



**ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL**  
**GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE**

---

**NÚCLEO DE REAL ESTATE**  
**REAL ESTATE RESEARCH GROUP**

---

Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – maio 2013

### **PREMISSAS E RESPONSABILIDADES NA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS EM FLATS**

Prof. M.Eng. Rogerio Santovito

Diretor-executivo da LARES Latin American Rreal Estate Society e  
professor do MBA/USP Real Estate

Os desdobramentos da crise econômica internacional, a lenta recuperação da economia dos EUA e o aumento da dívida pública de países da União Europeia, ainda causam impactos macroeconômicos em nível global. O Brasil, no entanto, tem apresentado boa capacidade de recuperação diante deste cenário desfavorável e, em particular, há uma expectativa de que investidores de um modo geral tenham um comportamento mais agressivo na composição de suas carteiras, incluindo ativos do real estate com mais intensidade. Assim, espera-se um acirramento na disputa por boas oportunidades de investimento neste setor.

Como setor econômico, o real estate está em expansão e, neste contexto, diversos agentes do mercado projetam um aumento na demanda por unidades de hotelaria. Os eventos internacionais de grande porte que já estão ocorrendo ou que estão programados para acontecer no Brasil, e a ambicionada melhoria na infraestrutura de suporte logístico à indústria do turismo, são apontados como fatores que induziriam este aumento e propiciariam, por consequência, o surgimento de uma terceira onda de lançamentos de empreendimentos do tipo *flats*, ou *condo-hotéis*.

---



Os condo-hotéis são definidos pelo SECOVI-SP como o *“empreendimento aprovado nos órgãos públicos como hotel e submetido ao regime do condomínio edilício. O proprietário ou titular dos direitos aquisitivos sobre unidade autônoma não poderá utilizar sua unidade para moradia, como também não poderá fazer a cessão de seu uso a terceiros que não seja o gestor hoteleiro, sendo obrigatória a sua participação no pool”*. Caracteriza-se claramente o condo-hotel como produto de investimento, lastreado em hotelaria, diferenciando-o de outros ativos que apresentam algumas características semelhantes.

As fontes de financiamento para implantação de empreendimentos de hotelaria no país são escassas e de difícil acesso. Deste modo, a pulverização dos investimentos, seja por meio de participação em SPE's ou por meio de estruturas mais sofisticadas tais como os Fundos de Investimento Imobiliário, é a forma pela qual os novos negócios vêm sendo viabilizados. Esta pulverização traz por consequência uma necessidade de captação mais agressiva de investidores, muitas vezes alcançando-se investidores não tradicionais ou até mesmo investidores não qualificados.

Por outro lado, os condo-hotéis se caracterizam como empreendimentos de base imobiliária (EBI), tendo sua renda atrelada ao desempenho operacional – cuja composição de receitas e despesas é bem mais complexa do que empreendimentos para locação pura, como por exemplo, salas comerciais para locação.

Em síntese, temos atualmente um cenário onde existe a busca por maior quantidade de investidores (e toda a sorte de estratégias de marketing de que disto decorrem), concomitante a uma necessidade de mais critério na análise do desempenho deste produto de investimento. Esta situação tem potencial para que sejam incorridos novamente, erros do passado.

---



Para tentar mitigar esta situação, o SECOVI-SP produziu e disponibilizou ao mercado um ‘Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados – HIIP’. O referido manual é um avanço importante no sentido de se educar os agentes do setor, no que se refere às características do produto de hotelaria e particularidades em seu investimento. Nele são apresentados termos e definições para que se utilize, ao menos, uma linguagem comum ao se tratar desta tipologia de produto, além de serem apresentadas normas de conduta e responsabilidades de cada um dos agentes envolvidos no processo de investimento em HIIP.

No Manual se ressalta o fato de que um condo-hotel é um produto de investimento imobiliário, como tal, deve sofrer uma análise criteriosa por conta de quem nele deseja imobilizar seu capital. Muito claramente, se atribui grande responsabilidade ao incorporador, o qual deve transmitir de forma inequívoca e transparente as informações sobre o produto de investimento que comercializa, sem induzir ao erro, mesmo que de forma não intencional, o comprador da unidade autônoma. Esta responsabilidade é bastante evidente, e inclusive sob o ponto de vista jurídico, já existem relatos de disputas onde se obteve êxito na devolução ao incorporador, de produtos desta tipologia, com base no Código de Defesa do Consumidor.

No entanto, existe o outro lado da moeda: o comprador/investidor que, de forma por vezes irracional ou mesmo ingênua, imobiliza somas relativamente vultosas de capital em produtos sobre os quais realizou pouca, ou nenhuma análise, fiando-se exclusivamente nas promessas que lhe foram majestosamente apresentadas em stand de vendas. Este comportamento é tão ou mais pernicioso ao mercado do que o comportamento do próprio incorporador, uma vez que quem detém o capital deve ter, por hipótese, muito critério em sua alocação.

---



A estabilização de renda em um EBI ocorre em ciclos longos, e neste sentido, é um investimento conservador. No entanto, a imagem que se tenta passar, de que imóvel é um investimento seguro por conta exclusivamente da existência do bem, não mais se sustenta em mercados que se pretendem maduros. O investimento especulativo, buscando a valorização do ativo em curto prazo e posterior desmobilização, é de alto risco, e os comportamentos históricos dos diferentes mercados do real estate demonstram isto. Na segunda geração dos flats, por exemplo, investidores que tentaram se desfazer de suas unidades acabaram por incorrer em perdas que foram de até 50% do valor investido. Segundo Caio Calfat, coordenador do Núcleo Imobiliário Turístico do SECOVI-SP e ex-presidente da LARES, houve um forte aumento de oferta hoteleira entre 1994 e 2002, quando o parque hoteleiro de São Paulo passou de 11.000 UHs para 42.000 UHs. A taxa de ocupação chegou a 26% em 2003 e a diária média a 70% do maior valor histórico. Conseqüentemente os empreendimentos tiveram que reduzir os valores de diárias, numa tentativa de se manter a ocupação.

Os números produzidos pelo Observatório do Turismo/ SPTuris, indicam que este cenário ainda não se equilibrou totalmente, uma vez que a taxa de ocupação média de 2011 foi de 72% e a diária média de R\$ 280, enquanto que em 2012, a TO caiu a 64%, mas a DM subiu a R\$ 306. É importante destacar que estes números abrangem todo o parque hoteleiro paulistano (42.000 UHs), não somente os condo-hotéis (estimados em cerca de 23.000 UHs). Deste modo, não é possível destacar os HIIP dos hotéis convencionais nestes cenários. Da mesma maneira, segundo o Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil FOHB, o Rio de Janeiro alcançou, em junho de 2012, comparando com o mesmo período do ano anterior, um aumento no valor da diária média de 60,4% e um acréscimo no Revpar (Receita por quarto disponível) de 65,70%.

---



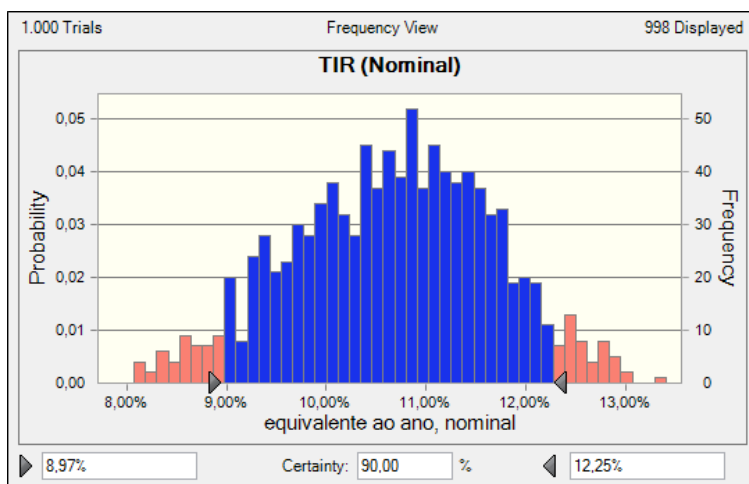
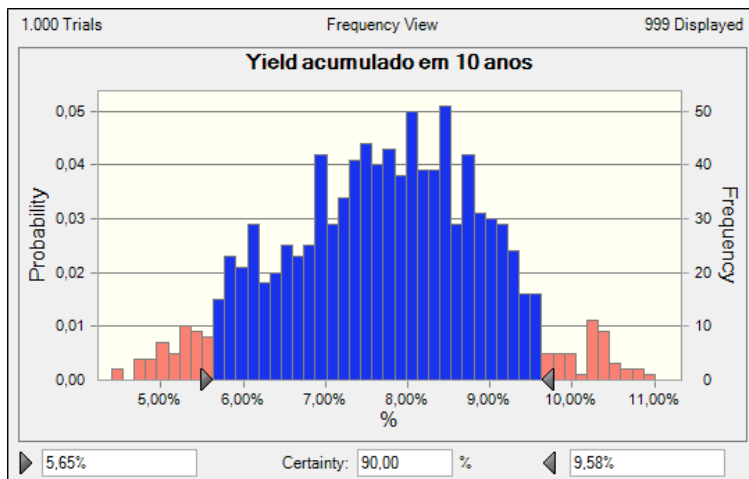
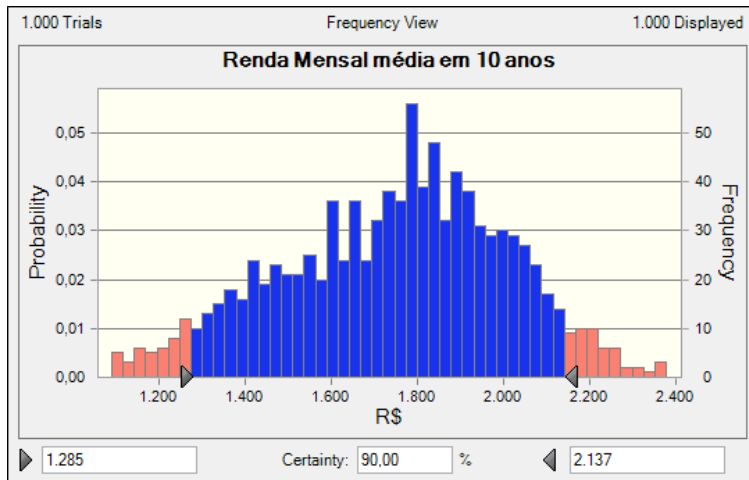
Para que se tenha uma imagem da variação a que os indicadores de desempenho do investimento em HIIP estão sujeitos, elaborou-se um protótipo, expedito, deste tipo de EBI, onde foram modelados parâmetros de desempenho operacional atualmente praticados no mercado de São Paulo. Ressalva-se que os dados apresentados não se referem a nenhum empreendimento específico e sim a faixas de comportamento. Porém para os propósitos deste breve artigo a simulação deste protótipo é suficiente.

Foram mantidas referências usuais de mercado para a operação do empreendimento, utilizando-se parâmetros para despesas, taxas de administração e similares. Para as variáveis: Preço Pedido de Venda da Unidade Habitacional, Taxa de Ocupação Média e Diárias Médias, foram utilizados os intervalos de comportamento indicados na tabela, obtidos com base nas informações disponíveis para o mercado da cidade de São Paulo, nos últimos 12 meses:

	Mínimo	Média	Máximo
Preço Pedido de venda da UH (R\$/m <sup>2</sup> )	9.996	11.042	12.900
Taxa de Ocupação Média	50,30%	58,88%	64,62%
Diárias Médias (R\$)	161,5	308,81	378,1

**Fonte:** Observatório do Turismo-SP, índice FIPE-ZAP para flats/apart-hotéis e consultores de mercado.

Por meio do protótipo, foram verificados os efeitos da simulação dispersa destas variáveis, utilizando um procedimento de Monte Carlo, nos seguintes indicadores: Renda Mensal média em 10 anos, Yield acumulado em 10 anos e TIR (equivalente ao ano, nominal). Por meio desta simulação, foram obtidas as seguintes distribuições para cada um dos indicadores:





Nota-se que os indicadores de desempenho tiveram uma quebra da ordem de 50% de seus valores, o que indica grande sensibilidade às variáveis simuladas. Estas informações obtidas por meio de protótipo, naturalmente não são adequadas para suportar uma decisão de investimento específica, mas, ressalta-se, ilustram a magnitude dos riscos a que o investidor está exposto.

Quem compra esta unidade habitacional está, na realidade, comprando um fluxo de renda futuro - está adquirindo um produto de investimento. E como tal, este deveria ser ofertado pelos incorporadores, responsabilmente, e avaliados pelos investidores, criteriosamente.

O comprador deve ter consciência de que está adquirindo um produto que tem risco, e deve se empenhar ao máximo para avaliar o binômio risco x retorno oferecido pela oportunidade de investimento.

---