

**INSTITUTO CULTURAL
DE SEGURIDADE SOCIAL**

SEMINÁRIO

**A ESTRUTURA DO SISTEMA
DE SAÚDE NO BRASIL**

**INVESTIMENTO EM HOSPITAIS
NO BRASIL**

**NOTAS SOBRE
FORMA E QUALIDADE**

Prof.Dr.João da Rocha Lima Jr.
ESCOLA POLITÉCNICA DA USP
UNITAS
DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

AGOSTO 1996

INVESTIMENTO EM HOSPITAIS NO BRASIL
NOTAS SOBRE FORMA E QUALIDADE

Prof.Dr.João da Rocha Lima Jr.
ESCOLA POLITÉCNICA DA USP
UNITAS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

1. INTRODUÇÃO

2. O EMPREENDIMENTO SISTEMAS OPERACIONAIS E SISTEMAS DA ADMINISTRAÇÃO

3. A RELAÇÃO ENTRE O INVESTIDOR E O EMPREENDIMENTO FORMAS DE GESTÃO E OPERAÇÃO

4. O VETOR DE INVESTIMENTO FORMATO, QUALIDADE E RISCOS

5. NÍVEL DE INVESTIMENTO E RISCOS CRITÉRIOS PARA CALIBRAR O NÍVEL DE INVESTIMENTO

6. GRANDES NÚMEROS DE PROJETOS

- PERFIL DOS EMPREENDIMENTOS
 - CENÁRIOS DE COMPORTAMENTO
 - INDICADORES DE DESEMPENHO
 - INDICADORES DE QUALIDADE
 - REFERÊNCIAS SOBRE RISCOS
-

INVESTIMENTO EM HOSPITAIS NO BRASIL
NOTAS SOBRE FORMA E QUALIDADE

Prof.Dr.João da Rocha Lima Jr.
ESCOLA POLITÉCNICA DA USP
UNITAS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

AGOSTO 1.996

1. INTRODUÇÃO

Este texto contém breves referências sobre formas de investir em hospitais no Brasil, nesta conjuntura, tratando especialmente do posicionamento dos investidores institucionais - Fundos de Pensão - e está preparado para o seminário “**A Estrutura do Sistema de Saúde no Brasil**”, patrocinado pelo **INSTITUTO CULTURAL DE SEGURIDADE SOCIAL**.

Além de tratar de formas alternativas de investimento, usando como meio de discussão as formulações tratadas no planejamento estratégico dos projetos para os quais venho dando consultoria para estruturação, através da UNITAS, responsável pelos projetos pioneiros nesta área, no Brasil, identifico, de forma genérica, padrões de qualidade, segurança e riscos que se pode esperar destes negócios.

Ao final, a título de exemplo, uso alguns números dos estudos de qualidade perpetrados para os projetos de securitização dos hospitais VITA-CURITIBA, estruturado pela UNITAS, ALBERT SABIN, estruturado em conjunto pelo BANCO LLOYDS e UNITAS e dou referências de outro PROJETO ainda em gestação na UNITAS, para especular como diferentes estruturas de investimento podem sugerir condições particulares de risco, associadas a expectativas de rentabilidade alternativa.

Não se trata de um texto compreensivo sobre o assunto, mas de notas de apoio aos participantes do seminário. Este texto foi escrito exclusivamente para registrar os destaques da exposição no seminário, de forma que somente resume a apresentação, esta estruturada nos elementos gráficos - FIGURAS, QUADROS e GRÁFICOS, que uso na exposição que me foi designada, e que apoio com estes elementos, aqui replicados.

O roteiro deste texto compreende discussões em referências breves, sobre os temas seguintes:

- ❑ **O EMPREENDIMENTO HOSPITAL IDENTIFICADO SEGUNDO UNIDADES OPERACIONAIS**, para: [i] - apoiar a imposição da estratégia sobre as formas de investimento, no sentido de como administrar o seu retorno e [ii] - associar os princípios de gestão às suas configurações de risco diferenciado e à dinâmica nas inovações em cada unidade, no sentido de entender o “pay-back” de cada fração do investimento.

- ❑ **AS RELAÇÕES ENTRE O INVESTIDOR E O EMPREENDIMENTO**, nas suas formas mais típicas, para tratar, em caráter doutrinário, do retorno e dos riscos que se pode esperar em cada particular montagem.

- ❑ **O VETOR DE INVESTIMENTO**, com as considerações de exposição do investidor, liquidez do instrumento de investimento, garantias e riscos.

- ❑ **CRITÉRIOS PARA ANALISAR O NÍVEL DE INVESTIMENTO** em cada projeto, vinculados com o nível de atratividade arbitrado pelo investidor para sua renda e os riscos de alcançá-la.

- ❑ **GRANDES NÚMEROS DE TRÊS PROJETOS**, como exemplo para:
 - a. TRATAR DOS CENÁRIOS USADOS NAS ANÁLISES DE QUALIDADE, contendo os indicadores de comportamento.
 - b. MOSTRAR OS INDICADORES DE DESEMPENHO, sua interação, e usar as diferenças para a discussão de visões alternativas do binômio investimento x risco.
 - c. TRABALHAR OS CRITÉRIOS DE MEDIDA DE INDICADORES DE QUALIDADE e seu uso no processo de decidir sobre um determinado investimento.
 - d. DISCUTIR A FLUTUAÇÃO DOS INDICADORES DE QUALIDADE EM ANÁLISES DE RISCO.

2. O EMPREENDIMENTO SISTEMAS OPERACIONAIS E SISTEMAS DA ADMINISTRAÇÃO

Seja para efeito de calibrar os investimentos num determinado HOSPITAL , como para estabelecer a estratégia de gestão do empreendimento e do investimento, faço a identificação sistêmica do *produto*, como está na figura 1.

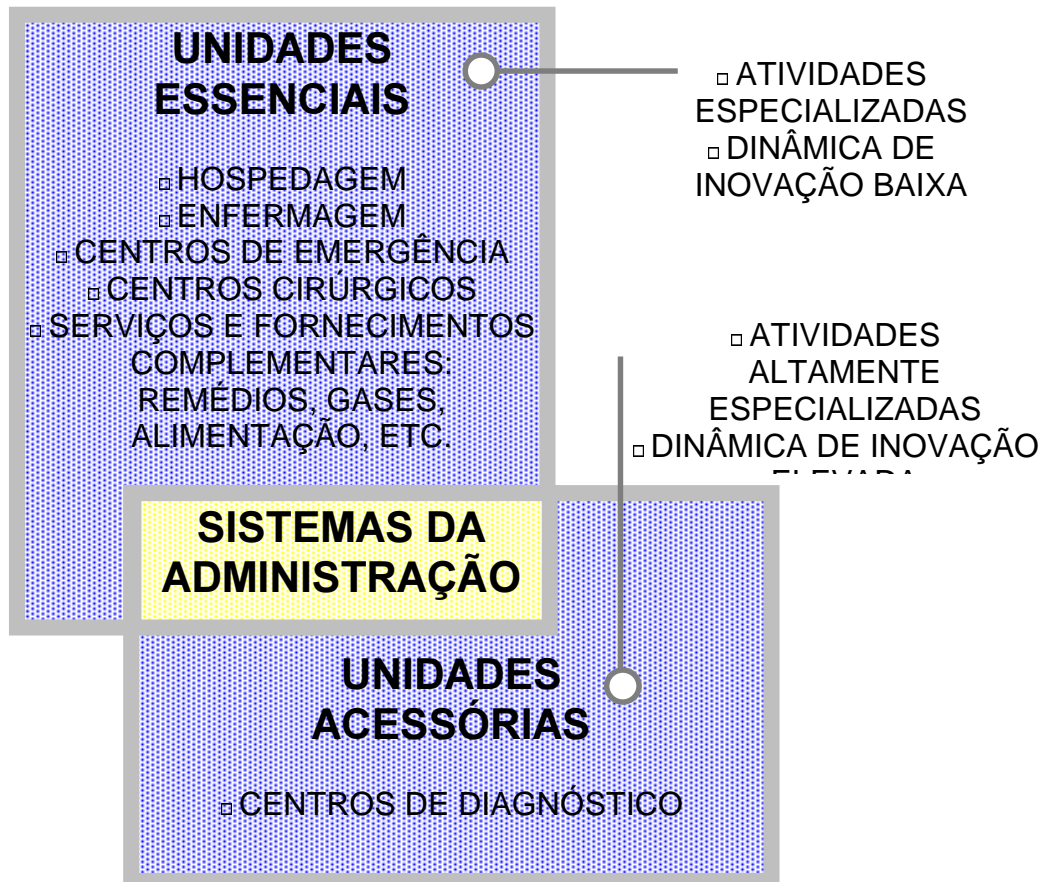
Um HOSPITAL pode oferecer serviços com um espectro muito amplo, de forma que, tratado como empreendimento, caberá ao investidor discutir sobre aplicar ou não recursos para se equipar com o propósito de oferecer uma determinada linha de serviço. A análise desta oportunidade de investimento estará presa a três fatores fundamentais: [i] - a existência de capacidade gerencial para administrar o serviço, [ii] - a oportunidade que terá o investidor de estabelecer crítica sobre o desempenho econômico deste serviço, quando em operação e [iii] - a análise específica *investimento x retorno esperado*, consideradas as rendas diretas e a sinergia que a existência do serviço pode representar na oferta global do produto.

Com este objetivo, o sistema empreendimento será tratado através da identificação de seus subsistemas:

[i] - UNIDADES ESSENCIAIS, compreendendo os serviços básicos do HOSPITAL, como sejam,

FIGURA 1

**COMPARTIMENTAÇÃO DO EMPREENDIMENTO
HOSPITALAR, PARA ANÁLISE DAS ALTERNATIVAS
DE INVESTIMENTO E
DOS SISTEMAS DE GESTÃO DO INVESTIMENTO**



hospedagem, enfermagem, centros cirúrgicos, serviços complementares para o paciente e para o produto, etc.

- [ii] - UNIDADES ACESSÓRIAS, correspondendo aos diversos serviços de centros de diagnóstico, mais ou menos extensivos e
- [iii] - os SISTEMAS DA ADMINISTRAÇÃO, que compreendem os sistemas “internos” do produto, seja com respeito à sua configuração física¹, como relativamente aos processos e sistemas de gestão financeira e dos demais recursos manejados na operação do empreendimento.

Para efeito de planejamento estratégico, as UNIDADES ESSENCIAIS englobam aqueles serviços que significam *atividade especializada* do negócio HOSPITAL, mas que tem uma *dinâmica de inovação baixa*, de forma que, ao discutir a oportunidade de investimento, se referem a recursos que tem sustentação por prazos mais longos e de referência mais sólida pela análise setorial, por amostragem de operações em andamento.

Já as UNIDADES ACESSÓRIAS significam sistemas de gestão de *alta especialização* e serviços baseados em equipamentos que tem *elevada dinâmica de inovação*, de forma que, ao investir, será necessário proceder a análises de risco mais profundas, pois a sustentação dos recursos aplicados poderá se perder em prazos mais curtos do que os esperados, frustrando a expectativa

¹ Por exemplo, refeitórios e vestiários para pessoal, os ambientes da administração, etc.

de rentabilidade, ou exigindo novos investimentos mais cedo do que esperado, para garantir o patamar de rentabilidade desejado para o negócio, ou mesmo, para garantir a sinergia das diversas unidades do produto.

Para planejamento dos sistemas de gestão, a consideração de alta especialização no manejo das unidades acessórias deve ser premissa essencial na proposição dos critérios para administrar o HOSPITAL e os recursos nele aplicados pelo investidor.

3. A RELAÇÃO ENTRE O INVESTIDOR E O EMPREENDIMENTO FORMAS DE GESTÃO E OPERAÇÃO

Formas de gerir o investimento vinculado a empreendimentos que demandam conhecimento especializado no manejo dos sistemas de produção, ou de prestação de serviços são, de certa forma, “universais”, não havendo inovações a considerar no caso de um HOSPITAL. O único objetivo deste tópico é reconhecer as alternativas mais correntes, para extrair análise de riscos que podem representar para o investidor, quando implantadas.

Nas figuras 2, 3, 4 e 5 descrevo as principais alternativas de gestão do investimento, já levando em conta a identificação dos sistemas internos, que fiz no tópico anterior, o que, evidentemente, não esgota o elenco de possibilidades, somente descreve os principais vetores, mas, de sorte que outras hipóteses representarão uma combinação destas. É importante ressaltar que esta é uma visão que dou dos sistemas de gestão, objetivando a análise econômica do negócio, sendo que seu suporte legal deve obedecer análise específica, que escapa do âmbito deste texto. Da mesma forma, o trato do vetor de investimento, que faço no tópico seguinte.

- A hipótese primária é a de GESTÃO DIRETA DO HOSPITAL, como é a imagem da figura 2. Nesse formato de gestão, o empreendimento se identifica como um único sistema e o investidor deverá dispor do conhecimento necessário para administrar os serviços

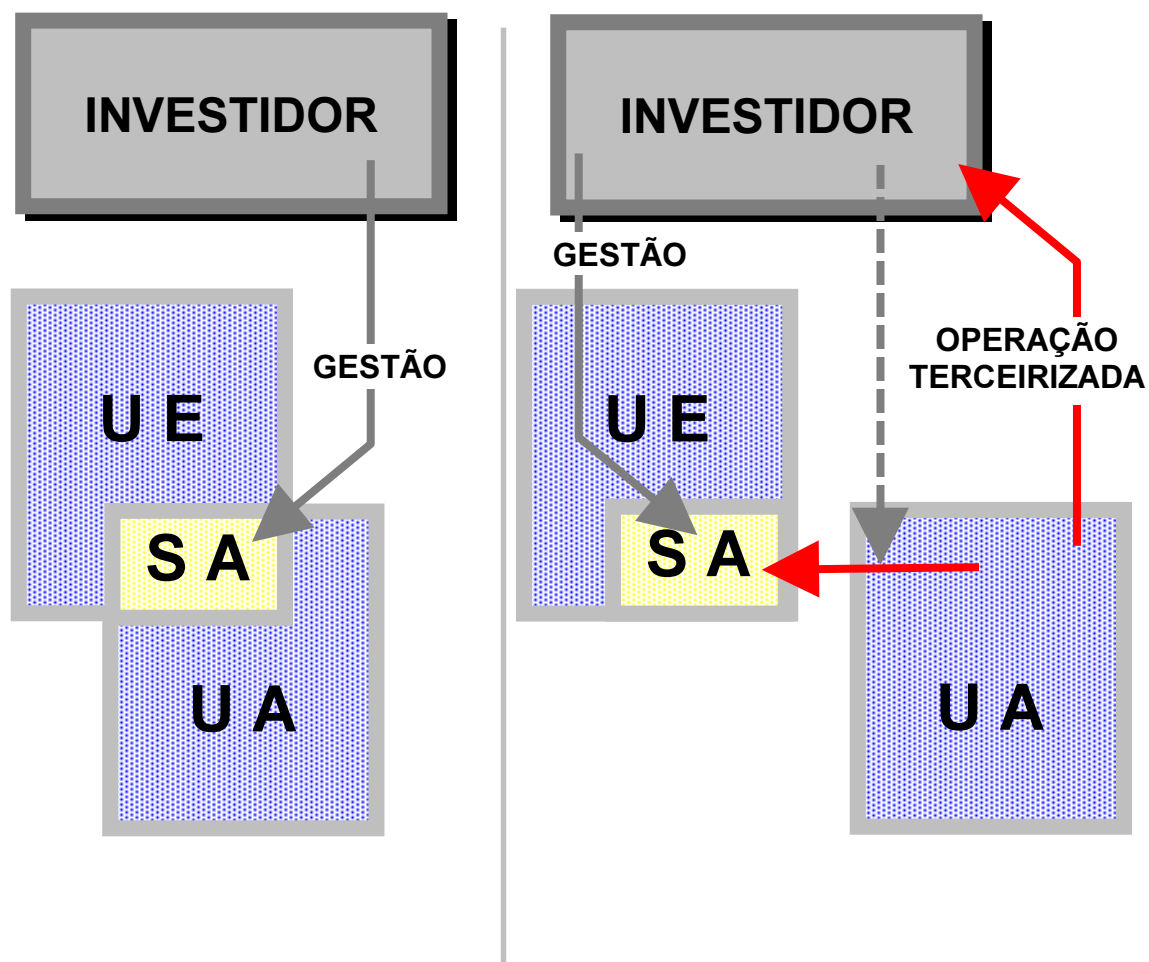
de alta especialização, exigindo-se ainda que acompanhe a dinâmica de sua evolução, para que possa proceder à análise crítica de qualidade de seu serviço e de seu investimento durante o ciclo operacional do empreendimento. Essa é uma hipótese gerencial de alto risco, porque faz supor que o investidor tem capacidade de acompanhar a evolução tecnológica deste negócio, com o conhecimento de causa para tomar decisões a tempo certo, o que para o ambiente que envolve a redação deste texto - os investidores institucionais - os Fundos de Pensão - , não é natural². ***A premissa que uso para as considerações deste texto é a de que o propósito do investidor é buscar rentabilidade não especulativa, em patamares seguros e de baixa flutuação, por prazos longos e com lastros estabilizados.***

- Uma primeira derivação, que admito necessária para superar esta condição de risco praticamente difuso, é a de que a OPERAÇÃO DAS UNIDADES ACESSÓRIAS SERÁ TERCEIRIZADA, como está na figura 2. Esta terceirização poderá ser direta com o investidor, ou com o sistema de administração instalado para manejar o HOSPITAL.

² Há que se fazer a ressalva de alternativas de investimento em que o investidor faz parceria com empresas especializadas, ou com profissionais que participam da gestão do investimento e do esforço de investimento. Realço que faço uma separação entre o investidor e o administrador, de forma que admito que, meramente contratar especialistas, não resolve a questão dos riscos, pois o investidor deve poder tratar da crítica sobre a estratégia de investimento, o que só fará se dominar o conhecimento mínimo do processo no qual investe, para ser capaz de digerir análises de oportunidades de investimento, ou de resultados de operação.

FIGURA 2

O INVESTIDOR VINCULADO
DIRETAMENTE AO SISTEMA DE GESTÃO



- Um avanço nos critérios de gerenciamento do HOSPITAL será contratar uma ADMINISTRAÇÃO ESPECIALIZADA para manejar os processos e procedimentos e para fazer a supervisão das operações terceirizadas, do mesmo ponto de vista, como identifico na figura 3.

- De forma mais compreensiva, para sair do procedimento de gestão direta do empreendimento, o investidor poderá contratar seu GERENCIAMENTO ESPECIALIZADO. Não haverá superação de patamar de risco, se esta contratação for feita “às cegas”, de forma que será esta uma solução mais avançada se o gerenciador condicionar sua remuneração a critérios de eficácia, com honorários de incentivo, calculados sobre o resultado operacional alcançado no empreendimento. Esta imagem está na figura 4.

- O menor nível de riscos estará na hipótese de TERCEIRIZAR TODO O MANEJO DO HOSPITAL, ARRENDANDO A OPERAÇÃO DO EMPREENDIMENTO, como ilustra a figura 5.

Pagando o operador uma taxa fixada de arrendamento, teremos não especificamente um investimento no setor, mas um negócio de renda fixa com lastro, que restaria comparar com uma aplicação num instrumento financeiro.

Mais corrente é considerar que a taxa de arrendamento está presa às receitas alcançadas na operação, com a consideração de um piso mínimo, calibrado em função da cobertura do custo

de oportunidade dos recursos aplicados.

Taxa de arrendamento balizada exclusivamente no resultado do empreendimento não se recomenda como procedimento, porque aí o investidor aplicará com risco difuso, já que não tem meios de controle sobre a qualidade dos sistemas gerenciais implantados.

As diferentes alternativas estão hierarquizadas na figura 6, quanto ao risco que apresentam para o investidor. Risco e rentabilidade se fundem num binômio indissolúvel, de forma que se admite, em situações com o mesmo padrão de controle, que, quanto mais conhecimento especializado “pagar” o investidor e quanto mais riscos operacionais transferir para terceiros, seja de forma integral - arrendamento - , seja na forma de honorários, mais rentabilidade estará sendo repassada, como contrapartida de riscos que vão sendo cobertos.

Esta figura 6 só demonstra a hierarquia quanto à rentabilidade do investimento, mas há aspectos de risco empresarial em cada solução de gestão que devem sofrer consideração, quando se estabelece a forma de gestão, cuja discussão escapa deste texto. Ressalto somente a definição dos critérios para os investimentos em atualização e adequação funcional no HOSPITAL, que deve ser objeto de muito cuidado, pois, se mal resolvida, pode implicar em quebra do lastro do investimento e em perdas de rentabilidade de difícil recuperação.

FIGURA 3

**A PRESENÇA DO
ADMINISTRADOR ESPECIALIZADO**

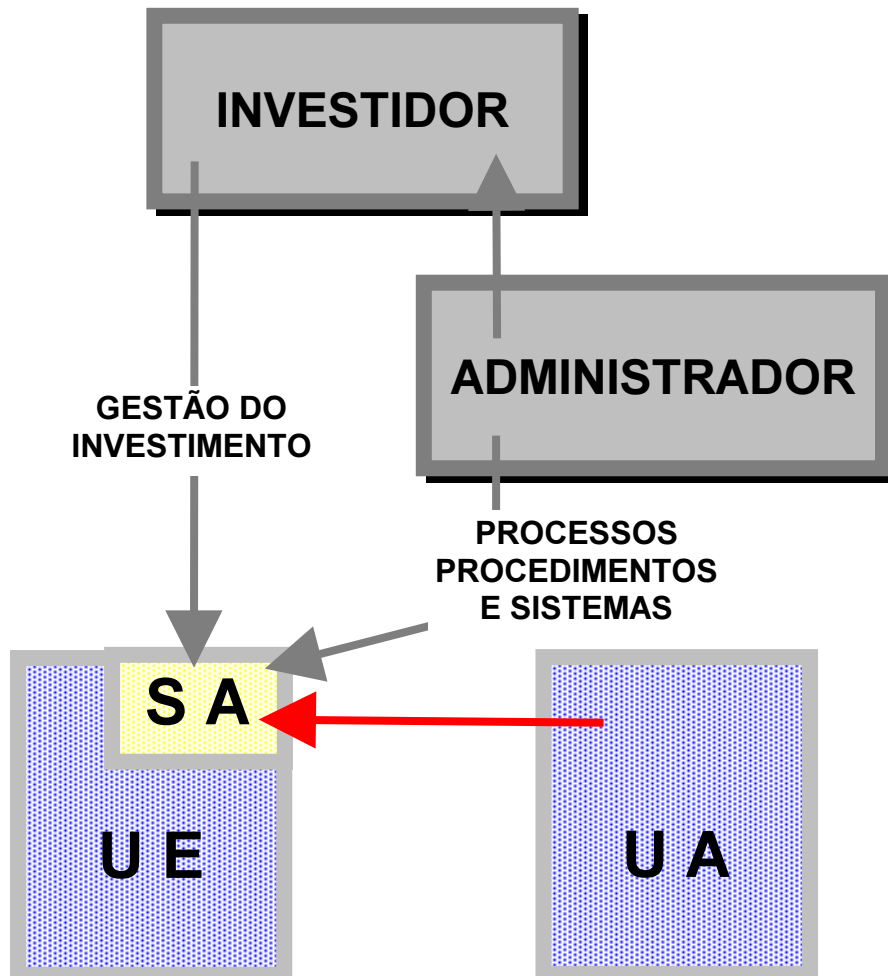


FIGURA 4

**A PRESENÇA DO
GERENCIADOR**

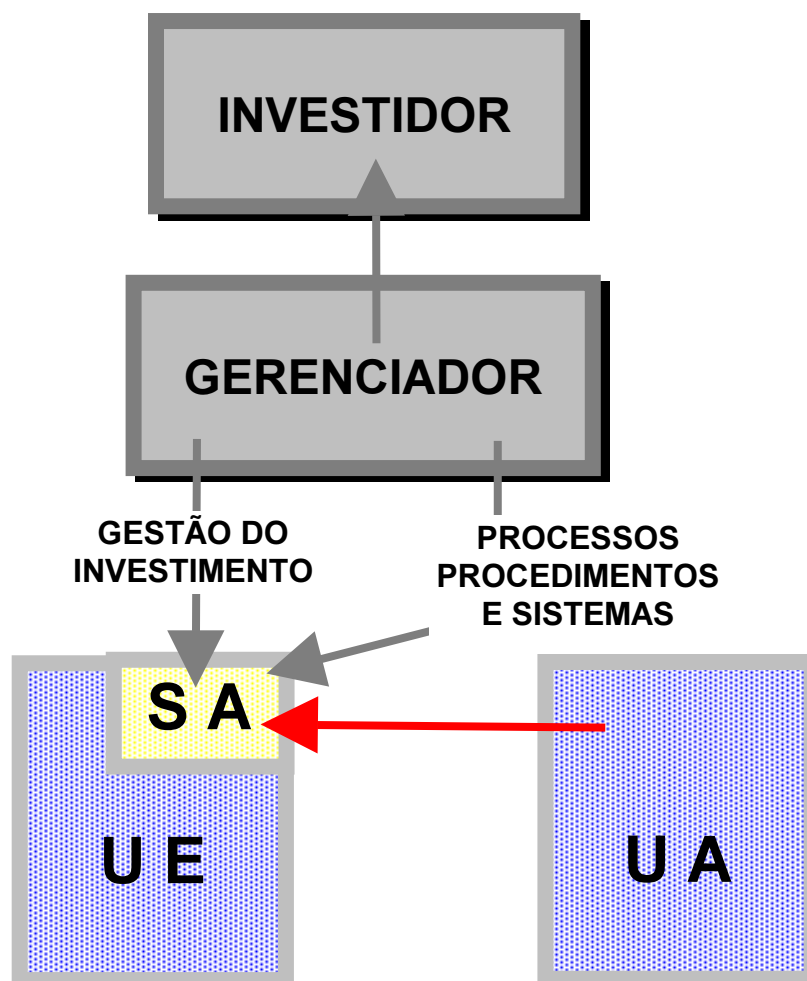


FIGURA 5

**A OPÇÃO DE
ARRENDAMENTO**

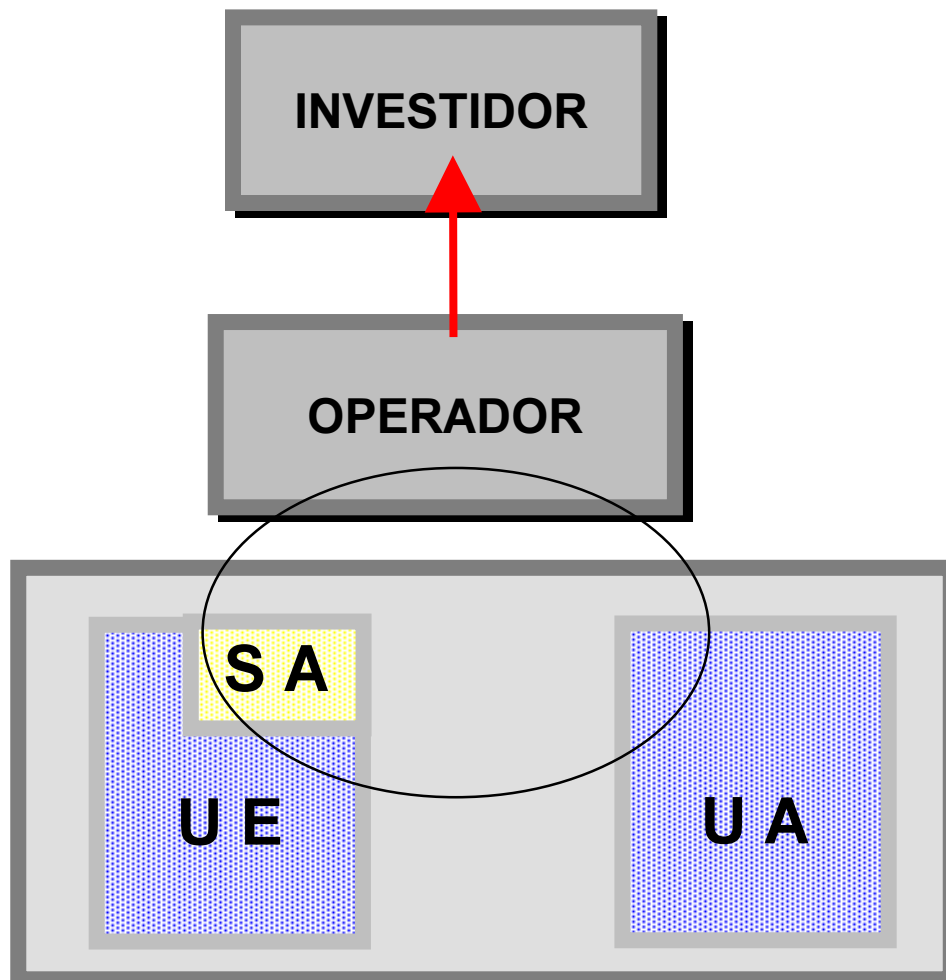


FIGURA 6

RENTABILIDADE E
RISCOS DO INVESTIMENTO



4. O VETOR DE INVESTIMENTO FORMATO, QUALIDADE E RISCOS

Três vetores principais podem ser mostrados para fazer o investimento em projetos de HOSPITAL³. Não tenho por objetivo fazer uma exaustiva exposição do formato de cada caso, mas faço uma breve descrição de alternativas, para explorar com um pouco mais de profundidade o vetor que tenho aplicado nos projetos, por entender ser esta a solução de manejo mais conveniente para o investidor⁴.

Os três vetores que considero válidos⁵ são de investimento em veículos do mercado de capitais, vinculados ao empreendimento, de forma que se trata de discutir formas indiretas de investir.

- ☐ Os recursos poderão ser aportados pelo investidor na CONTA DE CAPITAL DE UMA SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO - SPE, que revestirá o empreendimento, sem folgas,

³ Na hipótese de arrendamento, poderá se admitir uma quarta hipótese, de fazer o investimento direto nos imóveis e no equipamento, solução possível, ainda que muito rígida.

⁴ Faço considerações específicas para cada vetor, mas existe a possibilidade de fazer uma combinação de soluções, inclusive mistas com a solução de investimento direto. Evidente que, admitindo a hipótese de parcerias de investimento, haverá aí múltiplas combinações possíveis.

⁵ Aqui, novamente, restrinjo as considerações para investimentos de Fundos de Pensão em hospitais, sem estabelecer premissas de outra ordem, que não sejam as de análise do investimento frente aos objetivos de renda e lastro estabilizados por prazos longos.

para, nesse ambiente, implantar o HOSPITAL. Deve-se aqui fazer as considerações dos limites impostos aos Fundos de Pensão, relativamente ao controle de sociedades em que investem, o que obrigará a considerar parcerias para usar esta solução.

- Pode-se fazer o investimento em COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, também formatado com objetivo social restrito. Esta solução, vista sob a forma rígida da legislação, somente pode abrigar o investimento na edificação, nunca nos equipamentos - os Fundos Imobiliários só podem investir em imóveis! Todavia, já se tem visto leituras elásticas, na formação de Fundos Imobiliários, que abrigam equipamentos de lazer e mesmo hoteleiros.

Todavia é reconhecido que Fundos Imobiliários não podem manejar o empreendimento no seu próprio ambiente, pois estão restritos, segundo a lei, a comprar, vender, alugar e arrendar seus ativos. Assim, haverá necessidade de adotar uma solução única de operação, que é o arrendamento⁶.

⁶ Para securitizar projetos em Fundos Imobiliários, no Brasil, sem usar o conceito restrito de arrendamento, pode-se adotar a solução de mascarar um contrato de gerenciamento num de arrendamento, fazendo a TAXA DE ARRENDAMENTO VARIÁVEL e igual ao produto alcançado pelo arrendatário sob conceito de RESULTADO OPERACIONAL BRUTO, excluído um certo fator deste ROB, que funcionará a título de honorários de gerenciamento. Essa solução coloca o investidor numa prisão, quanto às decisões mais relevantes acerca de seu investimento, e, mais, o submete a uma estrutura em que a análise crítica sobre a qualidade da gestão não é

- Para este tipo de empreendimento, de forma geral, mais eclética é a solução de investir com critério de SECURITIZAÇÃO, pelo vetor dos TÍTULOS DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA - **TIBI**, emitidos por **SPE**, no conceito de debêntures de renda variável, equivalente a uma participação no resultado operacional disponível gerado no ambiente da sociedade que abriga o HOSPITAL.

Como ilustro na figura 7, o investidor toma os **TIBI** emitidos pela **SPE**, que, com tais recursos, paga as contas de implantação do projeto⁷. A **SPE** é uma sociedade anônima de capital aberto⁸, sujeita ao acompanhamento e controle da CVM, seja para efeito de seus demonstrativos de resultado, seja para que tenha autorizada a emissão dos **TIBI**.

Na medida em que a **SPE** se trata somente de um veículo para geração do **TIBI**, os critérios de gestão tratados no tópico 3 são de mesma ordem, lendo o INVESTIDOR como sendo a **SPE** em cada uma das figuras. O tomador dos **TIBI** controla a **SPE**, seus sistemas e procedimentos.

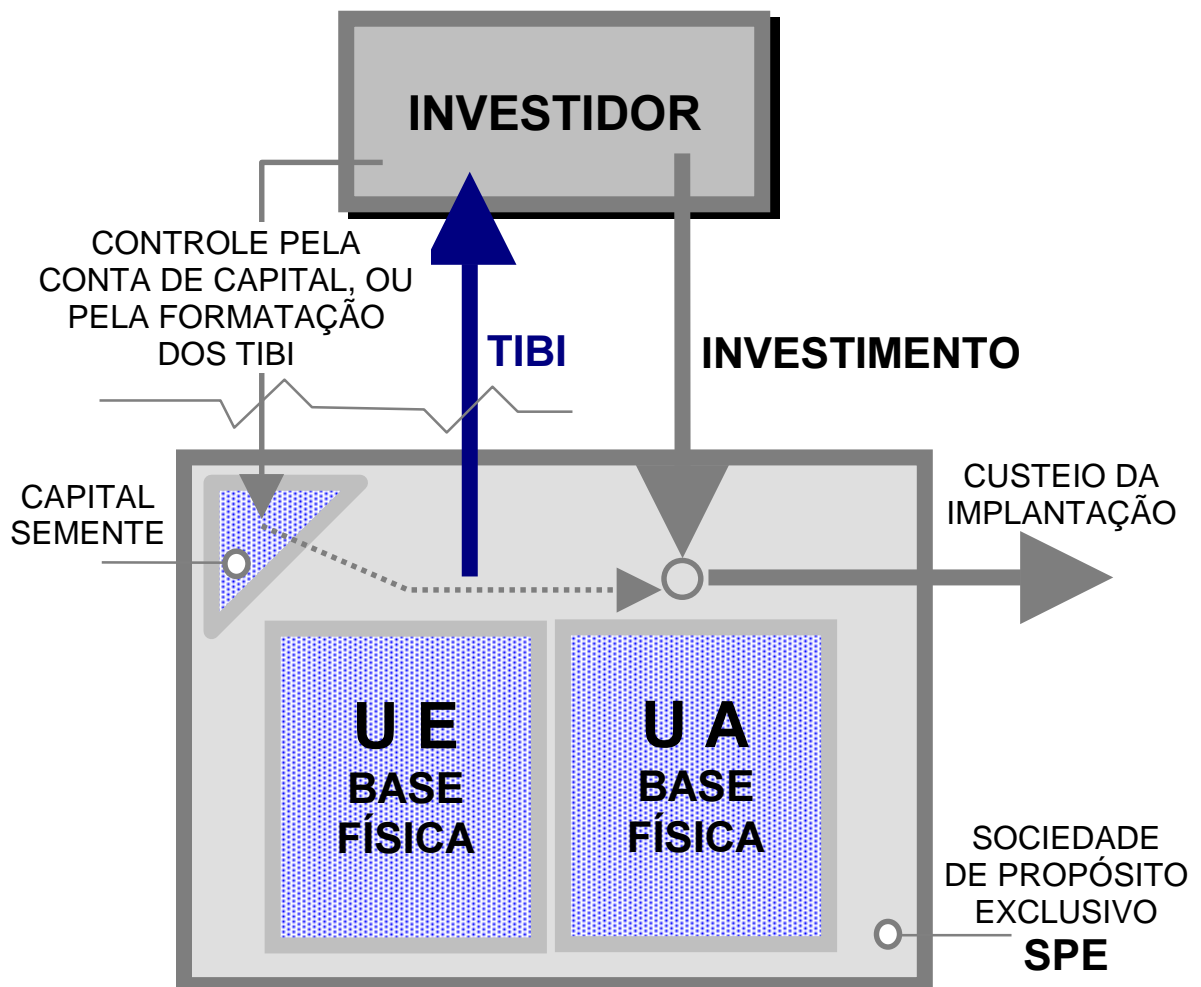
fator fundamental para manutenção da relação contratual com o gerenciador.

⁷ Como calibrar estas contas é tema que analiso no tópico seguinte.

⁸ Um Fundo de Pensão terá limitações para controlar a sociedade. Desta forma, as soluções de controle passam sempre pela formatação dos **TIBI**, esta inteiramente livre. Assim, se faz o controle não pela conta de capital, mas pela rigidez do Estatuto Social. Nas soluções de investimento em parceria, pode-se estabelecer as regras de convivência entre os sócios através dos dois instrumentos ou, quando se admite fazer girar os **TIBI**, equilibrar as ações de comando entre os acionistas e debenturistas.

FIGURA 7

VETOR DE INVESTIMENTO



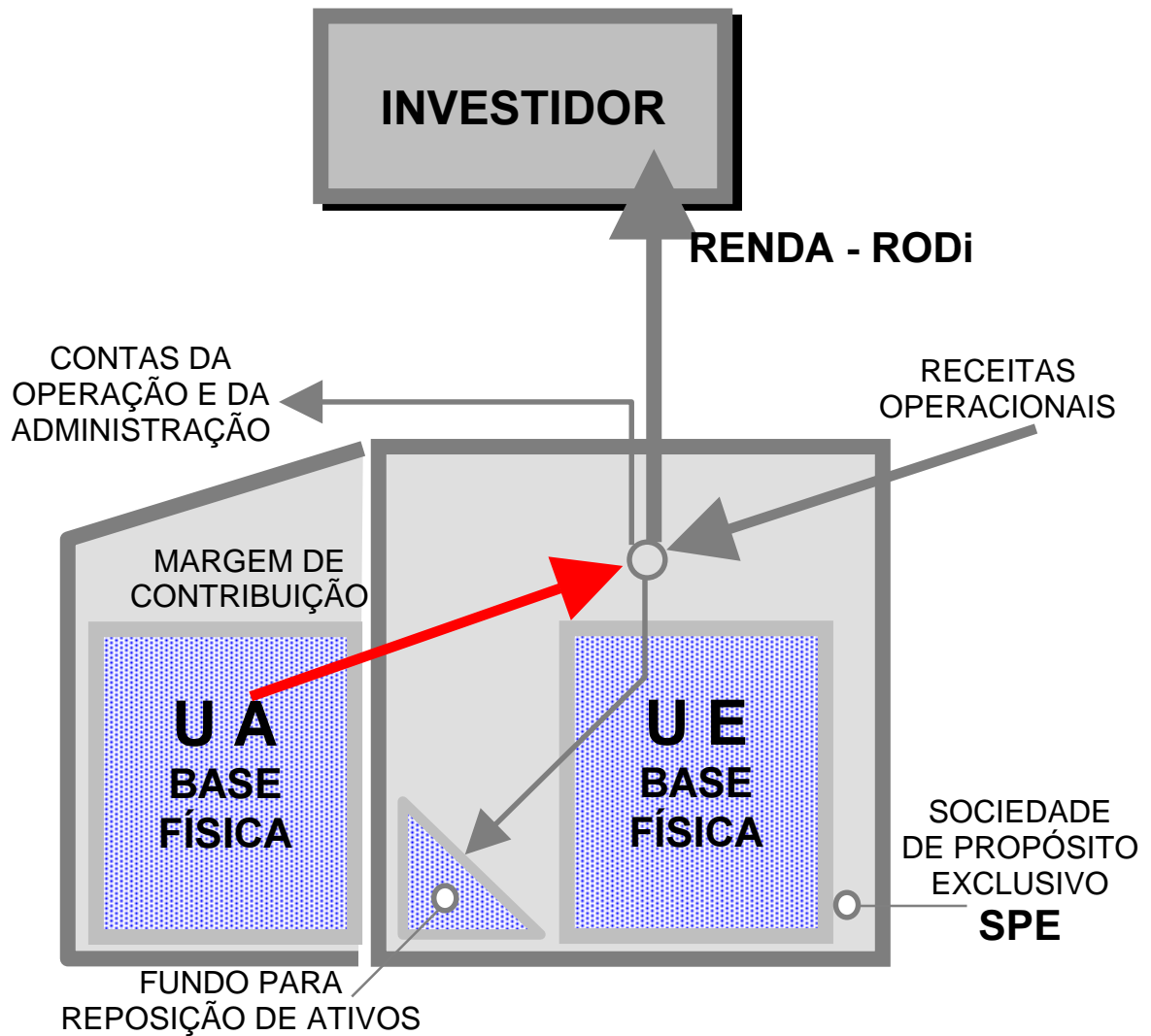
A renda dos **TIBI** se conceitua como uma certa participação no RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL - **RODi** gerado no ambiente da **SPE**. O nível de participação usado na maioria dos projetos securitizados por este mecanismo, é 100%, sendo diferente somente em hipóteses particulares de formação de parcerias de investimento.

Como está mostrado na figura 8, os movimentos financeiros para geração de **RODi** se dão nesta sequência:

- ◇ a **SPE** recebe a RECEITA OPERACIONAL BRUTA - **ROP** composta da receita bruta das UE sob seu manejo e a margem de contribuição oferecida pela operação terceirizada das UA.
- ◇ com os recursos **ROP**, paga as contas conexas com a operação, resultando a MARGEM OPERACIONAL BRUTA - **MOB**, gerada pelas operações.
- ◇ com **MOB**, paga as contas dos sistemas da administração, gerando o RESULTADO OPERACIONAL BRUTO - **ROB**.
- ◇ de **ROB** são segregados os honorários de gerenciamento, quando de incentivo, as contas vinculadas ao sistema de securitização e os recursos que compõem o FUNDO PARA REPOSIÇÃO DE ATIVOS - **FRA**, destinado a manter o empreendimento adequado e atualizado funcionalmente, dentro do ciclo operacional arbitrado para o investimento. Temos, então, o RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL - **RODi**, para ser distribuído para os **TIBI**.

FIGURA 8

RENDA DO
INVESTIMENTO



5. NÍVEL DE INVESTIMENTO E RISCOS CRITÉRIOS PARA CALIBRAR O NÍVEL DE INVESTIMENTO

Os critérios para calibrar o nível de investimento desejável para um projeto de HOSPITAL não diferem dos que se recomenda usar para projetos em geral. Admite-se que a premissa essencial é estabelecer um estado para o binômio *investimento x retorno*, que o investidor aceita, se fundamentado numa relação *rentabilidade x riscos*, que lhe dá uma condição de conforto que arbitra satisfatória.

A matriz para decisão está identificada na figura 9, de onde destaco:

- ◇ O investidor, ao analisar suas alternativas de aplicação de recursos, arbitra uma *renda, num nível de atratividade mínimo*, que pretende alcançar e que aceita, quando o investimento se revestir de um padrão de segurança muito alto⁹. Num empreendimento, este padrão de segurança está associado à possibilidade de que, no ciclo operacional, o *comportamento do empreendimento esteja sempre dentro dos padrões do cenário referencial da análise, sem desvios para pior*. Com estas duas variáveis, é possível calcular o valor do empreendimento, no conceito de VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO - VOI, limite máximo de

⁹ Na maioria dos casos de Fundos de Pensão esta arbitragem é estabelecida por aderência aos critérios técnicos que se usa para a montagem dos planos de assistência.

recursos que o investidor poderá aplicar num determinado projeto e que, por estar associado a uma condição rígida de comportamento, só se admite válido quando há garantias adicionais sobre a renda que resultar do desempenho do empreendimento, como, por exemplo, piso mínimo de renda garantido, sob fiança¹⁰. De forma geral, então, o valor que se dará ao empreendimento será sempre menor do que **VOI**¹¹, pois a este se associa a necessidade de evidência de uma condição de risco muito baixa.

- ◇ O mesmo investidor terá uma imagem de risco setorial e daquele particular empreendimento, que o fará aceitar investir um determinado valor, acima de **VOI** e que pode resultar, para ele, numa rentabilidade que se apresenta como atrativa para aplicações no setor.

¹⁰ Esta é uma hipótese para parcerias, em que o Fundo de Pensão investe parte dos recursos e o sócio, que é especialista no setor, completa os recursos e maneja o negócio. Ai, o sócio dá a garantia de renda mínima.

¹¹ Aproveito este ponto para advertir que muitos investimentos em empreendimentos promovidos por Fundos de Pensão estão balizados em **VOI**, porque a decisão está apoiada em análises técnicas extremamente frágeis. Alguns consultores tentam superar esta fragilidade perpetrando análises usando o que denominam de cenários pessimistas, como se fosse possível, de forma arbitrária, abater a qualidade de comportamento lançada no cenário referencial da análise, para então, oferecer segurança ao investidor. Outros ainda, distorcem critérios técnicos para atingir “números mais baixos”, promovendo uma pretensa segurança para o investidor, mas que, por não ter calibre, acaba por resultar num vetor de incerteza. Como exemplo, analisar empreendimentos arbitrando ciclo operacional arbitrariamente curto diminui **VOI**, mas significa usar critério sem respaldo técnico, o que deve fazer o investidor inseguro para decidir, por não ser capaz de reconhecer o padrão de riscos com que se aventura no negócio.

Esta posição normalmente compreende uma faixa, cujos limites podem ser delimitados tecnicamente, fazendo análises de risco específicas do empreendimento em estudo, ou setoriais, utilizando protótipos.

O **VALOR DO INVESTIMENTO** corresponderá a uma hipótese de investimento que **PAGA O EMPREENDIMENTO PRONTO PARA OPERAR**, de forma que não haverá riscos relativamente aos custos de implantação, mas parte do conceito de que os riscos de operação devem estar “pagos” por uma quebra de valor de **VOI** para o valor admitido para investir. Assim, se mede o lastro do investimento, como sendo a relação entre o valor pago e **VOI**, que é indicador para mostrar o nível de segurança que um determinado preço apresenta, para suportar quebras de desempenho relativamente àquele estabelecido no cenário referencial. O lastro deverá sempre estar acima de 1,00.

- ◇ A posição em outro extremo é assumir todos os riscos da implantação, tratando o investimento como os **CUSTOS DIRETOS PARA IMPLANTAR O PROJETO**. Nesta hipótese, quando se espera obter a melhor renda relativa e se espera construir o maior lastro, estão em aberto os riscos na implantação, que poderão fazer descer a rentabilidade, quando desvios ocorrerem no processo de implantar, sem cobertura.

Quando se analisa empreendimentos, é importante reconhecer a precariedade dos orçamentos de implantação, para não mergulhar na falsa imagem de que sempre é melhor correr estes riscos, do que pagar um preço pronto para operar. O empreiteiro, muitas vezes até parceiro, que oferece um preço num contrato “turn-key” de implantação, corre os riscos de custo contra orçamento, coberto por uma certa margem e esperando uma determinada rentabilidade - o que resta especular é se um não especialista, que deve manter critérios extremamente conservadores para decidir sobre seus investimentos, deve percorrer este caminho.

Naturalmente, trabalhando com valor do empreendimento igual aos custos para implantação, chegaremos, na análise, ao lastro máximo e à maior rentabilidade que poderá oferecer o empreendimento. Restará discutir se o risco é aceitável.

6. GRANDES NÚMEROS DE PROJETOS

Os elementos seguintes descrevem os grandes números [i] - dos projetos ALBERT SABIN e VITA-CURITIBA, já operando, cujos investimentos para implantação dentro das suas SPE foram carreados por securitização, usando os TIBI e [ii] - de um projeto em gestação na UNITAS, para o qual se planeja a securitização pela mesma via, e cuja estratégia de investimento, prevista pelo empreendedor, que pretende angariar parceiros de investimento, é implantar o projeto a “preço de custo administrado”.

O HOSPITAL ALBERT SABIN foi securitizado operando, de forma que o valor do empreendimento, no ambiente da securitização, foi arbitrado dentro da faixa que atendeu um padrão de rentabilidade atrativo para os investidores.

O HOSPITAL VITA-CURITIBA foi securitizado praticamente pronto para operar e o critério de arbitragem de valor foi o mesmo, somente que para outro grupo de investimento, de forma que o patamar de atratividade não é o mesmo.

Os elementos dos empreendimentos, dispostos nos quadros e gráficos adiante dispostos, procuram fazer uma imagem do que representa cada investimento, para que o leitor possa fazer

suas comparações, construindo seus binômios rentabilidade x riscos. Como reza o preceito mais básico do planejamento, não me cabe fazer comparações, na medida em que fiz a consultoria de planejamento dos projetos, mas meramente construir o elenco de informações sobre qualidade e riscos, que possam permitir a análise crítica de cada projeto, em particular.

- ◇ O quadro 10 contém uma descrição do princípio que leva ao valor do investimento, com a indicação de como se definem os procedimentos de gestão, seja para as UE, como para UA. No caso particular do hospital ALBERT SABIN, várias UA são fruto de investimento de terceiros, dentro do HOSPITAL, ancorados em contratos que oferecem alguns anos de carência para início do pagamento das participações na receita, de forma que, na análise, estas rendas foram desprezadas, para efeito de tornar os indicadores mais seguros.

- ◇ O quadro 11 dá os indicadores do nível de investimento para cada projeto, considerados os critérios de arbitragem já referidos e destacando-se que o ciclo operacional arbitrado para o HOSPITAL ALBERT SABIN é mais curto por se tratar de operação em andamento - os demais se securtizam no início de seu ciclo operacional.

- ◇ O quadro 12 mostra indicadores do cenário referencial de comportamento usado nas análises de qualidade do investimento e oferecidos, no caso do HOSPITAL ALBERT SABIN, por

projeção de seu comportamento verificado num ciclo em regime e, para os demais, por empresa de consultoria especializada.

- ◊ O quadro 13 contém os indicadores de qualidade para cada investimento, com **VOI** e **LASTRO**, para análise da segurança e **TAXA DE RETORNO**, para análise de rentabilidade.

- ◊ O gráfico 14 e a sua outra imagem, no gráfico 14.1, são extraídos das análises de risco, mostrando a flutuação da taxa de retorno esperada, para hipótese de ocorrer quebra de mercado estabilizada no ciclo operacional, relativamente aos padrões de comportamento do cenário referencial¹². A posição de taxa de retorno = 12% foi a taxa de atratividade arbitrada nos estudos dos três projetos e, por esta razão, está destacada.

¹² Nas análises de qualidade que acompanham as securitizações, as análises de risco e a composição dos indicadores de qualidade são muito mais densas, representando estes gráficos e quadros uma imagem para a finalidade da exposição e deste texto.

QUADRO 10

**PERFIL DOS
EMPREENDIMENTOS**

	INVESTIMENTO PARA IMPLANTAÇÃO	OPERAÇÃO DAS UE	OPERAÇÃO DAS UA
ALBERT SABIN	VALOR ARBITRADO PARA PRONTO E OPERANDO	GESTÃO DIRETA	NÃO GERAM RENDA
VITA CURITIBA	VALOR ARBITRADO PARA PRONTO PARA OPERAR	GERENCIADOR HONORÁRIOS DE INCENTIVO	TERCEIROS RENDA SOBRE A RECEITA
PROJETO	CUSTOS ORÇADOS PARA IMPLANTAÇÃO	GERENCIADOR HONORÁRIOS DE INCENTIVO	TERCEIROS RENDA SOBRE A RECEITA

QUADRO 11

**INDICADORES DO NÍVEL
DE INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS**
VALORES EM US\$ MIL

	NÚMERO DE LEITOS	CICLO OPERACIONAL ARBITRADO	VALOR DO INVESTIMENTO	INVESTIMENTO POR LEITO
ALBERT SABIN	101	12 ANOS	32.340	320
VITA CURITIBA	146	20 ANOS	48.387	331
PROJETO	274	20 ANOS	86.432	315

QUADRO 12

**INDICADORES DE COMPORTAMENTO
E DESEMPENHO DOS EMPREENDIMENTOS**

**VALORES DO ANO 5-OPERACIONAL
VALORES EM US\$ MIL - BASE**

	RECEITA OPERACIONAL BRUTA	MARGEM OPERACIONAL	RESULTADO OPERACIONAL BRUTO	RESULTADO OPERACIONAL DISPONÍVEL
ALBERT SABIN	17.167 100,0% 169 LEITO	12.702 74,0%	4.687 27,3%	3.938 22,9%
VITA CURITIBA	34.286 100,0% 234 LEITO	21.065 61,4%	7.070 20,6%	5.560 16,2%
PROJETO	52.801 100,0% 192 LEITO	34.081 64,5%	16.610 31,5%	12.510 23,7%

QUADRO 13

**INDICADORES DE QUALIDADE
PARA O INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS
VALORES EM US\$ MIL**

	VALOR DO INVESTIMENTO	VOI	LASTRO DO INVESTIMENTO	TAXA DE RETORNO ESPERADA
ALBERT SABIN	32.340	45.600	1,410	17,0% ANO
VITA CURITIBA	48.387	68.000	1,405	15,2% ANO
PROJETO	86.432	152.500	1,764	18,5% ANO

GRÁFICO 14

**FLUTUAÇÃO DA TAXA DE RETORNO
PARA QUEBRAS DE DESEMPENHO**

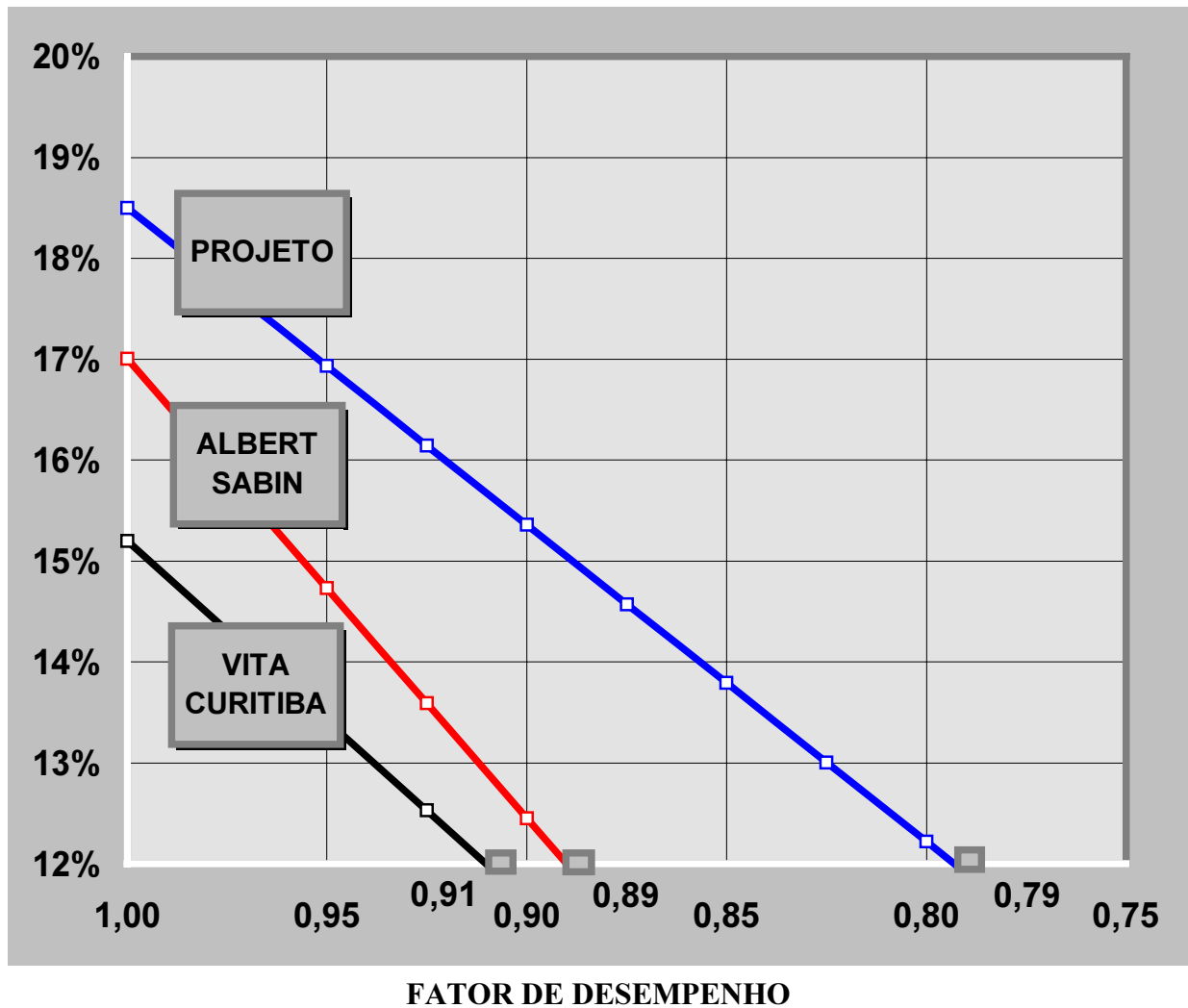


GRÁFICO 14.1

**FLUTUAÇÃO DA TAXA DE RETORNO
PARA QUEBRAS DE DESEMPENHO**

