	4	BASE	1	2	3	4	BASE
COR										
CICLO	TAXAS DE OCUPAÇÃO					DIÁRIAS MÉDIAS				
I	47,0%	41,0%	35,0%	30,0%	25,0%	206,00	188,00	173,00	160,00	120,00
II	49,0%	44,5%	40,0%	35,0%	30,0%	212,00	199,00	187,00	173,00	160,00
III	51,0%	48,0%	45,0%	45,0%	45,0%	216,00	209,00	200,00	200,00	200,00
IV	53,0%	51,5%	50,0%	50,0%	50,0%	218,00	217,00	215,00	215,00	215,00
V	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	220,00	220,00	220,00	220,00	220,00
VI	57,0%	58,0%	59,0%	59,0%	60,0%	222,00	223,00	224,00	224,00	225,00
VII	59,0%	61,0%	63,0%	66,5%	70,0%	224,00	226,00	228,00	232,00	235,00
VIII	61,0%	64,0%	67,5%	71,0%	75,0%	226,00	229,00	233,00	238,00	250,00

Uma representação gráfica destas séries é apresentada nos [Gráfico 3.6] abaixo e [Gráfico 3.7] à página 59 a seguir, que ilustram sua abrangência e seqüência natural. Cumpre ainda destacar que as diárias médias tendem a cair mais intensamente quanto mais as respectivas taxas de ocupação se distanciam abaixo da média de longo prazo – esta condição é nítida na ilustração –, ao passo que sobem proporcionalmente menos que as taxas de ocupação, acima daquela [MLP].





Nas movimentações abaixo da [MLP] as reduções de preços tendem a ser mais intensas para assegurar que o efeito pretendido – adquirir fatia adicional de mercado para compensar a perda de ocupação – efetivamente seja alcançado enquanto, acima da [MLP] os aumentos são mais cautelosos, visando auferir ganhos de receita sem, entretanto, perder ocupação.

A amplitude dos binômios taxa de ocupação e diária média para os cinco cenários está resumida na tabela abaixo. Como se depreende dos dados da tabela, qualquer cenário com amplitude menor que a do [CENÁRIO 1] – o qual propõe oscilações de catorze pontos percentuais na taxa de ocupação e de apenas vinte Reais na diária média – representaria um ambiente de mercado praticamente estável, sem influência de uma condição cíclica e sua análise, no contexto deste trabalho, seria, sem sentido.

Amplitude dos cenários de inserção								
CENÁRIO	AMPLITUDE		VARIAÇÃO ¹	AMPLITUDE		VARIAÇÃO	VAR % ²	
BASE	25,0%	a 75,0%	50	120,00	a 250,00	130,00	52,0%	
CENÁRIO 4	30,0%	a 71,0%	41	160,00	a 238,00	78,00	32,8%	
CENÁRIO 3	35,0%	a 67,5%	33	173,00	a 233,00	60,00	25,8%	
CENÁRIO 2	41,0%	a 64,0%	23	188,00	a 229,00	41,00	17,9%	
CENÁRIO 1	47,0%	a 61,0%	14	206,00	a 226,00	20,00	8,8%	

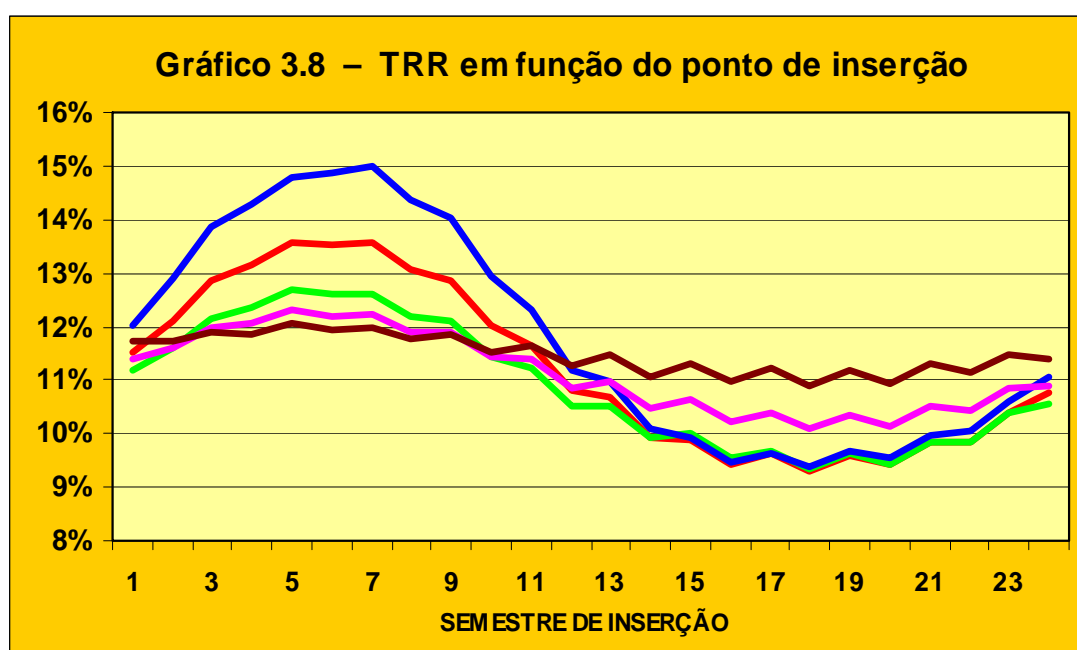
¹ Em pontos percentuais

² Em relação ao limite superior de cada cenário

O [Gráfico 3.8] abaixo resume o desempenho resultante da inserção em vinte e quatro semestres consecutivos, nos cinco cenários acima caracterizados. A oscilação da taxa de retorno [TRR], mesmo no **CENÁRIO 1** – o de menor amplitude –, ainda é significativa: 1,14 pontos percentuais, ou 9,48%. Entretanto, a recuperação da capacidade de investimento é novamente a diferença mais significativa entre o desempenho dos extremos de inserção [vide tabela abaixo].

Perfil de recuperação da capacidade de investimento à [TRR]				
PERÍODO DE FORMAÇÃO	INSERÇÃO NO SEMESTRE 5		INSERÇÃO NO SEMESTRE 18	
	PRIMEIROS CINCO ANOS [ANOS 1 A 5]	20.646	46%	16.963
CINCO ANOS SEGUINTE [ANOS 6 A 10]	10.240	23%	12.486	28%
PENÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 11 A 15]	6.106	14%	6.549	15%
ÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 16 A 20]	8.008	18%	9.002	20%

O que se depreende dos resultados desta primeira fase de análise, é que efetivamente se verifica um impacto significativo do ponto de inserção de um empreendimento em um cenário cíclico – qualquer que seja a amplitude deste cenário de inserção – e que este impacto se manifesta mais intensamente na taxa de recuperação da capacidade de investimento, embora a variação verificada na própria taxa de retorno também seja substantiva.



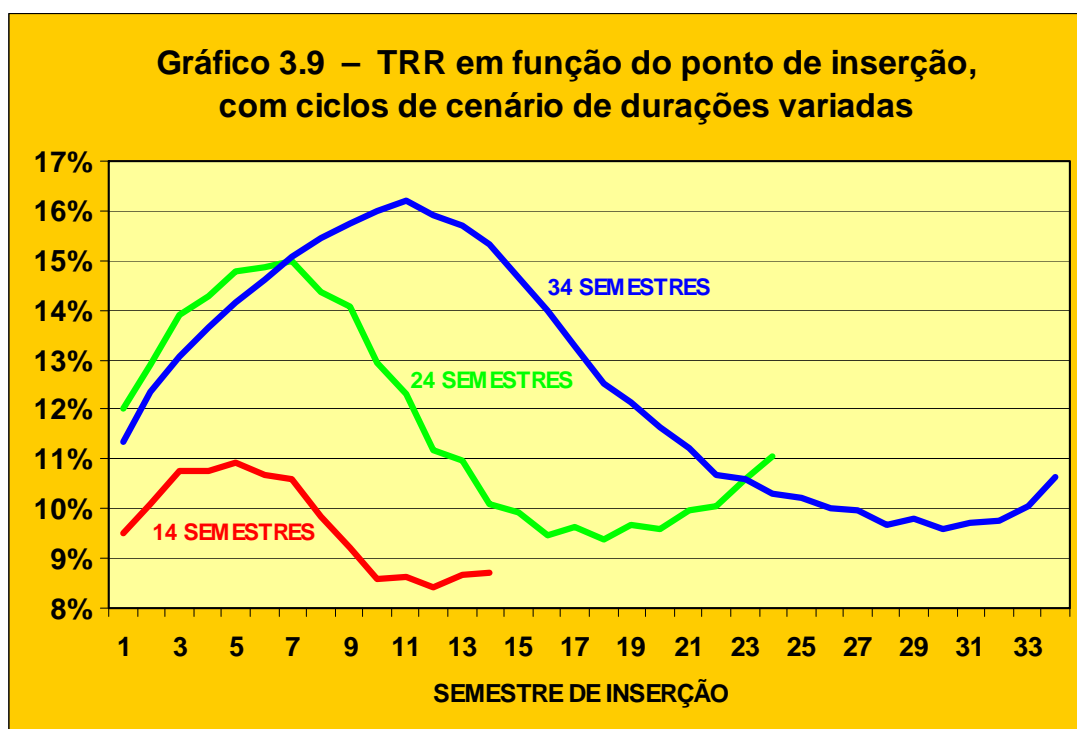
Na tabela abaixo são sintetizadas, para cada um dos cinco cenários, a diferença entre o perfil de recuperação da capacidade de investimento – ao longo dos quatro períodos – medida respectivamente para os pontos de inserção de melhor e de pior resultado, expressa em pontos percentuais. A diferença verificada nos cinco primeiros anos entre a [TRCI] para os dois pontos extremos de inserção é claramente substantiva, mesmo no cenário menos agressivo em termos de amplitude.

Recuperação da capacidade de investimento à [TRR]					
<i>diferença entre as porcentagens recuperadas em cada período na melhor e na pior inserção [em pontos percentuais]</i>					
CENÁRIO →	1	2	3	4	BASE
PERÍODO ↓					
PRIMEIROS CINCO ANOS [ANOS 1 A 5]	8,2	17,3	26,6	36,1	45,3
CINCO ANOS SEGUINTE [ANOS 6 A 10]	(5,0)	(10,5)	(16,4)	(25,7)	(32,2)
PENÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 11 A 15]	(1,0)	(2,9)	(4,5)	(2,3)	(3,3)
ÚLTIMOS CINCO ANOS [ANOS 16 A 20]	(2,2)	(3,9)	(5,7)	(8,1)	(9,9)

3.5.3. Impacto do ponto de inserção em cenários com duração diversa

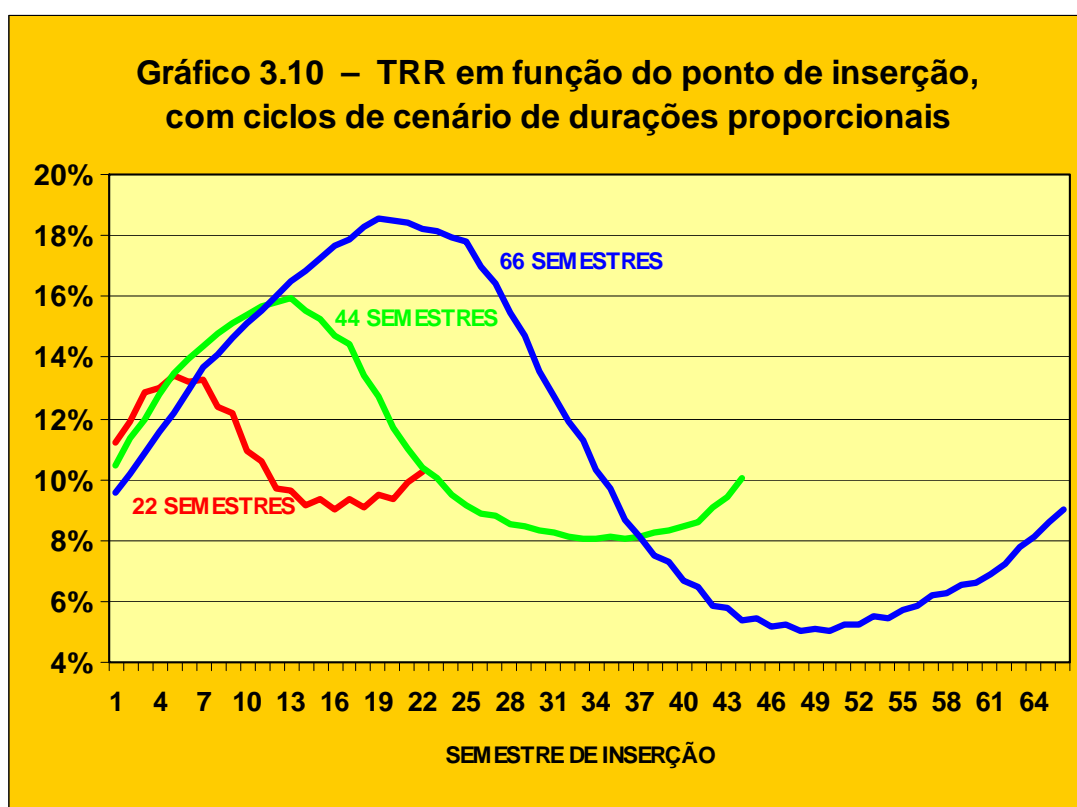
Identificada a natureza e a sensibilidade do impacto ao longo de uma faixa de ciclos com amplitudes variadas, compete em seguida averiguar a sensibilidade do impacto à duração dos ciclos. Para tanto foram construídos, de início, dois cenários alternativos – a partir do cenário-base anteriormente caracterizado [respectivamente somando e subtraindo dez semestres] –, um com duração maior, de trinta e quatro semestres, e outro com duração menor, de apenas catorze semestres. O resultado deste ensaio, ilustrado no [Gráfico 3.9] à página 62 seguinte, indica que a duração do ciclo, *per se*, impacta pouco a rentabilidade – seja em termos de taxa de retorno, seja no contexto do perfil de sua formação. A oscilação observável de desempenho ainda é função quase exclusiva da amplitude do cenário: à medida em que a duração do ciclo completo no cenário passa a ser significativamente diversa dos vinte anos do ciclo operacional, ocorre, ao longo do ciclo operacional, distribuições desequilibradas de semestres com melhor – ou pior – desempenho mercadológico. Quando a duração do ciclo do cenário é próxima à do ciclo operacional, para qualquer que seja o ponto de inserção, haverá uma proporção aproximadamente igual de semestres melhores e piores no ciclo operacional. O que de fato impacta a rentabilidade, conforme foi visto

anteriormente, é a ordem de ocorrência dos semestres melhores e piores: quando se concentra mais semestres melhores nos primeiros anos do ciclo operacional, verifica-se uma rentabilidade melhor e, inversamente, quando mais semestres de desempenho mercadológico inferior se concentram nos primeiros anos do ciclo operacional, ocorre uma queda na rentabilidade. No **[Gráfico 3.9]** abaixo observa-se ainda um viés resultante da construção do cenário: [i] ao ampliar a duração, acrescentando dez semestres ao ciclo, a tendência natural foi de concentrar mais semestres na parte da curva que está localizada acima da média de longo prazo e; da mesma forma, [ii] ao diminuir dez semestres, também foi natural subtraí-los da parte superior da curva. Na medida em que a unidade de duração adotada no modelo é um semestre, a flexibilidade para construir cenários alternativos de durações variadas, mas com perfis proporcionalmente semelhantes é limitada.



O **[Gráfico 3.10]** à página 63 seguinte apresenta um conjunto de três ciclos de cenário de durações proporcionais – construídos especificamente para testar a tese acima – que consubstancia aquela interpretação. No segundo ciclo, o número de semestres em cada patamar de comportamento foi duplicado e, no terceiro, este último número de semestres foi ampliado em 50%. As curvas indicam nitidamente que a diferença de

variação da [TRR] entre os três cenários com duração distinta resulta exclusivamente da distribuição desequilibrada de semestres com desempenho mercadológico melhor ou pior. Por exemplo, no cenário de sessenta e seis semestres – trinta e seis semestres de taxa de ocupação igual ou acima da [MLP] logo no início –, a inserção no semestre dezoito concentra, respectivamente, três anos com 70% de ocupação, três com 75%, três com 70% e um com 60% nos primeiros dez anos do ciclo operacional.



3.5.4. Síntese dos impactos condicionados pelo desenho de cenário

Em conclusão a esta fase de análise, que se concentrou nos impactos relacionados ao diferentes desenhos de cenários de inserção⁴⁸, a tabela à página 64 a seguir sintetiza os principais indicadores resultantes das inserções nos diversos cenários construídos. Duas constatações são inevitáveis: [i] em um ambiente no qual as taxas de retorno prevalentes oscilam ao redor de 10%, uma diferença de alguns pontos percentuais –

⁴⁸ Os três cenários com variação da duração do ciclo completo utilizados no [Gráfico 3.10] acima foram omitidos desta síntese, uma vez que não representam variação em torno do cenário-base, mas apenas ciclos arbitrários construídos para ilustrar a natureza do impacto da duração dos ciclos na rentabilidade.

de 1,1 a 6,6 – entre os extremos de desempenho é substantiva e [ii] uma variação, entre extremos, de dezenas de pontos percentuais – de 8 a 50 – na taxa de recuperação da capacidade de investimento [TRCI], nos primeiros cinco anos, o é ainda mais. Certamente não são níveis de oscilação de desempenho que possam ser ignorados em um contexto de planejamento estratégico de empreendimentos.

SÍNTESE DE DESEMPENHO PARA OS CENÁRIOS TESTADOS							
<i>Taxas de retorno [TRR] e respectivo semestre de inserção</i>							
ITEM	AMPLITUDE				BASE	DURAÇÃO	
	1	2	3	4		A	C
PERFIL DO CENÁRIO							
DURAÇÃO [SEMESTRES]	24	24	24	24	24	14	34
AMPLITUDE OCUPAÇÃO ¹	14	23	33	41	50	50	50
AMPLITUDE DIÁRIAS ²	20,00	41,00	60,00	78,00	130,00	130,00	130,00
FRONTEIRAS DE DESEMPENHO							
SUPERIOR	12,0%	12,3%	12,7%	13,6%	15,0%	10,9%	16,2%
SEMESTRE INSERÇÃO	5	5	5	7	7	5	11
INFERIOR	10,9%	10,1%	9,4%	9,3%	9,4%	8,4%	9,6%
SEMESTRE INSERÇÃO	18	18	18	18	18	12	30
VARIAÇÃO ENTRE FRONTEIRAS							
PONTOS PERCENTUAIS	1,1	2,2	3,3	4,3	5,6	2,5	6,6
PORCENTOS ³	10,5%	22,2%	35,7%	46,0%	59,7%	29,9%	69,2%
FORMAÇÃO NOS PRIMEIROS CINCO ANOS							
FRONTEIRA SUPERIOR	46%	49%	53%	59%	64%	49%	66%
FRONTEIRA INFERIOR	38%	32%	26%	23%	19%	27%	16%

¹ Em pontos percentuais, entre as taxas de ocupação extremas

² Em Reais, entre as diárias médias extremas

³ Em relação à fronteira inferior

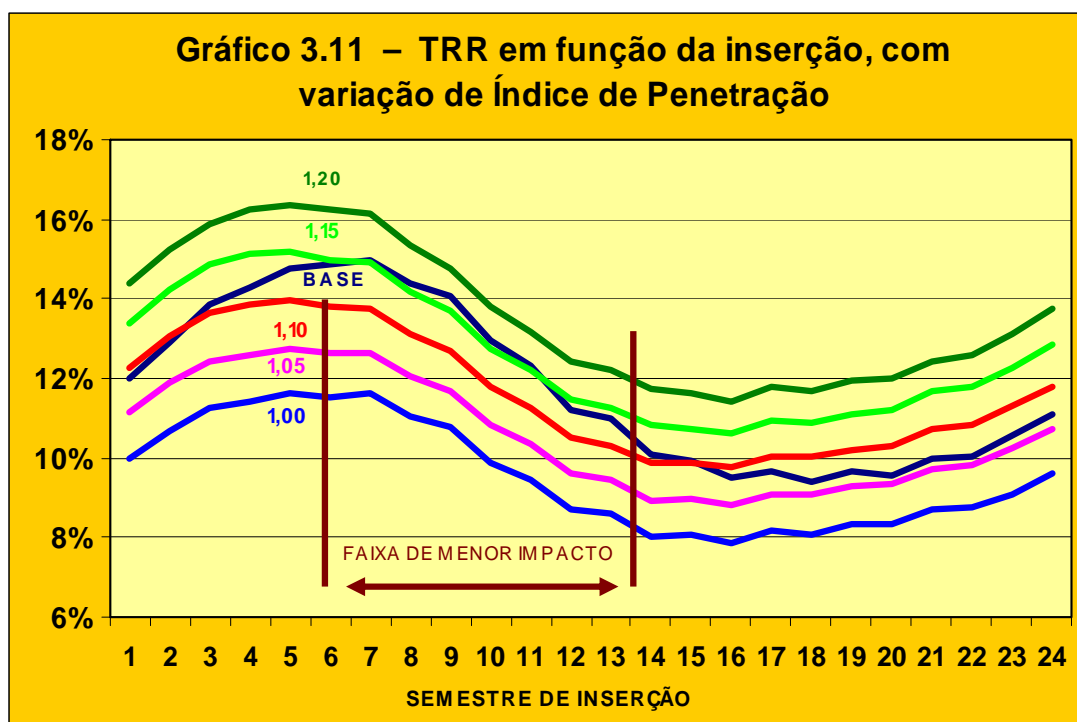
3.5.5. Impacto do regime de penetração com o ponto de inserção

Conforme discutido no Capítulo 2, o perfil de penetração de mercado mais habitual para um empreendimento hoteleiro exitoso⁴⁹ é uma penetração inicial, no primeiro ano de operação, ao redor de 0,80 que evolui, ao longo de três a cinco anos, para algo próximo a 1,20. Depois de atingida a estabilização, a tendência histórica é de envolver de volta para 1,00 ou menos, em um período usualmente não superior a cinco ou seis

⁴⁹ Com base na experiência de mercado do autor. Vide também discussão sobre o tema no Capítulo 2.

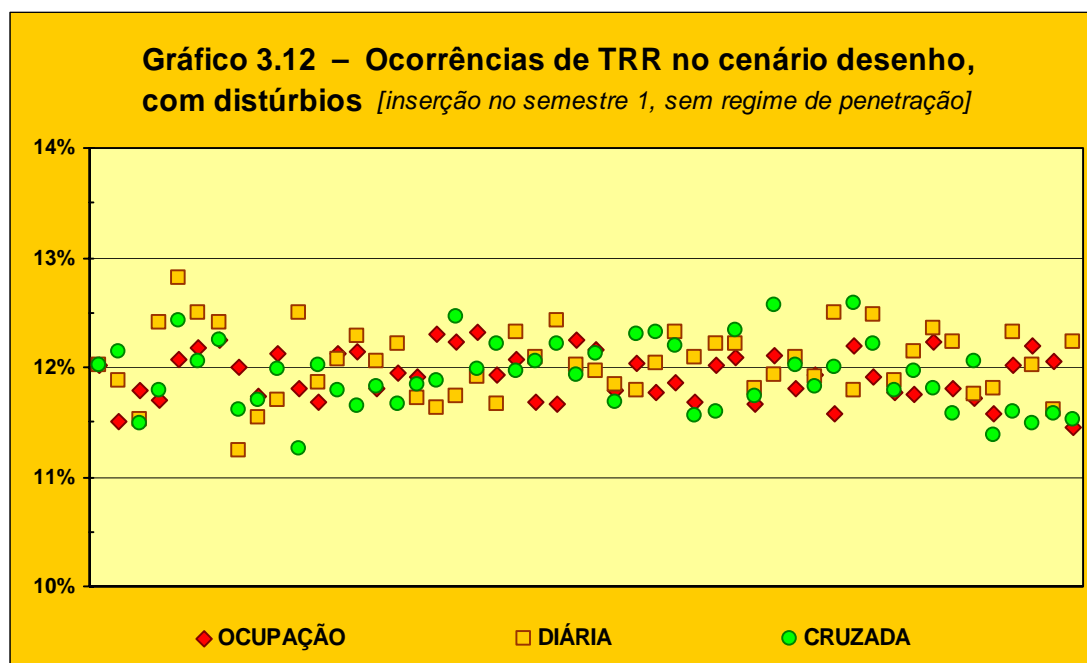
anos – embora haja empreendimentos⁵⁰ que, excepcionalmente, conseguem sustentar índices de penetração altos durante muitos anos. Para averiguar o impacto do regime de penetração na rentabilidade, admitimos um índice de penetração inicial de 0,80 e testamos a série de pontos de inserção no cenário-base para índices de penetração estabilizados – no quarto ano de operação – variando de 1,00 a 1,20. O [Gráfico 3.11] à página 66 a seguir compara o impacto destes regimes de inserção com a respectiva série, sem qualquer regime de penetração. Depreende-se do resultado que, índices de penetração estabilizados [até o quarto ano de operação] entre 1,15 e 1,20 compensam a perda de rentabilidade decorrente do índice de penetração inicial de 0,80, enquanto índices mais baixos, entre 1,00 e 1,15 não conseguem compensar aquela perda. Não se observa outro impacto significativo associado a estes regimes de inserção. Nota-se, entretanto, que a compensação auferida é menos intensa para as inserções dos semestres 5 ao 13 – justamente a faixa que abrange a secção superior da curva de ocupação [ciclos de comportamento de V a VIII e de volta a VII] – que são os pontos de inserção para os quais os ciclos de comportamento seguintes serão sucessivamente de menor desempenho mercadológico. Isto é, para aqueles pontos de inserção, a série de [RODi]'s é composta de uma proporção maior de valores baixos mais próximos ao [V₀] do que se verifica para os demais pontos de inserção. Ensaio com estes mesmos perfis de penetração nos outros cenários de inserção não revelaram impactos distintos destes. Considerando que o regime de penetração típico no mercado está próximo à faixa entre 1,10 e 1,15, com penetração inicial de 0,80 e um período de estabilização de quatro anos – cujos perfis de rentabilidade aderem ao da inserção sem regime de penetração –, é defensável admitir que a análise reflete condições reais de mercado.

⁵⁰ O Hotel Renaissance, em São Paulo, é um exemplo: inaugurado em 1997, atingiu um índice de penetração de 1,10 em 1999 e 2000, subiu para 1,40 em 2001 e manteve-se neste nível, no qual ainda se encontra no início de 2004 [vide figura no Capítulo 2, à página 40]. Vale ainda destacar, particularmente, que, justamente no primeiro semestre de 2004 – quando ainda apresentava este padrão de desempenho mercadológico superlativo –, o hotel empreendeu uma renovação parcial de todos os apartamentos, com investimento na ordem de uma dezena de milhões de Reais. Justamente para assegurar a continuidade daquele desempenho superlativo.



3.5.6. Impacto de distúrbios nos cenários

Tomando como premissa que cenários de inserção efetivamente observáveis em um ambiente real de mercado, por hipótese, dificilmente apresentarão o formato regular dos aqui construídos, a consistência dos resultados de impacto foi testada também com os cenários sujeitos a distúrbios tanto nas taxas de ocupação como nas diárias médias. O [Gráfico 3.12] à página 67 a seguir, apresenta os valores de amostras de laboratório de rentabilidade para inserções – todas no semestre 1, sem qualquer regime de penetração – no cenário desenho submetido a um regime de distúrbios aleatórios por três vetores distintos: [i] taxa de ocupação com oscilações de 10% para cima e para baixo, com limite inferior de 20% e superior de 80%, [ii] diária média com oscilações também de 10% para cima e para baixo, com limite inferior de R\$ 100,00 e superior de R\$ 300,00 e [iii] oscilações cruzadas, das duas variáveis, com os mesmos parâmetros. O resultado tende a confirmar a consistência tanto dos resultados demonstrados anteriormente, como também do instrumental de análise: a faixa de oscilação da [TRR] para os cenários submetidos àqueles distúrbios é estreita e está circunscrita a menos de meio ponto percentual para cada sentido.



3.5.7. Fronteiras para otimização do regime de penetração de mercado

Diante da significância, acima identificada, do impacto do regime de penetração na rentabilidade, a discussão de uma possível relação entre investimentos em atributos e outros fatores de competitividade, de um lado, e o regime de penetração de mercado, de outro, adquire uma importância mais significativa no contexto do planejamento de empreendimentos hoteleiros.

O tema que se propõe pode ser assim sintetizado: se, como indicam estas análises, o regime de penetração e a velocidade de estabilização são fortes condicionantes da rentabilidade, quais serão as fronteiras para o valor de investimentos adicionais em competitividade? Isto é, quanto a mais pode ser investido, em competitividade, no início para que, com a resultante melhora do regime de penetração e/ou velocidade de estabilização – admitindo que tal melhora possa ser assim induzida – resulte um nível de rentabilidade adequadamente mais atraente do que a verificada sem aqueles investimentos adicionais?

Fronteiras para investimento adicional em competitividade									
PONTO DE INSERÇÃO	4 ANOS DE ESTABILIZAÇÃO				2 ANOS DE ESTABILIZAÇÃO				
	À TRR DUPLA		À TRR ANTERIOR		À TRR DUPLA		À TRR ANTERIOR		
CENÁRIO BASE [AMPLITUDE MÁXIMA]									
SEMESTRE 1	10.480	5,8%	32.836	18,2%	31.166	17,3%	60.607	33,7%	
SEMESTRE 7	N/A	N/A	11.423	6,3%	12.843	7,1%	35.166	19,5%	
SEMESTRE 18	14.466	8,0%	36.831	20,5%	25.022	13,9%	50.231	27,9%	
CENÁRIO 1 [AMPLITUDE MÍNIMA]									
SEMESTRE 1	10.506	5,8%	32.594	18,1%	27.428	15,2%	55.687	30,9%	
SEMESTRE 5	7.814	4,3%	26.420	14,7%	27.382	15,2%	53.213	29,6%	
SEMESTRE 18	12.289	6,8%	33.608	18,7%	24.693	13,7%	50.297	27,9%	

A tabela acima resume os principais resultados que instruem esta discussão. Para determinar esta eventual fronteira para investimentos adicionais em competitividade foram testados impactos de um regime de penetração – inicial de 0,80 e estabilizada de 1,20 –, com dois períodos de estabilização distintos, em dois cenários de inserção: [i] o cenário-base, que é o ciclo de maior amplitude e [ii] o **[CENÁRIO 1]** que é o de menor amplitude da série.

O critério adotado para este teste foi o de isolar o fluxo de **[RODi]**'s incrementais – os resultantes da diferença entre a série de **[RODi]**'s resultante da inserção de referência e a série de **[RODi]**'s resultante da inserção com os regimes de penetração adotados. Em seguida foi identificado – para o fluxo assim isolado – qual valor de investimento inicial, em **[V₀]**, resulta [i] em uma taxa de retorno igual à da respectiva inserção de referência e [ii] em uma taxa de retorno duas vezes maior do que a daquela inserção. A identificação deste último valor – que gera uma **[TRR]** duas vezes maior – tem como fundamento contemplar o substantivo diferencial de risco associado ao investimento adicional. Na medida em que estes investimentos, por hipótese, serão concentrados em bens não imobilizáveis – sem lastro –, o risco associado será significativamente maior, demandando uma remuneração *premium*. Buscar a remuneração duas vezes maior é simplesmente um critério arbitrado para este teste –

não se infere aqui que este seja o nível de remuneração adequado àquele padrão de risco.

O que se depreende dos resultados obtidos, é que [i] a velocidade de estabilização é fortemente condicionante da rentabilidade e [ii] as fronteiras para estes investimentos adicionais em competitividade são relativamente amplas. Nos extremos – para uma inserção no cenário-base, no semestre 1, com dois anos de período de estabilização –, o ‘limite’ para o investimento adicional, à [TRR] da inserção de referência, seria de R\$ 60 mil, ou 33,7% do investimento principal. Mesmo à [TRR] duas vezes maior que a da inserção de referência o ‘limite’ ainda é substantivo – R\$ 31 mil ou 17,3% do investimento principal. Avaliando o conjunto de resultados como um todo, a faixa prevalente deste ‘limite’ para investimentos adicionais encontra-se entre R\$ 20 mil e R\$ 30 mil à [TRR] duas vezes maior, para um período de estabilização de dois anos e entre R\$ 10 mil e R\$ 15 mil à [TRR] dupla, para quatro anos de estabilização. Cabe novamente enfatizar que não se discutiu aqui se, de fato, um investimento adicional em competitividade resulta em ganhos mensuráveis no regime de penetração, apenas qual seria uma possível fronteira para tal investimento, caso aquela relação causal seja verdadeira e mensurável. O resultado, entretanto, sugere que o tema claramente merece uma reflexão sistematizada e esforços analítico e de pesquisa adicionais.

3.5.8. Impacto adicional sobre o Fundo para Reposição de Ativos

Finalmente, importa introduzir o tema do impacto acessório sobre o [FRA] Fundo de Reposição para Ativos. Em planejamento de empreendimentos hoteleiros usualmente se dimensiona o [FRA] parametricamente, como uma porcentagem⁵¹ sobre a receita total, esta calculada – à exceção dos primeiros anos de operação – em um padrão homogêneo ao longo dos vinte anos do ciclo operacional. A porcentagem definida contempla, segundo critérios os mais diversos, emprestar ao fundo a capacidade de custear – ao longo do ciclo operacional do empreendimento – suas necessidades de

⁵¹ É também comum, particularmente em contratos de gerenciamento hoteleiro com operadoras internacionais, estabelecer porcentagens menores para os primeiros anos de operação. Uma seqüência como, por exemplo, 2,0%, 3,0%, 4,0%, 5,0% e 5,5% para os primeiros cinco anos, seria típica destes acordos.

investimento em reposição de ativos. Independentemente da discussão atual⁵² acerca de qual deve ser, de fato, o critério de dimensionamento, o fato é que os impactos analisados neste trabalho, têm impacto igualmente substantivo sobre a formação do **[FRA]** ao longo do ciclo operacional. Ilustrativamente, para uma inserção sem regime de penetração, no semestre 1 do cenário-base, a soma das contribuições ao **[FRA]**, em valores de **[V₀]**, ao longo do ciclo operacional, equivale a 37,7% do investimento inicial do empreendimento, enquanto que para uma inserção no semestre 7 seria de 38,4% e no semestre 18 seria de 33,8%. É importante lembrar que valores recolhidos ao **[FRA]** são remunerados enquanto não são investidos em reposições de ativos e que o saldo desta conta tende a crescer significativamente nos primeiros anos do ciclo – auferindo parcela importante do saldo justamente daquela remuneração – só iniciando a fase de aplicação mais intensa dos recursos próximo ao meio do ciclo operacional.

Ora, lógica semelhante à da recuperação da capacidade de investimento se aplica à formação do **[FRA]**: a diferença entre a acumulação de saldo para as inserções que concentram receitas maiores nos primeiros anos do ciclo operacional e a possível nas inserções opostas, será tão substantiva quanto o é a que se verifica para a **[TRCI]**. A consequência pode ser um **[FRA]** inadequado às necessidades do empreendimento.

⁵² Em artigo publicado em *Hotels*, em agosto de 1999, Steven Rushmore argumenta que o **[FRA]** talvez devesse ser dimensionado como 7 a 11% da receita, citando os efeitos da evolução tecnológica – necessidades como, por exemplo, instalar nos apartamentos acesso à Internet por banda larga –, entre outros argumentos.

4. CONCLUSÕES

A prevalecer um ambiente cíclico de oferta de hospedagem comercial transeunte, o ponto de inserção de um novo empreendimento neste ciclo terá um impacto na sua rentabilidade. Por mínimo que possa ser – de um a dois pontos percentuais na taxa de retorno –, esse impacto não é desprezível do ponto de vista de planejamento. Em um ambiente cíclico de maior amplitude, o impacto pode ser substantivo – de cinco a seis pontos percentuais na **[TRR]** – a ponto de se tornar determinante da atratividade ou não de um potencial investimento. Cumpre, portanto, contemplar formalmente o impacto do ponto de inserção no ciclo ao planejar empreendimentos hoteleiros.

Em princípio, há duas formas de contemplar formalmente o ponto de inserção em um ciclo: [i] arbitrar um ‘fator de perda cíclica’ sob a forma de um desconto, de um certo número de pontos percentuais, a ser aplicado à taxa de retorno encontrada na análise de rentabilidade, ou [ii] incorporar o ciclo à análise de cenário para inserção que se efetua como fundamento do estudo econômico.

A primeira alternativa implica em procurar determinar a provável amplitude do ciclo para, a partir desta avaliação, arbitrar o tal ‘fator de perda cíclica’. Não parece ser o método mais recomendável, na medida em que a própria investigação da amplitude do ciclo, possivelmente seja a parte mais difícil da construção do cenário de ciclo em que se pretende inserir o empreendimento. Ora, se de qualquer forma é necessário o exercício de construção de cenário, é muito mais coerente efetivamente incorporar o cenário cíclico à análise de inserção de mercado que fundamenta o próprio estudo econômico.

Esta segunda alternativa implica em arbitrar amplitude e duração para o ciclo e a subsequente construção de um cenário de desempenho mercadológico futuro para o conjunto competitivo no qual se pretende inserir o empreendimento. O procedimento pouco difere – em termos de risco de arbitragem – da tradicional construção de cenário de desempenho mercadológico para o empreendimento, no qual também se procura uma leitura do futuro. Parece mais lógico, entretanto, procurar compreender comportamento e tendências de todo um conjunto competitivo – que, afinal, depende de um volume finito, conhecido e, até certo ponto, previsível de demanda –, para

deste entendimento sistêmico depreender um cenário de desempenho mercadológico futuro. A arbitragem do cenário individual de comportamento mercadológico futuro, que se realiza na metodologia tradicional, também se fundamenta na arbitragem de desempenho futuro dos demais empreendimentos do conjunto competitivo – porém, estes desempenhos futuros são arbitrados individualmente, sem um entendimento do sistema que o conjunto competitivo constitui. Isto é, arbitra-se de um lado a evolução do volume de demanda total do conjunto competitivo e, de outro, taxas de ocupação individuais para cada empreendimento, para o período de análise, sem contemplar a evolução sistêmica do todo no período. Assim, embora usualmente se arbitra a entrada de um certo volume de novos empreendimentos ao longo do período de análise, tal arbitragem não contempla uma atratividade maior ou menor do mercado para novos investidores, como função de uma rentabilidade mais ou menos atraente.

Parece sensato admitir que, com base em informação histórica crescentemente mais completa e temporalmente mais abrangente, venha a ser possível desenvolver uma compreensão mais profunda do comportamento cíclico da oferta e condicionantes e, a partir do entendimento sistêmico resultante, arbitrar cenários de comportamento mercadológico cíclico para conjuntos competitivos de empreendimentos hoteleiros. A arbitragem do desempenho de um empreendimento específico, limitar-se-ia, então, à discussão de sua competitividade relativa e conseqüente inserção no conjunto.

Ao longo dos últimos anos este autor tem observado uma crescente preocupação por parte de investidores e, conseqüentemente, de planejadores e consultores, com um dimensionamento de rentabilidade melhor – ou, digamos, mais aderente à provável realidade dos padrões de rentabilidade efetiva do ciclo operacional e menos teórico e baseado em métodos ultrapassados que demonstram com freqüência preocupante sua inadequacidade –, principalmente focado em todo o horizonte de análise.

A motivação destas preocupações, provavelmente têm origem com investidores ou gestores de ativos [*asset managers*] que, com freqüência, se defrontam com situações onde não há recursos para realizar as necessárias renovações, reformas e investimentos em competitividade exigidos pela condição do empreendimento *per se*, ou em função de seu conjunto competitivo. Estas situações não ocorrem somente com investidores que se encontram em situação financeira estressada, sem acesso a

recursos, mas, com frequência, também com investidores institucionais financeiramente poderosos que, entretanto, não dispõem dos recursos por falha de planejamento⁵³. Em artigo recente, Younes e Kett⁵⁴ desenvolvem bem sustentada arguição em favor do que chamam de *investment driven breakeven analysis*. Essencialmente, o conceito propõe contemplar nas projeções econômicas e na análise de valor todos os custos que efetivamente o investidor será chamado a suportar ao longo do ciclo operacional do empreendimento hoteleiro. O artigo demonstra, por exemplo, que, para uma receita por apartamento disponível [RevPAR] de ponto de equilíbrio de £35,00, calculada da forma clássica⁵⁵, a “*investment driven RevPAR*” [ID.RevPAR] por eles conceituada⁵⁶, seria de £90,00. Ao mesmo tempo, a um clássico resultado operacional disponível [RODi] ou [GOP], por apartamento disponível, [GOPPAR] de ponto de equilíbrio de £10,00, a [ID.GOPPAR] deles, seria de £55,00. Isto é, a necessidade real, em termos de ponto de equilíbrio do empreendimento-exemplo é, para desempenho mercadológico, duas vezes e meia maior e, em relação à gestão, cinco vezes e meia maior. A leitura do artigo propicia amplo material de reflexão para quem atua no setor, seja investidor ou planejador.

Finalmente, parece apropriado introduzir o conceito de análise de inserção movida a cenário cíclico, apresentada neste trabalho, justamente no Brasil onde – por serem a

⁵³ Este autor, por exemplo, assessora estrategicamente os investidores de um grande hotel da faixa *top* na cidade de São Paulo, que vem perdendo competitividade celeremente ao longo dos últimos anos e não tem reservas para realizar os muito necessários investimentos para recompor sua competitividade ante a de um conjunto competitivo que recebeu diversos novos empreendimentos de alto padrão competitivo nos últimos anos. Particularmente frustrante no caso, é que as reservas não existem simplesmente por não terem sido previstas adequadamente no planejamento inicial do empreendimento e, portanto, não foram alocadas.

⁵⁴ **An Investment Driven Breakeven Analysis for Hotels**, Elie Younes e Russell Kett, publicado no periódico da HVS International em 17 de outubro de 2003.

⁵⁵ Para o cálculo deste valor, investidores e consultores europeus usualmente consideram apenas a dedução – da receita – de despesas operacionais variáveis e fixas. É, portanto, o valor de RevPAR necessário para atingir um ponto de equilíbrio, digamos, ‘operacional’. Poderia ser designado de “Ponto de Equilíbrio para GOP = zero”.

⁵⁶ Para o cálculo deste valor, os autores propõem incluir nas deduções da receita também os seguintes itens: [i] o valor dos pagamentos de amortização e juros do financiamento [*debt service*] – no caso consideraram que o empreendimento tenha um financiamento de 60% do investimento total – e [ii] o custo de manter o empreendimento adequadamente competitivo ao longo do período de análise. Considerando que – de um ponto de vista rigorosamente do investidor – nem um nem o outro destes dois itens pode deixar de ser atendido, a tese dos autores é saudável e didática.

maior parte dos mercados hoteleiros relativamente novos e não consolidados – estes padrões de comportamento cíclico têm uma maior probabilidade de ocorrerem e de apresentarem amplitudes substantivas. Neste ambiente, obter um conhecimento mais abrangente e de maior confiabilidade do que, mais provavelmente, serão os padrões de comportamento efetivos ao longo do ciclo operacional, deveria ser um objetivo a ser perseguido com afinco e insistência por investidores, planejadores e consultores.

ANEXO A – HOSPEDAGEM: INDICADORES DA HOTELARIA

O Volume de Vendas

A partir do pós-guerra [Segunda Guerra Mundial], com a explosão do turismo mundial induzido em parte por aquele conflito, implantou-se em todo o mundo o conceito de gerenciamento de hotéis de terceiros por empresas especializadas. Estas organizações – detentoras de marcas [bandeiras] internacionalmente reconhecidas – operaram por quase duas décadas em condições de mercado consistentemente sub-ofertado. A expansão destas cadeias – geralmente viabilizada através de investimentos de terceiros – não dava conta de alcançar o crescimento da demanda.

A medida de desempenho do negócio de hospedagem era então 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 total de pernoites registrados no período dividido pelo total de apartamentos-dia disponíveis no mesmo período. Incluía 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 – quando, de fato, era apenas 86,7%.

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 muita manipulação para os 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 amplo leque de possibilidades de incrementar a taxa de ocupação com cortesias para agentes de viagem, executivos de empresas potencialmente clientes, 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’ 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 indicador-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 aferir indicadores de consumo dos insumos que resultam diretamente da ocupação física da unidade [água, energia, *amenities*, roupas de cama e banho lavadas, homens-hora de arrumação e

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%

limpeza, entre outros]. No caso do exemplo acima, a taxa de ocupação como indicador de desempenho diminui para apenas 81,0%. Além deste rigor especificamente focado no indicador em si, 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.

A 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 vinha sendo registrados. Esta novidade introduziu à ciência da venda de hospedagem o conceito de qualidade de venda. Inicialmente, habituados a apresentarem altas taxas de ocupação – com base nas quais, repetimos, 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 tais experiências, 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 foi que não se constroem ‘apartamentos vendidos’ mas sim ‘apartamentos disponíveis’, em

um primeiro e muito tímido reconhecimento de que existe – por trás da nobre arte de gerir hotéis – um investimento que demanda uma remuneração.

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 competitivo⁵⁷ 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 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]** ilustra a relação de competitividade inicial dos três concorrentes hipotéticos e seus indicadores.

Ano 01									
Empreendimento	Aptos	Aptos disponíveis	Parte da oferta	Aptos vendidos	Parte da demanda	Taxa de ocupação	Fair share de aptos	Ocupação fair share	Índice de penetração
Hotel A	100	36.500	0,22	25.550	0,24	70,0%	23.320	63,9%	1,10
Hotel B	150	54.750	0,33	35.588	0,34	65,0%	34.979	63,9%	1,02
Hotel C	200	73.000	0,44	43.800	0,42	60,0%	46.639	63,9%	0,94
Mercado	450	164.250	1,00	104.938	1,00	63,9%	104.938	63,9%	1,00

A relação entre o número de apartamentos disponíveis e o de apartamentos que cada hotel vende é expresso pela taxa de ocupação já discutida. 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 naquela taxa de ocupação de 63,9% é a sua ‘parcela justa’ [*fair share*] da demanda total daquele mercado. O índice de

⁵⁷ Por *conjunto competitivo* entende-se o grupo de hotéis que concorrem diretamente com o hotel em questão. Tipicamente, os hotéis do conjunto competitivo disputam – total ou parcialmente – a mesa faixa de mercado e oferecem, em linhas gerais, um padrão de facilidades, instalações e serviços mais ou menos semelhante. Evidentemente, praticam preços razoavelmente próximos.

penetração é a proporção da taxa de ocupação de cada empreendimento em relação à taxa de ocupação do mercado. Vale destacar que – justamente devido às suas diferentes capacidades de penetrar o seu mercado – não há correspondência entre a parte que cada hotel representa da oferta e a respectiva parte da demanda que cada um conseguem captar. O quadro **[Ano 02]** abaixo ilustra a reação daquele mercado à entrada de mais um hotel no conjunto competitivo.

Ano 02									
Empreendimento	Aptos	Aptos disponíveis	Parte da oferta	Aptos vendidos	Parte do resto ²	Taxa de ocupação	Fair share de aptos	Ocupação fair share	Índice de penetração
Hotel A	100	36.500	0,16	20.498	0,24	56,2%	17.989	49,3%	1,14
Hotel B	150	54.750	0,24	28.552	0,34	52,1%	26.984	49,3%	1,06
Hotel C	200	73.000	0,32	35.140	0,42	48,1%	35.979	49,3%	0,98
Hotel Novo	180	65.700	0,29	29.143	84.190	44,4%	32.381	49,3%	0,90 *
Mercado	630	229.950	1,00	113.333	(resto)	49,3%	113.333	49,3%	1,00
Crescimento da demanda total do mercado				8%					
² Os três hotéis antes existentes partilharão, na mesma proporção anterior, a demanda que resta após a penetração do Hotel Novo									
* O IP do Hotel Novo é sempre arbitrado pelo planejador, em função de seu nível previsto de competitividade em relação aos existentes									

Tomando-se por base um crescimento hipotético da demanda de 8% de um ano para o outro e arbitrando-se um índice de penetração⁵⁸ de 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%; [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]** – *Parte 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

⁵⁸ 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 o produto.

aptos-ano) é quase quatro vezes maior do que o crescimento da demanda (8.395 aptos-ano), há menos apartamentos para ser disputados pelos empreendimentos anteriormente existentes.

Concluindo, definimos ***Índice de Penetração de Mercado***, formalmente, como o grau de eficácia de captação de fatia de mercado de um hotel em relação á 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 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 abaixo – 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 na coluna ***h***.

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

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

O Futuro – qualidade da Remuneração do Investimento

O 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, o valor do índice seria ainda maior. Eventualmente poderíamos ter um, digamos, índice de qualidade mercadológica, restrito⁵⁹ – 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 abaixo, resultariam as Receita Sobre Custo de Apartamento [RevORC – *Revenue On*

⁵⁹ ‘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.

Room Cost] da coluna *d* [a RevPAR dividida pelo Investimento médio, vezes mil⁶⁰]. 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.

Ano 02: RevORC e Índice de Qualidade Mercadológica					
Empreendimento	Invest médio		RevPAR	RevORC	QualMerc
	por apto	Aptos		[c/(a/1000)]	[d/0,275]
	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c</i>	<i>d</i>	<i>e</i>
Hotel A	\$225.000	100	\$64,02	0,285	1,03
Hotel B	\$205.000	150	\$55,80	0,272	0,99
Hotel C	\$210.000	200	\$61,62	0,293	1,07
Hotel Novo	\$180.000	180	\$44,36	0,246	0,90
Mercado	\$202.619	630	\$55,68	0,275	-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.

⁶⁰ Esta operação – multiplicar o resultado por mil – visa apenas tornar o resultado mais legível.

ANEXO B – GOP: 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 5% sobre a receita bruta total, enquanto o segundo – denominado taxa de incentivo – era 10% sobre o GOP [entendido como o resultado operacional]. Hoje estas taxas variam em um espectro muito grande, além de serem acrescidas de outras [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 vindo 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.

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 contra-partida, 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 regulagem 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 “re-decoração” [*renovation*] de uma ala ou andares de apartamentos, 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 ou “re-decoração” é aumentado pois o apartamento assim renovado torna-se mercadologicamente atualizado e, portanto, mais competitivo.

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 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 é uma *capital expenditure* – porque resulta em dar uma nova vida útil ao item em si –, ou é meramente uma despesa de manutenção – já que não prolonga 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 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 operadores]. Ora, se não é condicionada a qualquer acontecimento ou fato externo 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 determinante, mas sim o pleno e amplo entendimento, por parte do proprietário, da verdadeira natureza e origem da remuneração que irá pagar à operadora.

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 Líquido* que é, no Brasil, a terminologia contábil correta e atual]. Atualmente vigora a 9ª edição (revisada, de 1996) daquele sistema de contas hoteleiro, que é internacionalmente adotado no ramo. Nesta última versão, a rubrica NOI [*Net Owner Income*] – que é o resultado da dedução das despesas não operacionais [as tais *Fixed Charges*] do GOP –, foi renomeada IBITDA [*Income Before Interest, Taxes, Depreciaton & Amortization*]. No Brasil, a terminologia adotada para esta rubrica, na análise dos investimentos de base imobiliária, é RODi [Resultado Operacional Disponível]. Entretanto, visto que grande parte dos hoteleiros – tanto aqui como no exterior – ainda utilizam o termo GOP quase que exclusivamente, muitos ainda mantêm aquela designação clássica [juntamente com 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 específica com este conteúdo, entendemos admissível continuar a utilização do termo como referência gerencial, sem atribuir-lhe qualquer significado contábil ou fiscal.

ANEXO C – PATAMARES DE PREÇO: DEFINIÇÃO, ORIGEM E 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. ⁽⁶¹⁾

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

Os principais *price points* que se identificam no mercado de hospedagem comercial transeunte – ao contrário do que se poderia esperar – não advém da classificação

⁶¹ Os valores do parágrafo estão referenciados ao primeiro trimestre de 2004, em São Paulo.

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 preço 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].

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 obviamente não são necessariamente iguais em qualidade aos da mesma categoria em outra cidade. O significado destas categorias – utilizadas há décadas pela *Smith Travel Research*⁶² dos EUA e adotadas – com pequenas modificações – pela Asmussen & Associados 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 pela Asmussen & Associados 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 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 2003, 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\$ 85,00 e a da *budget* em R\$ 60,00.

⁶² A *Smith Travel Research* é, nos Estados Unidos, a mais importante empresa de coleta e análise de dados de desempenho do setor hoteleiro.

BIBLIOGRAFIA

- BEALS, P.A. **A critical evaluation of lodging-industry feasibility reports.** Ithaca, NY, USA, 1989. Thesis (Ph.D.), Cornell University. 139p.
- BROWN, S. J.; LIU, C. H. **A global perspective on real estate cycles.** Boston, Kluwer Academic Publishers, 2001. 121p.
- CAHILL, M. **Investing in The Hotel Real Estate Cycle.** Washington, MD, USA, Apr-May 1968. Bottomline. Vol. 3/2, pp. 22-26
- CANTER, T.A.; MAHER, W.J. **An analysis of supply and demand for the U.S. hotel industry.** Boston, A, USA, Fall 1998. Real Estate Finance. Vol. 15, Issue 3, pp. 45-56.
- FREEMAN, T. **Capital tides shifting in hotel investment.** New York, NY, USA, June 1999. Hotel Strategies. pp. 16-21.
- GALLAGHER, M.; MANSOUR, M. **An analysis of hotel real estate market dynamics.** Sacramento, CA, USA. The Journal of Real Estate Research, Jan-Apr 2000. Vol. 19, Issue 1/2, pp. 133-164.
- GANCHEV, O. **Applying value drivers to hotel valuation.** Ithaca, NY, USA, Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, October 2000. pp. 78-89
- GREBLER; BURNS. **Construction cycles in the U.S.** AREUEA Journal, 1982. Vol. 10, Issue 2.
- GRENADIER, S. **The persistence of real estate cycles.** Journal of Real Estate Finance and Economics, 1995. Vol. 10, Issue 2, pp. 95-121.
- HENDERSHOTT, P.H.; KANE, E. **Office market value during the last decade, how distorted have valuations been?** Real Estate Economics, 1995. pp. 101-117.
- KINNARD, W.N., JR. **Income Property Valuation: Principles and Techniques of Appraising Income-Producing Real Estate.** Lexington, MA, 1971. D. C. Heath.
- LEGG MASON WOOD WALKER, Inc. **Real Estate Market Cycle Forecast.** Baltimore, MD, USA. Edições trimestrais publicadas desde 1998.
- PALONPERA, M. **Hotel feasibility studies: critique, accuracy, study procedure, involvement of analysts' personal judgement, and methods of improvement.** Ithaca, NY, USA, 1993. A monograph presented to the faculty of the Graduate School of Cornell University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Professional Studies. Sem paginação.

PYHRR, S.A.; ROULAC, S.E.; BORN, W.L. **Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in the global economy.** Journal of Real Estate Research, 1999. Vol. 18, Number 1, pp. 7-68.

RING, A.A.; BOYKIN, J..H. **The Valuation of Real Estate.** Englewood Cliffs, NJ, 1986. Prentice-Hall.

ROCHA LIMA JUNIOR, J. **Decisão e Planejamento – Fundamentos para a empresa e empreendimentos na construção civil.** São Paulo, PCC/EPUSP, 2004. 58p. (Texto Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, TT/PCC/25).

_____. **Arbitragem de Valor de Hotéis.** São Paulo, PCC/EPUSP, 2000. 55p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/267).

_____. **Formação da taxa de retorno em empreendimentos de base imobiliária.** São Paulo, EPUSP, 1998. 33p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/218).

_____. **Princípios para análise da qualidade de empreendimentos – o caso dos empreendimentos de base imobiliária.** São Paulo, EPUSP, 1995. 72p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/153).

deROOS, J.A. **Natural occupancy rates and development gaps: a look at the US lodging industry.** Ithaca, NY, USA, Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, April 1999. pp. 14-22

deROOS, J.A.; CORGEL, J.B. **Buying high and selling low in the lodging-property market.** Ithaca, NY, USA, Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, December 1994. pp. 33-38

deROOS, J.A.; CORGEL, J.B. **Measuring lodging-property performance: a difficult task with imperfect results.** Ithaca, NY, USA, Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, August 1996. pp. 20-27

RUSHMORE, S. **Hotels and Motels: A Guide to Market Analysis, Investment Analysis, and Valuation.** Chicago, Ill, USA, Appraisal Institute, 1992. 257p.

_____. **Hotels and Motels – Valuations and Market Studies.** Chicago, Ill, USA, Appraisal Institute, 2001. 370p.

_____. **1999 Hotel Transaction Survey.** Mineola, Ny, USA. HVS International, 2000. 11p.

_____. **Hotel value trends: yesterday, today, and tomorrow.** Ithaca, NY, USA, Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, December 1997. pp. 18-29

YOUNES, E.; KETT, R. **An investment driven breakeven analysis for hotels.** London, England. The HVS Newsletter, October 17, 2003. 7p.

WHEATON, W.C. **Real estate cycles: some fundamentals.** MIT, Department of Economics. July 1997. MIT Center for Real Estate. 20p.

WHEATON, W.C. **The cyclic behavior of the national office market.** AREUEA Journal, 1987. Vol. 15, Issue 4, pp. 281-299.

WHEATON, W.; ROSSOFF, L. **The Cyclic Behavior of the U.S. Lodging Industry.** Real Estate Economics, 1998. Vol. 26, No. 1, pp. 430–436.

WILEY, F.R. **A comparative analysis of the feasibility study process.** Ithaca, NY, USA, 1986. A monograph presented to the faculty of the Graduate School of Cornell University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Professional Studies. 93p.

The Appraisal of Real Estate. 11 ed. Chicago, Ill, USA, Appraisal Institute, 1996. 820p.

Fontes de dados

STR – Smith Travel Research, Hendersonville, TN, USA (www.str-online.com)

HVS International, Mineola, NY, USA (www.hvsinternational.com)

PriceWaterhouseCoopers, New York, NY, USA (www.pwcglobal.com)

Nestlé Library, School of Hotel Administration, Cornell University, Ithaca, NY, USA (www.nestlelib.cornell.edu)

Legg Mason Wood Walker, Baltimore, MD, USA (www.leggmason.com)

Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly

International Journal of Hospitality Management

The Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association

Journal of Real Estate Research

Journal of Real Estate Finance and Economics

The Appraisal Journal

Emerging Trends in Real Estate (annual). Real Estate Research Corp., Atlanta, GA.