

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MERCADO IMOBILIÁRIO: ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO
Estudo focado no segmento de Shopping Centers

Paulo Antonio Salgado Berardo
Nº de matrícula: 9620074

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MERCADO IMOBILIÁRIO: ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO
Estudo focado no segmento de Shopping Centers

Paulo Antonio Salgado Berardo
Nº de matrícula: 9620074

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 2002

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que, direta ou indiretamente, participaram e tornaram possível a realização deste trabalho.

Agradeço ao meu orientador, Professor Dionísio, por sua grandiosa sabedoria e por toda a atenção dedicada a mim. E também ao professor Marcus Valpassos por sua dedicação e disponibilidade em ajudar-me sempre que solicitado.

Agradeço à toda a equipe da Saphyr – Gestão Total de Shopping Centers, por todo o apoio e incentivo que sempre foram destinados a mim.

Agradeço especialmente aos meus familiares. Meu pai Marco Antonio, minha irmã Anna Paula e meu irmão João Antonio. A força que nos une me fornece instrumentos para transpor os mais difíceis desafios da vida. E principalmente à minha mãe, por tudo que ela sempre foi e sempre será.

Agradeço a Deus por iluminar meu caminho com pessoas e oportunidades tão maravilhosas e por me dar condições de contribuir, de alguma forma, para um futuro melhor.

Sumário:	
1. Introdução.....	6
2. O Mercado imobiliário.....	8
2.1. Macro visão do Mercado Imobiliário e da Construção.....	8
2.2. Etapas do Empreendimento Imobiliário.....	11
3. O Mercado de Shopping Centers.....	23
3.1. Indústrias de Shopping Centers no Brasil.....	25
3.2. Características de um Shopping Center.....	28
3.3. O Conceito de ancoragem.....	33
3.4. Tipos de Shopping Centers.....	35
3.5. Localização geográfica de um Shopping Center.....	39
4. Avaliação e Seleção de Projetos de Investimentos.....	44
4.1. Definição dos Métodos Citados.....	49
4.1.1. Tempo de Retorno do Capital Investido (payback period).....	50
4.1.2. Valor do Método Atual ou Valor Presente Líquido (VPL).....	51
4.1.3. Método da Taxa Interna de Retorno (TIR).....	52
4.2. Conclusões sobre o uso dos Critérios citados.....	55
4.3. Determinação da Taxa Mínima de Atratividade (Custo de Oportunidade)..	56
4.3.1. Ausência de Restrição Orçamentária.....	61
4.3.2. Restrição Orçamentária Parcial: Revenda Permissível.....	63
4.3.3. Restrição Orçamentária.....	63
5. Fundos de Investimento Imobiliário.....	65
5.1. O que são Fundos de Investimento Imobiliário?.....	66
5.2. Vantagens.....	67
5.3. A pulverização da base acionária.....	69
5.4. Liquidez.....	70
5.5. FII Pátio Higienópolis.....	71
5.5.1. Comparação: FII Pátio Higienópolis x Outros Investimentos.....	73
6. Conclusão.....	77
7. Bibliografia.....	80

8. Índice de Quadros e Gráficos:

Quadro 1 – Oferta de Shoppings por Habitante.....	26
Quadro 2 – Quantidade de Shoppings no Brasil.....	27
Quadro 3 – Participação de cada Região no total da Indústria de Shoppings.....	28
Quadro 4 – Shopping Centers por tipo no Brasil.....	39
Quadro 5 – Taxa Interna de Retorno (TIR).....	54
Quadro 6 – Comparação: FII Pátio Higienópolis x Outros Investimentos.....	74
Quadro 7 – Estimativa de Rentabilidades Anuais do FII Pátio Higienópolis.....	76
Gráfico 1 – ABL total por país.....	25
Gráfico 2 – Habitantes por m ² de ABL no Brasil.....	26
Gráfico 3 – Curva de Crescimento da Indústria (de Shoppings no Brasil).....	27
Gráfico 4 – Shopping Centers por tipo no Brasil.....	39
Gráfico 5 – Taxa Interna de Retorno (TIR).....	54
Gráfico 6 - Comparação: FII Pátio Higienópolis x Outros Investimentos.....	75
Gráfico 7 – Rantabilidades acumuladas (Outubro 2001 – Setembro 2002).....	75

Capítulo 1 - Introdução

Em tempos de crise nos mercados financeiros, o mercado imobiliário sempre se apresentou como uma alternativa de investimento. Isso deve-se ao fato de este último ser mais estável e muito menos suscetível à volatilidade que geralmente é observada nos mercados de capitais.

Um investimento será atraente se seu fluxo de caixa for maior com ele do que sem ele. Assim sendo, espera-se que o valor presente de seus ativos com o novo investimento seja maior do que em sua ausência. Em outras palavras, o investimento deve oferecer uma expectativa de rendimentos futuros que, trazidos para o presente, tragam um aumento nos ativos.

Nessa linha, uma fase muito importante é a da avaliação do projeto em que se pretende investir e analisar seu fluxo de caixa. Assim, poderá ser estudado se o investimento possui atratividade suficiente (fluxo de caixa incremental) para que os recursos sejam alocados nele.

Esta monografia tem por objetivo fazer uma breve avaliação de investimentos no ramo imobiliário. Estudaremos, em particular, o setor que se refere ao mercado de Shopping Centers.

O presente trabalho está organizado em seis capítulos. O primeiro capítulo consiste nesta introdução. O segundo capítulo apresenta os conceitos fundamentais do mercado imobiliário e vem seguido do capítulo terceiro que retrata mais especificamente o mercado de shopping centers.

Em seguida, vem o capítulo quatro que propicia uma visão resumida da etapa de avaliação e seleção de projetos de investimento, onde podemos observar os fatores que levam um investidor a preferir, ou não, determinado investimento.

No capítulo cinco, é apresentada uma modalidade de investimento na área imobiliária relativamente nova. O conceito de Fundo de Investimento Imobiliário é introduzido como uma alternativa de investimento no mercado imobiliário para o pequeno e médio investidor, que, por motivos óbvios, antes permanecia fora de tal ramo.

Por fim, vem o capítulo seis com a conclusão do trabalho. Este capítulo faz uma breve revisão do que será visto ao longo deste trabalho.

Capítulo 2 - O Mercado Imobiliário

O objetivo deste capítulo é apresentar o atual cenário, o funcionamento e as perspectivas do mercado imobiliário brasileiro. Neste segmento, a indústria de shopping centers (setor do ramo imobiliário) é ressaltada com mais riqueza de detalhes a partir da próxima seção, retratando seu histórico, estatísticas, quantificações, características, classificações e funcionamento.

2.1 - Macro visão do Setor Imobiliário e da Construção

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o setor da construção civil engloba as seguintes atividades:

- a) preparação do terreno;
- b) obras de edificação;
- c) obras de infra-estrutura (estradas de ferro, rodovias, pontes, portos, dutovias, usinas hidroelétricas, linhas de transmissão e distribuição de energia, redes elétricas em geral, telecomunicações, saneamento ambiental etc.);
- d) instalações de materiais e equipamentos necessários ao funcionamento do imóvel;
- e) obras de acabamento (compreendendo tanto construções novas como grandes reformas, restaurações de imóveis e manutenção corrente);
- f) incorporação de imóveis realizada pelas construtoras.

O ConstruBusiness¹ é maior que o setor da construção civil, pois compreende também os setores de material de construção, bens de capital para a construção e serviços diversos.

Não só o mundo globalizado mas, em especial, o ramo imobiliário vêm passando por um processo profundo de reestruturação, forçado, por um lado, pelo esgotamento do antigo Sistema Financeiro da Habitação e, por outro, pela estabilidade econômica.

O ramo imobiliário tem um papel de destaque na estratégia global da economia, onde as exportações e os investimentos têm demonstrado um crescimento elevado.

Segundo a TREVISAN Associados, em trabalho apresentado no 3º Seminário da Indústria Brasileira da Construção, com base em estudos do IBGE, IPEA e Departamento de Contas Nacionais, o macro setor da construção, composto pela construção civil, aluguel de imóveis, atividades industriais e serviços,² participava, em 1998, com mais de 60% do investimento bruto nacional.

Os resultados deste trabalho trazem dados ainda mais significativos. O macro setor da construção - "ConstruBusiness", considerado seu impacto sobre o processo produtivo, alcançou 14,8% do PIB (Produto Interno Bruto) nacional em 1997. Sua influência na balança comercial é muito pequeno, pois seu coeficiente de importação dentro do processo produtivo é de aproximadamente 1%.

O setor da construção civil participava, em média, com 6% do total dos salários pagos na economia e é um grande gerador de emprego na economia, pois em 1997 ocupava diretamente 3,5 milhões de pessoas, sendo o maior empregador do ramo industrial, em termos de geração de postos de trabalho.

¹ ConstruBusiness é a definição para a cadeia produtiva para o setor da construção, organizado em cinco setores: material de construção, bens de capital para a construção, edificação, construção pesada e serviços diversos

² A indústria de shopping centers está presente nos segmentos de: construção civil e atividades industriais quando da edificação; aluguel de imóvel quando na operação, e serviços quando nas etapas de planejamento e operação.

Desta forma, o ramo imobiliário conta com peculiaridades, que o tornam importante no cenário econômico:

- a) o reduzido impacto que o seu crescimento tem sobre o aumento das importações diretas e indiretas, ou seja, aumento no ramo imobiliário não causa impacto significativo na balança comercial;
- b) a significativa participação na geração de emprego, inclusive de mão-de-obra não qualificada;
- c) a expressiva demanda potencial de novas unidades habitacionais.

Verifica-se como tendência do mercado que cada etapa do processo imobiliário é realizada por empresas diferentes. Assim é que, empresas do ramo imobiliário, em geral, especializam-se nas diversas atividades de cada etapa, como: organização dos projetos, captação de recursos, construção dos imóveis, comercialização, financiamento à produção, financiamento ao adquirente, colocação no mercado de capitais dos créditos a receber, exame de garantias, riscos etc.

A pequena empresa construtora sempre terá espaço no mercado, bem como os profissionais liberais (engenheiros, arquitetos), através de firmas de consultoria, planejamento etc., cada qual competindo nas suas áreas.

O grande desafio do ramo imobiliário é a elevação da sua eficiência produtiva que somente se concretizará com a eficiência dos seus vários segmentos (construtoras, indústrias de material de construção etc.), o que importará na redução de custos e eliminação de desperdícios.

O paradigma do setor produtivo, no qual se insere o da construção, é resultado dos vários choques competitivos a que as empresas foram submetidas em decorrência de um mercado globalizado e, principalmente, pela concorrência com as empresas já ajustadas, possibilitando a eliminação daquelas que não se adaptarem aos novos tempos.

Desse marco surgem as três características do novo modelo:

- a) crescente valorização dos serviços e da diferenciação (qualidade, flexibilidade, tempo, variedade, personalização, design, marca) nas estratégias competitivas das firmas;
- b) flexibilidade na produção, com eliminação de desperdícios, baixos custos e diferenciação do produto e
- c) desverticalização da produção, aliada a uma maior cooperação entre clientes e fornecedores, que implicam a concentração de cada uma em sua área específica.

Desenvolver a indústria da construção imobiliária significa alavancar o progresso do Brasil em todos os aspectos, dentre os quais o social.

2.2 - Etapas do Empreendimento Imobiliário

Planejar um empreendimento imobiliário com vistas à sua comercialização é uma tarefa que envolve a coordenação de diversos serviços integrados, atendendo aos objetivos do incorporador.³ Este objetivo, que determina e consiste no sucesso do empreendimento, pode ser alcançado num curto espaço de tempo, desde que observados os principais aspectos na elaboração do projeto arquitetônico que constitui, em última análise, a síntese do negócio imobiliário.

Entre os principais fatores, podemos destacar:

- a) a criação do empreendimento;
- b) aspectos mercadológicos;
- c) aspectos financeiros;
- d) a conjuntura econômica local;
- e) pesquisa de mercado, método e valor;
- f) estudo do melhor aproveitamento imobiliário;
- g) observação dos principais pontos de venda fixados na idéia do projeto;
- h) promoção, publicidade e a montagem de um sistema adequado de vendas;
- i) boa imagem do empresário principal e

³ Empreendedor / empresário responsável por todos os processos necessários à produção de um empreendimento imobiliário, dentre elas, aspectos legais, comercialização, etc.

j) estruturação jurídica do empreendimento.

Eis no que consistem estes diversos aspectos:

a) A criação do empreendimento

Localizado um terreno, os empresários mais experientes poderão associar uma idéia para o local, da qual surgem os estudos preliminares para indicação da viabilidade econômica do empreendimento. Essa sensibilidade varia de indivíduo para indivíduo e de empresa para empresa. Assim, dentre os cuidados recomendados é o de não condicionar o que fazer a idéias preconcebidas, a menos que o terreno tenha sido procurado para uma determinada finalidade, com um objetivo perfeitamente definido, como por exemplo, é o caso de shopping centers e hotéis.

A criatividade é fator básico na realização do empreendimento, seja ele imobiliário ou não. O empresário é, via de regra, um grande inovador, pois é através deste procedimento, desta antevisão, que ele consegue tirar um melhor partido do negócio.

A criação de um empreendimento está sempre limitada dentro de largos parâmetros cujos extremos não são nunca suficientes para dimensionar o risco. Em última análise, dependerá da vivência, da capacidade de indicar caminhos mais seguros e da criatividade, a obtenção do melhor aproveitamento para o produto. Ter em vista o que é melhor vender é sempre uma sadia política e que depende em grande parte das experiências vividas no mercado local, ou ainda da intuição - uma qualidade inata e fundamental na atividade imobiliária.

A maioria dos empresários, por falta de tempo, perde em grande parte a sensibilidade do negócio, relegando a decisão do que fazer, muitas vezes, às mãos do arquiteto, que apesar de ser um dos instrumentos básicos do processo, nem sempre conhece suficientemente o mercado ou, ainda, não reúne todas as ferramentas para desvendar o "intrincado imobiliário".

Por essas e outras razões, é que podemos filosofar que a indústria imobiliária é quase um artesanato. Cada terreno envolve sempre estudos e características distintas; afinal,

a matéria-prima básica terra é a única verdadeiramente restrita. Daí cada projeto ser sempre um novo produto cuja colocação no mercado exige meticolosos estudos.

O mercado imobiliário é extremamente mutável porque ele acompanha, via de regra, os hábitos e costumes do consumidor, que vão se alterando lentamente em função de fatores externos e promocionais. A urbanização de uma grande cidade é um processo difícil de prever e a evolução de certas regiões deve constituir um elemento importante do planejamento imobiliário. Planejar imóveis é um procedimento de análise a longo prazo, tratando-se de um bem real e durável.

Interpretar os anseios da sociedade, conciliá-los às suas condições econômicas, antever o que será bom amanhã são elementos indispensáveis no planejamento e desenvolvimento de um projeto imobiliário; afinal, tais fatores podem ser um importante diferencial para a decisão do comprador. Assim, o que irá determinar o partido de arquitetura é todo um conjunto de fatores objetivos, cuja síntese em muito dependerá da capacidade criativa do empresário, pois é ele quem deve dizer o que e por que fazer. A melhor maneira pode ser conseguida através de empresas organizadas e especializadas.

Os projetos devem ser coerentemente inovadores para atrair o consumidor e sempre ir ao encontro dos seus desejos.

A criação de um projeto sobre um terreno admite múltiplas hipóteses. Assim, um dos segredos do negócio é atingir a idéia mais próxima do ideal, o que somente é possível através de pesquisa das diversas hipóteses com uma orientação mercadológica adequada. Essas hipóteses, simuladas, levam finalmente à reformulação de ordem econômica sobre o "ponto ótimo" do projeto.

b) Aspectos mercadológicos

A determinação do aspecto de venda e a sua avaliação consistem num importante indicador ou trabalho na integração e coordenação do projeto.

Nem sempre a venda decorre de uma tendência natural. Uma idéia inovadora é capaz não só de alterá-la, como também, revolucionar o mercado. A oferta e a demanda são elementos que devem ser detectados com precisão antes de se iniciar a sua estruturação, pois o mercado terá maiores possibilidades se a oferta for escassa e muito desejada. O momento adequado, as condições econômicas e os preços podem induzir o empresário ao enquadramento de um projeto nem sempre desejado pelo consumidor, tal como ocorre em certas faixas do Sistema Financeiro da Habitação, onde o incorporador, na busca dos recursos financeiros, esquece o mercado e suas peculiaridades, quando, na verdade, o financiamento é apenas um elemento do planejamento.

São fatores consideráveis para o mercado: o momento da oferta; o nível da procura; o potencial a ser ofertado; os preços e as condições financeiras; os tipos de imóveis mais ou menos procurados; os empresários mais atuantes; os pontos positivos ou negativos de um local ou região; as estruturas e infra-estruturas urbanísticas; os hábitos e desejos da população regional; o projeto arquitetônico e outros fatores, como garantias, tipos de financiamento etc.

c) Aspectos financeiros

A oferta e a viabilidade do mercado estão em se obter condições ideais de pagamento, as quais envolvem esquemas e montagens financeiras com agentes do sistema ou instituições bancárias, trabalho que exige certa dose de imaginação e sensibilidade mercadológica, com objetivos perfeitamente definidos, além de amplo conhecimento na contratação de recursos.

O equilíbrio, uma vez obtidas as condições necessárias, resulta sempre em se ir até o ponto de não comprometer a liquidez do empreendimento e de se atender às condições sócioeconômicas do adquirente, tendo em vista o tipo de oferta. Sendo a atividade imobiliária eminentemente financeira, o lucro do negócio será consequência direta desta montagem.

É lógico que o comprador quer sempre o menor preço e as melhores condições e, do seu lado, o empresário procurará sempre maximizar o seu lucro, aspectos inteiramente opostos. A concorrência poderá influir na montagem do negócio, daí a permanente necessidade de se

inovar, fugindo à excessiva competição e, ao mesmo tempo, impondo-se um preço mais interessante, em decorrência de uma oferta inédita.

O equilíbrio de preços e as condições de pagamento são vitais e devem ser estabelecidos sem influências de agentes diretamente interessados, sejam estes corretores, incorporadores ou construtores. A pesquisa insuspeita indicará o melhor procedimento e a montagem estará sempre condicionada às diversas modalidades de oferta de recursos financeiros e aos seus respectivos custos. Esta equação financeira nem sempre levará em consideração o tempo ótimo de construção, do ponto de vista técnico, uma vez que as condições de mercado poderão indicar procedimentos inteiramente diversos.

d) A conjuntura econômica

A propensão a investir em imóveis é um fator que está muito ligado à segurança e à manutenção do poder de compra da moeda ou do patrimônio individual.

Entretanto, a escassez de recursos financeiros aliada às altas taxas de juros e a diminuição das vendas do comércio e da indústria podem determinar uma retração temporária em que pese a inflação constituir-se sempre num elemento estimulante ao investimento em imóveis.

Nestas circunstâncias, cabe ao empresário mergulhar no planejamento, procurando minimizar custos na busca de preços que sensibilizem o comprador. Nesse momento, a matéria-prima essencial se constituirá fundamentalmente na capacidade criativa e inovadora, ou melhor, no caráter pioneiro do empresário.

Esta situação conjuntural deve funcionar como um sinal aceso permanentemente, para advertir o empresário sobre o melhor momento da compra ou venda e, ainda, sobre o seu otimismo ou pessimismo em relação aos preços e ao mercado em geral. Nem sempre luz vermelha para o empresário deve justificar sinal verde para comprador ou investidor, e vice-versa, porque alguns empresários com apertos financeiros poderão estar ofertando com preços abaixo do mercado, comprometendo a execução do empreendimento.

Devemos ser realistas. O preço alto é inibidor e a atitude de oferecer à venda ou não, em face da escolha do momento adequado, vai sempre depender das necessidades ou da capacidade financeira do empresário.

e) Pesquisa de mercado, método e valor

Considerações, metodologia e determinação do valor de mercado, tratando-se de estudo casuístico, poderão ser fornecidas para cada caso. O método utilizado é de análise comparativa entre produtos similares, realmente vendidos.

f) Estudo de melhor aproveitamento imobiliário

Tem em vista equacionar como obter o máximo de lucratividade num mesmo terreno ou, ainda, como reparti-lo da melhor maneira, sabendo-se que ele admite múltiplas soluções, quer seja de aproveitamento, área ou número de unidades.

Um mesmo terreno urbano admite uma multiplicidade de hipóteses no seu aproveitamento. Desde a variedade do tipo sócioeconômico de apartamento, sala comercial, shopping center ou loja, até a forma com que se estabelecerá a edificação. O partido a ser adotado, a altura da construção, a fachada, o tipo de acabamento, a infra-estrutura interna e uma infinidade de outros pequenos detalhes constituem um todo a ser considerado tendo em vista a orientação mercadológica e a compatibilização da maximização das áreas úteis de construção com o partido ideal. Este partido ideal, está, via de regra, amarrado às dimensões e à topografia do terreno, sendo fácil projetar-se num terreno pequeno de 30 x 50m, dada a limitação de suas dimensões, porém, extremamente complexo determinar o melhor para um terreno de dimensões maiores, acima de 10.000 m², dada a variedade das possibilidades de escolha.

Outro aspecto que precisamos registrar é o fato da extensa jurisprudência dos casos especiais e dos processos que tramitaram nos órgãos técnicos do Estado indicarem meios e maneiras nem sempre explícitos na legislação. Ou seja, é necessário estar-se a par das interpretações que são dadas aos seus artigos e como as autoridades estão considerando e/ou interpretando as questões, fatos esses que constituem elementos de considerável importância

na elaboração de um anteprojeto. Esta vivência diária, realizada por escritórios especializados, é um trabalho da maior significação no planejamento de um empreendimento imobiliário.

Existem órgãos técnicos da administração estadual e municipal e conselhos superiores que aceitam a proposição de projetos não integralmente enquadrados nos códigos, dando-lhes caráter legal na sua aprovação, sendo considerados ou não casos especiais. Esses projetos geralmente se constituem de propostas que, embora fora do amparo legal, são, do ponto de vista urbanístico e arquitetônico, soluções adequadas. Estes conselhos, geralmente órgãos de assessoramento às prefeituras, estimulam a criação da arquitetura urbana, quando muitas vezes a legislação se mostra incapaz de induzir ao melhor partido, ou mesmo permitir a realização do melhor projeto, já que por mais eficaz que seja a lei, nunca cobre, nem de perto, a imaginação humana. Em que pese esses conselhos terem sido criados como uma espécie de polícia da lei, a sua atitude restrita foi aos poucos transformando-os em órgãos realmente interessados no exame de projetos especiais, motivando assim os próprios arquitetos na proposição de soluções criativas. Há que se considerar os aspectos inovadores e construtivos do projeto. Não sendo possível repetir a mesma edificação, uma vez que só existe um terreno para cada construção, cada empreendimento tem que ser encarado como um produto novo e deve trazer em si um resultado que justifique o trabalho de sua criação. A inovação, seja na forma, na especificação ou distribuição, deve caracterizar o projeto, dando-lhe personalidade e os argumentos fortes que futuramente constituirão a base de sua promoção no mercado. A criação deve ser orientada com vistas ao consumidor, pois, em caso contrário, ela não será econômica.

A edificação deve respeitar os princípios da engenharia econômica, visando, com isso, soluções técnicas e construtivas que, sem prejuízos estéticos ou funcionais, resultem numa redução de custos na execução e no tempo da obra e numa melhoria dos padrões de vida da população urbana.

A fórmula do sucesso é 3B. O sucesso estará previamente assegurado se o empreendedor chegar ao que se pode denominar 3B - Bom, Bonito e Barato, onde o projeto deve ser bom (boa qualidade), bonito (estético) e barato (ofertado a bom preço). É quase

certo que a exclusão de qualquer um desses três elementos da equação do sucesso dificultará a venda do produto.

g) Observação dos principais pontos de venda fixados na idéia do projeto

Há momentos em que as coisas se tornam tão repetitivas que geram monotonia, deixando o consumidor desmotivado. Nesse exato momento, a atitude do empresário deve ser a de procurar uma idéia nova para ativar o mercado. Assim tem ocorrido um conjunto de inovações no setor, tais como "chácaras verticais", shopping centers, apart-hotéis, hotéis-residência,⁴ "flat-services", a criação de novos bairros (urbanizados) e outros gêneros de empreendimentos bem-sucedidos que nada mais são do que a justa resposta aos anseios da sociedade a quem a empresa privada serve.

Esses empreendimentos foram criados com base em fortes argumentos de venda, os quais se constituíram nos determinantes básicos dos parâmetros do anteprojeto do empreendimento imobiliário, aqueles que fixaram as diretrizes do empreendimento, antes mesmo de ir para a prancheta do arquiteto.

Vale dizer que, pensando no consumidor, pensou-se na venda. E, como a venda não subsiste sem que o produto encerre em si elementos e características capazes de motivar o consumidor, cria-se a idéia, ou melhor, o seu protótipo, para depois procurar o terreno adequado que melhor se encaixe a ele.

A oferta é sempre um dado real para o empreendedor, enquanto a procura é um elemento quase que subjetivo. Portanto, uma boa oferta pode vir a estimular a procura.

Desta forma tem evoluído o mercado, no qual os empresários, fugindo às regras gerais, têm resistido ao usual, buscando campos e novas idéias dentro do próprio setor, como única maneira de ampliá-lo às suas atividades. O surgimento dos primeiros projetos de urbanização encarados com a devida responsabilidade - hotéis, hotéis-residência, shopping centers etc. -

⁴ Edificações destinadas à prestação de serviços de hospedagem, constituída de unidades residenciais transitórias compostas, no mínimo, de dois, e no máximo de três compartimentos habitáveis, um banheiro e uma pequena cozinha.

mostram que o mercado está necessitando de novas injeções de vitalidade, ou melhor, que o construtor e incorporador já não se satisfazem simplesmente com o usual, porque perceberam que o mercado está saturado, ou porque o consumidor é dia a dia mais exigente.

O enfoque das inovações será enriquecido pela publicidade, a qual certamente terá que levar em consideração a idéia central do criador do empreendimento, como informação básica de sua filosofia.

h) Promoção, publicidade e a montagem de um sistema adequado de vendas

Depois de planejado o empreendimento imobiliário, é necessário conceber-lhe uma roupagem adequada. Nesse particular, a publicidade tem funcionado com eficiência. Nem sempre é suficiente a contratação de uma agência de publicidade, pois geralmente ela não está inteiramente familiarizada com as características do produto e com o linguajar imobiliário.

O imóvel, por ser um bem sempre em evolução ou mutação, exige em cada lançamento uma nova dose de imaginação e orientação adequada. Assim, a publicidade terá que levar em consideração as características sócioeconômicas, tendo em vista o tipo de imóvel a ser oferecido, os hábitos e costumes da população local, melhores horários de divulgação, enfim, todo o conjunto de procedimentos que geralmente devem ser transmitidos pelo próprio empresário, pois tratando-se de um produto de grandes proporções, a sua exposição, quando em construção, terá que ser feita através de plantas baixas, plantas humanizadas, maquetes, fotografias etc., sem desviar dos objetivos da estratégia de marketing. O aspecto promocional deve ser cuidadosamente analisado durante todo o planejamento da campanha, a fim de que essa se constitua num estímulo à aquisição, ao invés de se constituir numa força inibidora. A decoração do "stand" de vendas,⁵ embora pareça uma tarefa muito simples, envolve todo um planejamento adequado e importante para que o pretendente sinta-se ambientado ao empreendimento.

⁵ Local destinado à comercialização do empreendimento, geralmente instalado na fase de lançamento e desinstalado quando na conclusão.

Não basta dispor apenas de uma planta humanizada, de uma maquete ou de uma fotografia da vista do apartamento. É preciso ordená-los de forma a mostrar ao adquirente os pontos positivos do projeto e do empreendimento. Cada prédio envolve um conjunto de detalhes, desde o tipo de planta, especificação de materiais, detalhes dos pilotis, a situação do prédio em relação aos demais, iluminação dos apartamentos,⁶ detalhes de preços, forma de pagamento, os empresários ou participantes do empreendimento.

O corretor de imóveis é um profissional que, em geral, para vender bem, precisa estar convencido do que está ofertando. Isto porque, tratando-se de um investimento de risco e de grande vulto, ele se sensibiliza e se solidariza com a situação econômica da família do adquirente ou do comerciante, no caso de shopping centers. Para vender, precisa estar convencido de que realmente está oferecendo um bom produto, principalmente tratando-se de um bem que representará um importante passo na vida de uma pessoa.

O bom profissional que comercializa quer sentir-se como o conselheiro de um bom negócio e não como aquele que induz o adquirente à compra do produto que comercializa. É necessário orientar o corretor, fazendo o planejamento de um verdadeiro curso para cada lançamento, a fim de que, ao informar ao comprador, ele esteja seguro do que diz, sem vacilar, transmitindo mais segurança ao adquirente. A função do corretor é muito mais técnica do que se imagina, envolvendo conhecimentos de ordem jurídica, econômica, de engenharia, de mercado etc., que não são possíveis de serem ministrados a curto prazo em cada empreendimento.

O empreendedor deve dotá-lo de todo conhecimento, fazendo com que ele se transforme num verdadeiro conselheiro e consultor do adquirente, transmitindo sobretudo a convicção do bom negócio que é mera decorrência daquilo que se criou e planejou.

Por esse motivo, a seleção do pessoal para a venda ou locação de um imóvel é um processo de ajustamento que vai desde a afinidade do profissional ou da empresa corretora, até a explicação e orientação sobre técnicas de venda e sobre os pontos positivos e negativos do produto.

⁶ Tais características podem fazer o preço variar drasticamente no mesmo empreendimento.

O corretor deve estar perfeitamente afinado com o empreendimento. O conhecimento profundo do produto que está oferecendo, das características e peculiaridades próprias, é sempre o melhor argumento de venda.

i) Boa imagem do empresário principal

Sabemos que, conhecendo a localização, os principais fatores determinantes da aquisição de um imóvel são: ponto, planta, preço e condições, mas também o fator fiduciário. Assim, a imagem do incorporador, do empresário central, é que definirá a aquisição do imóvel ou determinará o investimento, depois de preenchidas e satisfeitas aquelas condições preliminares.

A imagem e a tradição do empresário é um dos pontos principais na oferta de um empreendimento, principalmente quando se trata de um shopping center ou imóveis em construção, pois o adquirente declinará de seu interesse, se não sentir que a empresa que oferece o imóvel em construção é digna de sua confiança e que tem um passado que ponha o seu investimento a salvo de qualquer risco. Em consequência, um dos cuidados na montagem de um empreendimento está na contratação de incorporadores, empresários ou construtores idôneos, capacitados e que tenham uma tradição que incentive o investimento.

j) Estruturação jurídica

Tudo aquilo que se planejou será contratado. E o momento da estruturação do empreendimento, a fim de que as promessas possam ser cumpridas no interesse de preservar o próprio condomínio. A estrutura jurídica, através dos contratos, deve estar perfeitamente adequada, atendendo aos pontos fixados no planejamento central.

É importante que o empreendedor diga quais os elementos importantes a serem observados num instrumental jurídico. Não é suficiente ter apenas o memorial de

incorporação⁷ registrado. É importante sabermos que o prédio tem uma convenção de condomínio⁸ que auxiliará sua administração depois de pronto, que as garantias oferecidas aos adquirentes sejam reais e que as obrigações e diferentes relações de direito foram preservadas.

⁷ Conjunto de documentos arquivados no Registro de Imóveis que traduz a regularidade da empresa que fará a incorporação do empreendimento. Segundo a Constituição Federal, é uma obrigação legal para que se possa alienar a terceiros qualquer imóvel em construção.

⁸ Conjunto de normas estabelecidas pelos condôminos que visam a regular os direitos e obrigações de cada um no convívio condominial.

Capítulo 3 - O Mercado de Shopping Centers

O shopping center é um imóvel que concentra várias lojas de diversos ramos de atividade. O investimento na sua construção e comercialização é feito por um grupo de empreendedores que, posteriormente, contrata administradores para controlar a operação do imóvel. O shopping center possui um estilo arquitetônico próprio e característico, e ampla área de estacionamento, sendo que a sua forma de comercialização caracteriza-se pela locação da maioria das lojas.

Segundo a ABRASCE (Associação Brasileira de Shopping Centers), estão qualificados a se filiarem na categoria de Associados Empreendedores os empreendimentos que satisfaçam a alguns requisitos, dentre eles:

- Sejam constituídos por um conjunto planejado de lojas, operando de forma integrada, sob administração única e centralizada;
- Sejam compostos por lojas destinadas à exploração de ramos diversificados ou especializados de comércio e prestação de serviços;
- Estejam os locatários lojistas sujeitos a normas contratuais padronizadas, além de ficar estabelecida, nos contratos de locação da maioria das lojas, cláusula prevendo aluguel percentual⁹ de acordo com o faturamento mensal do lojista;
- Possuam lojas-âncora, ou características estruturais e mercadológicas especiais, que funcionem como força de atração e assegurem ao shopping center a permanente

⁹ O aluguel é definido como um percentual das vendas do lojista. No entanto, há um aluguel mínimo que o lojista é obrigado a pagar, caso suas vendas não impliquem num valor de aluguel que supere (ou pelo menos se iguale) ao aluguel mínimo.

afluência e trânsito de consumidores essenciais ao bom desempenho do empreendimento;

- Ofereçam estacionamento compatível com a área de lojas e correspondente afluência de veículos ao shopping center;
- Estejam sob controle acionário e administrativo de pessoas ou grupos de comprovada idoneidade e reconhecida capacidade empresarial; entre outras.

Oriunda da indústria de construção civil e do mercado imobiliário, a indústria de shopping centers no Brasil é marcada por um perfil proprietário altamente pulverizado, onde 50% dos shoppings são de propriedade de empreendedores de um único shopping, cujo capital veio de outra atividade econômica. Os demais 50% estão concentrados em 31 grupos empreendedores que lideram um *pool* de investidores institucionais, com destaque para os fundos de pensão de origem estatal.

A ABRASCE ressalta a importância da composição de lojas (*tenant mix* ou simplesmente *mix*)¹⁰ dos diversos ramos de atividade no projeto shopping center, além de enfatizar a relação entre faturamento dos lojistas e o faturamento dos empreendedores.

A seleção de um grupo locatário que exerça maior poder de atração dos consumidores da sua área de influência (veremos mais adiante) indica a importância de moldar o shopping center às necessidades dos consumidores, como mecanismo de alavancagem de vendas.

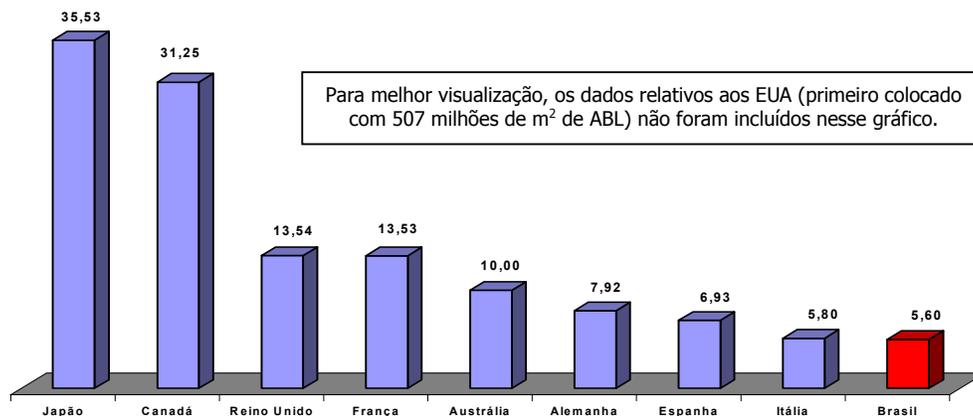
¹⁰ O *tenant mix* de um shopping center é definido como o arranjo e distribuição física de forma racional e equilibrada das várias unidades destinadas à locação, estando definidas para cada uma o ramo de comércio lojista, forma e dimensões da sua localização, levando em consideração a conveniência recíproca de vizinhança entre as lojas. O arranjo estabelecido deve atender às necessidades e desejos dos compradores, permitindo assim, um fluxo de consumidores às lojas e induzindo-os à compra de forma conveniente, racional e organizada. A distribuição das lojas no empreendimento deve considerar a facilidade de acesso dos compradores, com a disposição de lojas pertencentes a ramos de atividades complementares (vestuário feminino e calçados femininos) próximas umas das outras, facilitando a comparação de ofertas e a compra casada de produtos que se complementam (como roupas, calçados e acessórios).

3.1 - Indústria de Shopping Centers no Brasil

A indústria de shopping centers no Brasil pode ser classificada como nova, estando ainda em crescimento. Iniciado na década de 70, o mercado brasileiro atinge o início de sua maturidade aos 30 anos e 246 shoppings depois.

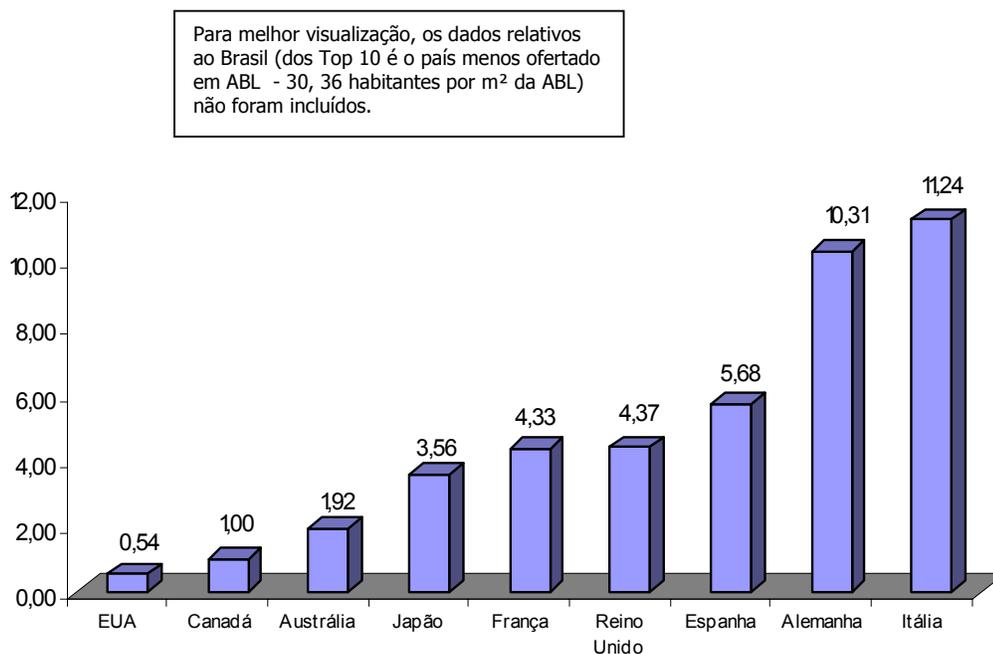
Contando com mais de 5,6 milhões de m² de área bruta locável, o Brasil já é o décimo mercado no mundo, sendo o único dos “top 10” com elevado potencial de desenvolvimento. Corresponde a 50% do mercado australiano e equivale ao mercado italiano em área bruta locável total.

Gráfico 1:



Fonte: Associações de Shopping Centers - ICSC/SCCA/CASC/ABRASCE

Per capita, no entanto, é ainda um mercado relativamente pouco ofertado, mostrando grande perspectiva de crescimento. Utilizando os mesmos exemplos acima, o Brasil tem 30,36 habitantes por m² de ABL ofertado, a Austrália 1,92 e a Itália 11,24. O maior e mais maduro mercado do shopping centers do mundo – os EUA – tem 0,54 habitantes por m² de ABL. Esses dados podem ser melhores visualizados no Quadro 1 e no Gráfico 2:



Fonte: Associações de Shopping Centers - ICSC/SCCA/CASC/ABRASCE e US Census Bureau

Quadro 1:

OFERTA DE SHOPPINGS POR HABITANTE

Base: ABL

País	ABL	Habitantes por m ² de ABL
Estados Unidos	507.434.944	0,54
Japão	35.538.006	3,56
Canadá	31.254.647	1,00
Reino Unido	13.540.000	4,37
França	13.530.000	4,33
Austrália	10.000.000	1,92
Alemanha	7.920.000	10,31
Espanha	6.930.000	5,68
Itália	5.800.000	11,24
Brasil	5.600.000	30,36

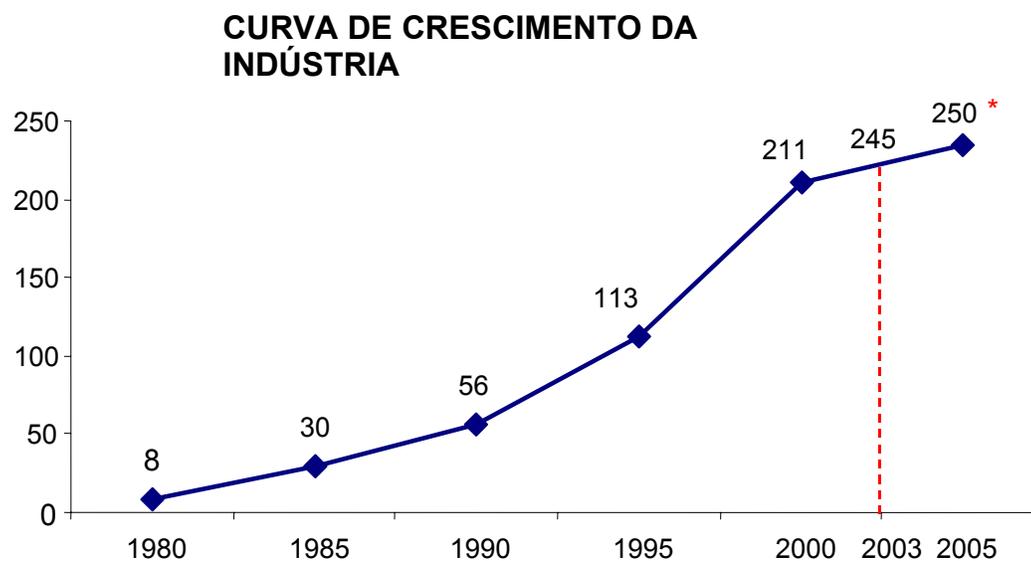
Fonte: Associações de Shopping Centers (ICSC/SCCA/CASC/ABRASCE) e US Census Bureau

Característica deste início de maturidade é a concorrência que hoje já imprime marcas na dinâmica desse mercado:

- desaceleração da curva de crescimento: de 1985 até 2000, a quantidade de shoppings dobrou a cada 5 anos. Estima-se que no período entre 2001 e 2005 o crescimento do número de Shopping Centers no Brasil seja de 18% (Quadro 2);
- grandes cidades e principais capitais já devidamente cobertas por shoppings de vários portes e categorias;
- interiorização: em 1985, 17% dos shoppings no Brasil eram localizados fora das capitais. Em 2002, 46% dos shoppings estão no interior;
- segmentação de produto: shoppings menores, segmentados por categoria (lar, entretenimento, conveniência) e por perfil de público.

Quadro 2 e Gráfico 3:

Quantidade de Shoppings no Brasil:	
Até 1980	8 shoppings
1981-1985	30 shoppings
1986-1990	56 shoppings
1991-1995	113 shoppings
1996-2000	211 shoppings
2000-2005	250 shoppings *



*Projeção

Fonte: ABRASCE

A Região Sudeste concentra 61% dos empreendimentos , sendo que um terço deles encontram-se estabelecidos no estado de São Paulo. Esses dados apontam para um possível potencial de exploração dessa indústria nas demais regiões do Brasil, que deve ser avaliado em relação à renda e padrão de consumo de cada região, em especial a região sul, devido a presença do Mercosul.

Quadro 3:

Participação de cada região no total da indústria de shoppings				
Regiões	Nº de shoppings	ABL (m2)	Nº de lojas	Nº de empregos
Norte	3	86.563	459	6.658
Nordeste	34	771.114	5.214	59.317
Centro-Oeste	19	420.742	2.929	32.365
Sudeste	149	3.589.778	24.258	275.777
Sul	41	778.004	5.203	59.430
Total	246	5.646.201	38.063	434.322

Fonte: ABRASCE

3.2 - Características de um Shopping Center

Inicialmente, o ponto e o *mix*, apenas, eram considerados os fatores preponderantes para o sucesso do empreendimento. Porém, com o passar do tempo, o marketing passou a ser considerado uma importante ferramenta de alavancagem, e, recentemente considera-se a importância de uma boa administração. Na verdade, o tempo fez com que os empreendedores de shopping center percebessem que o tripé (Ponto E Mix + Marketing + Administração) sustenta o sucesso. Afinal, a administração tem a missão de gerar tráfego (através de uma boa gestão do *mix* e do marketing) para que o lojista venda muito bem, gerando, através do aluguel percentual, uma boa rentabilidade para o empreendedor.

O ciclo Empreendedor => Administradora => Lojista => Consumidor deve ser harmonioso e principalmente de interesse mútuo, de tal forma que a receita do empreendedor (aluguel) seja equilibrado com o desembolso do lojista. Afinal, o excesso de receita do empreendedor certamente acarretaria a inviabilidade do lojista.

Os shopping center são empreendimentos de altíssima rigidez, na medida em que os investimentos para implantação estão fundamentados em edifícios de quase nenhuma capacidade de reciclagem funcional e são aplicados para retorno em horizontes longos,¹¹ períodos em que se exige que o shopping center avance na sua penetração no mercado-alvo, para manter um padrão de desempenho que signifique a sustentação da taxa de retorno esperada para os investimentos, quando se tomou a decisão de empreender. O significado disto é que a decisão de empreender deverá ser tomada dentro de padrões de risco baixo, de forma que o suporte de análise, que indicará a qualidade da posição de mercado do empreendimento, deverá ser tomado com extremo rigor, porque sustentará uma decisão praticamente irreversível e de muito pouca capacidade de absorver, no futuro, mudanças de estratégia, para compensação de desvios.

Para que seja garantido um baixo risco, a variável fundamental de análise, representada pelo potencial de vendas que se espera possa ter o shopping center, resultante da sua inserção de mercado, deverá ser de alta confiabilidade, para ser capaz de sustentar a segurança exigida para a tomada de decisão de empreender.

Desta forma, a discussão da inserção de mercado se reflete num passo fundamental na rotina de planejamento, da qual se tomará a conclusão sobre a capacidade de vender no shopping center e esta análise se inicia na identificação do motivo pelo qual um determinado público-alvo irá aí despender seu potencial de compras.

O consumidor compra num shopping center, por necessidade ou anseio/impulso. Ou ainda, para determinadas compras, o consumidor espera ter atendida sua expectativa de compra com facilidade, especialmente tratando-se de uma necessidade, e, para outras, admite uma condição de compra mais difícil, desde que essa dificuldade relativa venha acompanhada de algum mecanismo de compensação.

Seja por necessidade ou anseio, as compras são tradicionalmente classificadas em dois grupos:

¹¹ Usualmente, trata-se de considerar um ciclo operacional de 20 anos, associado a outro ciclo de outros 20 anos, para exaustão do investimento. Cf. ROCHA LIMA, 1995. EPUSP – Arbitragem de valor de portfólios de base imobiliária.

- a) produtos, cujo motivador, que leva o consumidor a comprar num determinado lugar, é sua melhor conveniência e
- b) conjunto de produtos que o consumidor comprará somente após exercer um procedimento de comparação entre alternativas disponíveis.

Para as compras de conveniência, é natural que o consumidor busque o atributo facilidade e, para as comparadas, encontrar variedade de alternativas para o binômio qualidade x preço.

No planejamento de shopping centers, os indicadores que se deve oferecer para a decisão de empreender são aqueles que caracterizam o nível de qualidade de um determinado empreendimento, usando como referencial de qualidade o conjunto de atributos, com sua indicação de estado, que sintetizam o nível de atendimento dos anseios de um determinado público-alvo, que se pretende ali atender.

Então, um shopping center terá sua melhor inserção de mercado, quando, no planejamento, for cuidadosamente identificado o referencial de qualidade que o público-alvo do empreendimento estabelece para este. Daí, o empreendimento deverá cobrir esse referencial com a melhor superposição possível, garantindo-se o sucesso do empreendimento.

Isso significa que o planejamento de um shopping center parte, sempre, da imposição de um padrão de qualidade relativamente à sua inserção de mercado, o que garantirá um "julgamento" básico positivo do público-alvo, fator essencial para a sedimentação do empreendimento.

Os atributos que compõem o referencial de qualidade estarão associados à identificação sobre o que move o consumidor para um determinado shopping center, seja para compras comparadas ou de conveniência, e o estabelecimento de como estarão hierarquizados os atributos do empreendimento, do ponto de vista do consumidor.

Essa hierarquia não será universal porque cada consumidor tem um diferente elenco de anseios e, da mesma forma, um mesmo consumidor, dependendo do perfil da oferta de produtos em um determinado shopping center, colocará esses atributos em diferente hierarquia. Ou, ainda, a depender do motivador de uma determinada compra, o consumidor estabelecerá um diferente referencial de qualidade, com estrutura hierárquica própria.

Não se pode pretender que um particular shopping center deva preencher todas as condições que o público-alvo impõe para cada compra específica, porque o seu sistema de hierarquização não é rígido para qualquer situação, nem o shopping center poderá ser tão eclético para atender a qualquer espectro de hierarquização.

Exclusivamente de forma descritiva, sem hierarquia, o elenco de atributos que move um consumidor para um determinado shopping center pode ser assim descrito:

- a) **Acessibilidade**, associada à inserção urbana do shopping center. Acessibilidade está associada a: tempo, facilidade e qualidade da imagem urbana, no percurso de deslocamento do consumidor para esse shopping center.
- b) **Conforto ao chegar**, associado à capacidade de acessar a edificação do shopping center. Conforto está associado à condição de ingresso, especialmente para os consumidores que viajam de carro e esperam encontrar facilidades para estacionar. Existem aqueles posicionados junto a facilidades de transporte de massa, como, por exemplo, conectados a estações de metrô. Para esses, a condição de conforto estará coberta, para parte do público-alvo, por este vetor, não exclusivamente pelo estacionamento, principalmente em cidades em que a estrutura de deslocamentos tenha ênfase nesse sistema de transporte.
- c) **Conforto para comprar**, preso à estrutura da disposição da oferta de bens e seu ajuste entre o referencial de qualidade estabelecido pelo consumidor e a distribuição da oferta no shopping center.
- d) **Ambiente**, referido à qualidade intrínseca da edificação, quanto ao seu projeto, às facilidades instaladas, à configuração das áreas complementares de serviços, ao micro clima, à decoração das lojas etc.
- e) **Atendimento**, relacionado com o trato que recebe como consumidor.

- f) **Diversidade da oferta**, associado à formatação da estrutura da oferta de cada conjunto homogeneizado de produtos, de sorte que a elasticidade no binômio qualidade x preço esteja equilibrada com relação ao seu referencial de qualidade.
- g) **Complementaridade da oferta**, representada pela capacidade do shopping center em cobrir o espectro de necessidades do consumidor, sem que se veja obrigado a se deslocar para outro shopping center para parte de suas compras, porque este não oferece, com a diversidade desejável, o elenco de produtos ajustado às suas necessidades.

O consumidor, assim, estruturará seu referencial de qualidade para cada compra pretendida. É importante considerar as compras por impulso, pois o consumidor que se submete à essa condição não o faz totalmente inconsciente, mas busca um determinado shopping center que exponha um conjunto de ofertas que indique que, associada à compra de um determinado produto, sempre haverá oportunidade de encontrar uma alternativa complementar. Assim, o que compra por impulso coloca o atributo **complementaridade da oferta** num nível alto de importância, contendo atributos desse tipo, posicionados num determinado estado, e buscará aquele que os tenha mais próximos do referencial.

Para o planejador, caberá, ao escolher o público-alvo para o empreendimento, arbitrar ou pesquisar sobre esse referencial de qualidade, para dotar o empreendimento dos atributos no estado desejado pelo consumidor.

O avanço nas relações entre consumidor e vendedor e o sistema de oferta de produtos podem fazer com que empreendimentos, ao longo de seu ciclo operacional, tenham que sofrer reciclagem, para reajustar o estado de seus atributos ao referencial de qualidade reformatado do público-alvo. Muitas vezes, essa necessidade transparece em função da instalação de concorrência, com maiores atrativos para o mesmo público-alvo.

Esse avanço sempre existe, mas grande parcela do ajuste que deve ocorrer no shopping center se faz dentro das lojas, seja pela forma de vender, ou, mesmo, pela alteração do perfil da oferta de produtos, em que a relação qualidade x preço deverá estar em constante reorganização, para se encaixar no estado em que a demanda se fizer mais intensa. Fica para o empreendimento o *up-grading* ou, até, a reciclagem nas inovações de maior profundidade e

que representem um rearranjo do conjunto de lojas, ou do desenho interior do shopping center.

À vista do painel de opções que tenha o público-alvo, cada consumidor vai sedimentando uma "forma de comprar", movido pelo reconhecimento de maior aproximação entre o nível de qualidade de um empreendimento relativamente ao seu referencial de qualidade, adquirindo, aí, um certo hábito que, pouco a pouco, vai se enrijecendo, de forma que ofertas concorrentes ficam mais difíceis de penetrar no seu espectro de opções.

Assim, o consumidor cria certas raízes na sua rotina de busca de produtos, associadas ao reconhecimento de um determinado perfil de oferta, que está disposto naqueles shopping centers nos quais compra, após um período de sedimentação, movido exclusivamente pelo seu hábito, que representa a síntese inconsciente do ajuste de seu referencial de qualidade com o daqueles locais.

Uma nova alternativa mais avançada deverá quebrar este hábito, destacando suas qualidades, com as quais uma parcela do público-alvo vai se identificar, derivando, então, suas compras.

O que move o consumidor é o ajuste ao seu referencial de qualidade, mas a assiduidade a um certo local determina um hábito mais forte que o referencial. Então, no planejamento de um novo shopping center, deverá se procurar reconhecer esse hábito e no que, mesmo inconscientemente, ele se fundamenta. Essa será a base mínima para o nível de qualidade que se importará no planejamento do shopping center.

3.3 - O Conceito de Ancoragem

Para cada compra, o consumidor tem um motivador próprio, baseado no referencial de qualidade que compõe para tal situação, que poderá estar sedimentado no seu hábito de comprar, sempre que essa determinada compra seja rotineira.

Para determinados empreendimentos, só interessa trabalhar com o consumidor que estabelecerá a sua rotina de compras no shopping center, o que fará o planejador arbitrar ou pesquisar os hábitos de seu público-alvo ao planejar o empreendimento.

Para outros, se imporá a condição de emular os anseios do público-alvo, induzindo para que use, na estruturação do seu referencial, determinado atributo relevante do shopping center, para que derive para ele sua escolha de comprar. Nesses casos, o empreendimento, quando operando, deverá ter um processo de exposição muito acentuado na mídia e sua estrutura de oferta não poderá estar presa a conceitos que colidam com os hábitos do público-alvo, mas que somente sejam capazes de suprir uma intenção particular de compra.

Ao conjunto de atributos, posicionados num determinado estado, denomina-se sistema de ancoragem do shopping center. De alguma forma, necessidade ou anseios do público-alvo estarão cobertos nesse sistema de ancoragem, que representará, num primeiro passo, o fator que conduz o público-alvo para dentro do shopping center. A partir daí, deverá o empreendimento estar dotado de condições para retê-lo consumindo, o que supõe outros atributos que também comporão o sistema de ancoragem, num degrau inferior.

O sistema de **ancoragem** é imposto no planejamento e deverá ser calibrado para poder suprir, junto ao público-alvo, o conjunto de fatores de motivação que venha a conduzi-lo ao shopping center. Então, se o sistema de calibragem da ancoragem não for de grande eficácia, o empreendimento não apresentará atrativos para o público-alvo, inviabilizando-o, por conseqüência. Vale ressaltar, novamente, o problema da rigidez desses empreendimentos. Numa condição de inviabilidade, significando que não se consegue vendas suficientes para oferecer retorno aos investimentos acima dos padrões de atratividade do empreendedor, haverá muita dificuldade para reciclar o empreendimento.

A ancoragem se faz por diferentes caminhos, conforme seja o objetivo específico do planejador, na sua busca de atingir o público-alvo, e conforme esteja instalada a competição de mercado. Ao contrário do que se pode considerar, a vista da evidência de uma certa uniformização de desenho e comportamento que acabam por ter os shopping center, há diversas formas de se fazer ancoragem que estarão ligadas ao vetor de definição do público-alvo desejado para o empreendimento e ao espectro de suas compras que se pretende suprir.

A partir daí é que se torna possível descrever procedimentos técnicos, para se atingir a formatação de um empreendimento capaz de alcançar um padrão de desempenho que satisfaça uma certa atratividade para absorver os investimentos exigidos para implantá-lo.

O que o planejamento deverá explorar é a verdadeira possibilidade de se atingir a condição de atratividade com a imposição inicial lançada.

3.4 - Tipos de Shopping Centers

O termo "shopping center" tem evoluído desde o início dos anos 50. Devido à maturidade da indústria, existem atualmente numerosos tipos de shopping centers que vão além das definições padronizadas. A nomenclatura da indústria originalmente oferecia quatro termos básicos: *neighborhood* (de vizinhança), *community* (de comunidade), *regional* e *superegional centers*. Entretanto, à medida que a indústria foi crescendo e mudando, surgiram mais tipos de shopping centers e essas quatro classificações já não são adequadas. O ICSC - *International Council of Shopping Centers* - definiu oito tipos principais de shopping centers.

As definições destinam-se a servir como guia para o entendimento das maiores diferenças entre os tipos básicos de shopping centers. Muitas das categorias, tais como tamanho, número de âncoras e área de influência, devem ser interpretadas como "típicas" para cada tipo de shopping center. Elas não pretendem englobar as características operacionais de todos os shopping centers. Como regra geral, as principais determinantes na classificação de um shopping center são sua orientação de mercadorias (tipos de produtos e serviços oferecidos) e seu tamanho.

Nem sempre é possível classificar precisamente todos os shopping centers. Um shopping híbrido pode combinar elementos de duas ou mais classificações básicas, ou um projeto de shopping center pode ser tão pouco usual que impede que ele seja incluído em qualquer das oito definições gerais apresentadas aqui.

Existem outros tipos de shopping centers que não estão definidos em separado aqui mas, entretanto, são parte da indústria. Alguns podem ser considerados subsegmentos de um dos grupos maiores definidos, talvez criados para satisfazer um nicho especial do mercado. Um exemplo seria os shopping centers de conveniências, entre os shopping centers menores, cujos locatários oferecem um mix restrito de produtos e serviços pessoais a uma área de influência muito limitada. Uma âncora típica seria uma loja de conveniência como a 7-Eleven ou outro *mini-mart*. Na outra extremidade da faixa de tamanho, estariam os super *off-price malls*, que consistem em uma grande variedade de varejistas *value oriented*, incluindo lojas de saída de fábrica (*factory outlef*), saldo de estoque de lojas de departamento e *category killer*¹² em um *megamall* fechado (até 2 milhões de pés² ou 185.800 m²). Outros segmentos menores da indústria incluem shopping centers verticais, centrais, *off-price*, *home improvement* e de serviços automotivos. A tendência de diferenciação e segmentação continuará a acrescentar nova terminologia à medida que a indústria for amadurecendo.

Em termos simples, podemos definir um shopping center como um grupo de lojas de varejo e outros estabelecimentos comerciais, planejado, desenvolvido, possuído e administrado como uma propriedade única e que oferece estacionamento no local. O tamanho e orientação do shopping são geralmente determinados pelas características do mercado da área de influência servida por ele.

As duas principais configurações de shopping centers são os *malls* e os *open-air strip centers*:

- a) ***malls*** geralmente são fechados, com um corredor climatizado entre duas filas de lojas. O termo representa o projeto mais comum de shopping centers regionais e superregionais e se tornou uma denominação informal para estes tipos de shopping centers;
- b) ***strip centers*** se constituem de uma fila de lojas ou serviços interligados, administrados como uma entidade de varejo coerente, com estacionamento no local geralmente localizado entre as lojas. As fachadas das lojas podem ser interligadas por marquises, mas um strip center não tem corredores fechados ligando as lojas. Ele pode

¹² É o varejista que, através da seleção de produtos de uma mesma categoria e baixos preços, procura eliminar a concorrência.

ser configurado em uma linha reta ou ter um formado em "L" ou "U".

Dentro da configuração básica, existem oito tipos principais: *neighborhood center* (de vizinhança), *community center* (comunitário), *regional center*, *superregional center*, *fashion/specialty center*, *power center*, *theme/festival center* (especializado/festival) e *outlet center*, a saber:

1) Vizinhança

Este shopping é projetado para proporcionar compras de conveniência para as necessidades do dia-a-dia dos consumidores na vizinhança imediata. Nos EUA, aproximadamente metade é ancorada por um supermercado, enquanto cerca de um terço tem uma *drugstore* como âncora. Essas âncoras são apoiadas por lojas menores que oferecem remédios, variedades, lanches e serviços pessoais. Um shopping de vizinhança é usualmente projetado em uma faixa reta sem corredores fechados ou áreas de mall, apesar de poder ter marquises interligando as fachadas das lojas.

2) Comunitário

Um shopping center de comunidade tipicamente oferece uma gama maior de vestuário e outras mercadorias do que os shopping centers de vizinhança. Entre as âncoras mais comuns estão os supermercados, *drugstores* e lojas de departamentos de desconto. Os locatários dos shopping centers de comunidade algumas vezes incluem varejistas *off-price* que vendem vestuário, decoração do lar, brinquedos, produtos eletrônicos e esportivos. Geralmente são projetados em uma faixa reta, em "L" ou em "U". Dos oito tipos de shopping centers, o de comunidade engloba a maior gama de formatos. Por exemplo, alguns são ancorados por uma grande loja de departamentos de descontos, auto intitulando-se como *discount centers*; outros, com uma maior porcentagem de metros quadrados locada a varejistas *off-price*, podem auto intitular-se *off-price centers*.

3) Regional

Este tipo de shopping center oferece mercadorias em geral (uma grande porcentagem de vestuário) e serviços em profundidade e variedade. Sua principal atração são suas âncoras; lojas tradicionais, lojas de departamentos de descontos ou lojas especializadas de modas. Um shopping center regional típico geralmente é fechado, com um projeto interno de lojas conectadas por um largo corredor comum e com estacionamento rodeando seu perímetro externo.

4) Superregional

É similar a um shopping center regional a não ser pelo seu tamanho maior. Tem mais âncoras, uma maior seleção de mercadorias e atinge uma população mais ampla. Tal como os shopping centers regionais, a sua configuração típica é de um *mall* fechado, freqüentemente em mais de um nível.

5) Fashion/specialty

Composto principalmente de lojas de vestuário de alto nível, boutiques e lojas de artesanato que oferecem mercadorias selecionadas ou exclusivas de alta qualidade e preço. Esses shopping centers não precisam ter âncoras, apesar de algumas vezes restaurantes e entretenimentos servirem como âncoras. O projeto destes empreendimentos é muito sofisticado, enfatizando uma decoração mais rica e um paisagismo de alta qualidade. Geralmente encontram-se em áreas de alto nível de renda.

6) Power

Um shopping center dominado por várias âncoras grandes, incluindo lojas de departamentos de descontos, lojas *off-price*, *warehouse club*¹³ ou *category killers*, isto é, lojas que oferecem uma enorme seleção de uma categoria de produtos em particular a preços

¹³ É um atacadista aberto somente a associados, que não apresente uma seleção tão grande de produtos mas oferece preços muito mais baixos que os praticados no mercado, por dispensarem intermediários.

baixos. Esse shopping tipicamente consiste de várias âncoras não interligadas e somente uma quantidade mínima de pequenos lojistas especializados.

7) Especializado/Festival

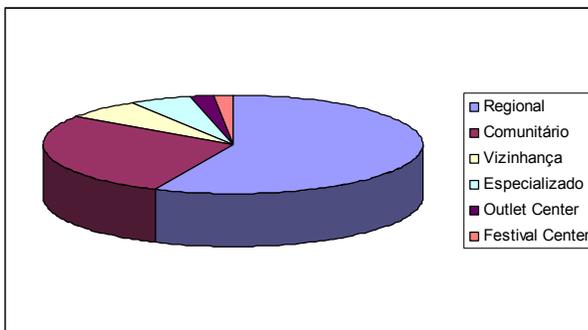
Este shopping tipicamente utiliza um tema unificado que se repete em cada uma das lojas em seu projeto arquitetônico e, de certa forma, até em sua mercadoria. A maior atração desse shopping é para turistas e pode ser ancorado por restaurantes e entretenimentos. Ele geralmente se localiza em áreas urbanas, tende a ser uma adaptação de prédios antigos e algumas vezes históricos e pode ser parte de um projeto de uso misto.

8) Outlet center

Geralmente localizado em uma área rural ou turística, este shopping consiste principalmente de lojas de saída de fábrica que vendem suas próprias marcas com desconto. Um *outlet center* tipicamente não tem âncoras. Um projeto em faixa é o mais comum, apesar de alguns serem *malls* fechados e outros serem dispostos em forma de um "vilarejo".

Shopping Centers por tipo no Brasil (Quadro 4 e Gráfico 4):

Tipo de SCs	Número de SCs
Regional	95
Comunitário	47
Vizinhança	11
Especializado	9
Outlet Center	3
Festival Center	3
Total	168



OBS: Os dados referem-se apenas aos shoppings filiados à ABRASCE
Fonte: ABRASCE

3.5 - Localização Geográfica de um Shopping Center

A localização geográfica é um dos fatores determinantes no sucesso de um shopping center. A seleção do lugar é sucedida por um estudo de viabilidade comercial que determina

a previsão de receitas de vendas, se construído na localidade em questão. Caso o resultado do estudo de viabilidade não seja positivo, os empreendedores provavelmente irão buscar outra localidade para a construção, ou desistir do empreendimento.

Os principais fatores que influenciam na determinação da localização geográfica são: a determinação da área de influência, a análise dos clientes e a análise da concorrência.

Área de influência é a área geográfica de onde provêm os clientes potenciais de um shopping center, ou seja, aqueles que residem ou trabalham nas imediações. Ela encontra-se dividida nas seguintes proporções:

- a) **área primária:** responsável pela atração de aproximadamente 75% dos clientes, que corresponde às regiões mais próximas ao shopping center;
- b) **área secundária:** responsável pela atração de aproximadamente 15% dos clientes, e incorpora um horizonte um pouco mais longo e
- c) **área terciária:** responsável pela atração de aproximadamente 10% dos clientes.

A determinação da área de influência de determinada região pode ser feita através da análise da origem dos clientes das lojas existentes (concorrentes), com a verificação de placas de carros em estacionamentos ou de cheques emitidos. Deve ser feita, também, uma pesquisa junto aos consumidores ou moradores das regiões próximas à localização onde pretende-se estabelecer o shopping center.

As vantagens de se determinar áreas de influência são melhor identificar o público-alvo e auxiliar nas políticas mercadológicas. Em especial, no que se refere à escolha dos ramos de atividade, tipo e número de lojas que venham a oferecer produtos desejados pelas pessoas que se encontram dentro deste horizonte. Neste caso, soma-se aos esforços de identificar e definir as áreas de influência a análise da concorrência local.

A definição da área de influência auxilia no processo de segmentação com base geográfica; ou seja, para podermos atender melhor aos clientes, devem ser conhecidos os grupos aos quais eles pertencem. Essas informações podem ser obtidas através de pesquisas para determinação da segmentação geográfica, demográfica e psicográfica. Dessa forma, será

conhecido o público-alvo do shopping, dividido em grupos homogêneos com padrões específicos de comportamento, o que auxiliará na identificação dos fatores que influenciam na decisão de compra dos consumidores. A partir dessas informações, os empreendedores poderão direcionar as estratégias do shopping para atendimento às expectativas do seu mercado.

As variáveis de segmentação que devem ser estudadas são:

- a) **variáveis geográficas:** estudo da distribuição dos consumidores pelas localidades pertencentes à área de influência do shopping;
- b) **variáveis demográficas:** idade, sexo, raça, nacionalidade, renda, educação, ocupação, tamanho da família, ciclo familiar, religião, classe de renda etc. Com essas informações, será possível agrupar os clientes em potencial de acordo com suas características sócioeconômicas. Variáveis como sexo e idade indicarão as categorias de produtos mais consumidas por cada faixa de frequentadores, assim como a classe de renda indicará o seu potencial de consumo. Dessa forma, o *mix* do shopping poderá ser direcionado, assim como a estratégia de comunicação, para o público-alvo;
- c) **variáveis psicográficas:** personalidade, estilo de vida (atividades, interesses, opiniões), atitudes e percepção. O estudo dessas variáveis tem como objetivo fazer com que determinados grupos de consumidores frequentem o shopping center por perceberem uma identificação pessoal com ele. Caso sejam identificados, por exemplo, grupos de consumidores ligados a atividades ecológicas ou relacionadas ao bem-estar social, o shopping center terá maior chance de atrair esses consumidores realizando campanhas e eventos relacionados a esses temas;
- d) **aspectos relacionados aos produtos:** intensidade de uso, sensibilidade ao preço, lealdade à marca e benefícios percebidos. Através dessa segmentação podem ser definidas faixas de preço aceitáveis pelos consumidores para determinados tipos de produtos. Podem ser verificadas, também, marcas e tipos de serviços desejados pelos consumidores. Esses fatores podem orientar a seleção das lojas para composição do shopping (*tenant mix*) e a realização de campanhas promocionais que atinjam os frequentadores e

e) **variáveis comportamentais:** influência na compra, hábitos e intenção de compra.

As variáveis psicográficas, comportamentais e relacionadas aos produtos permitem identificar os perfis de consumo dos clientes, apontando para grupos de consumidores com padrões distintos, os quais podem ser ou não atendidos pelo empreendimento. São exemplos os consumidores de moda, consumidores conservadores (só adquirem produtos que já possuem aceitação no mercado) etc. Dessa forma, o *mix* do shopping poderá ser moldado para atendimento a esses grupos.

A etapa de escolha da melhor localização geográfica para estabelecimento de um shopping center é complementada pela análise da concorrência, que envolve a avaliação do comércio da região, identificando seu grau de saturação. Esta avaliação pode ser feita através da aplicação de uma fórmula desenvolvida por Bernard La Londe:¹⁴

$$ISV_1 = (C_1 \cdot D_1) / EV_1, \text{ onde:}$$

ISV_1 = Índice de saturação varejista
 C_1 = Número de consumidores na área I
 D_1 = Despesa média feita pelos consumidores na área I
 EV_1 = Estabelecimentos varejistas na área I (em m²)

Essa fórmula fornece receita de vendas média da região por metro quadrado (ISV_1).

A fórmula pode ser aplicada para análise de cada ramo de atividade do *mix*. Ela pode ser utilizada na avaliação dos lojistas que irão compor o *mix* do shopping. O histórico de vendas desses lojistas pode ser comparado com a média de receita de vendas da região, para obtenção dos lojistas com indicação de potencial para atingi-las ou superá-las.

Essa fórmula também pode auxiliar na avaliação das alterações médias de receita de vendas/m² da região, decorrentes da construção do shopping center e, conseqüentemente, dos

¹⁴ Cf. Marketing de Varejo, 1995. p. 64, citado por ZELTER, 1999. p. 28-32

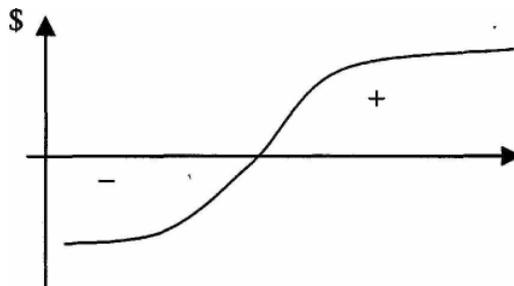
novos estabelecimentos varejistas que surgirão para cada ramo de atividade. Dessa forma, é possível estimar o potencial de receitas de vendas do shopping.

A dificuldade de aplicação dessa fórmula no planejamento de um shopping center, no entanto, decorre da complexidade de coleta das informações do mercado referente às despesas dos consumidores e metragem quadrada dos estabelecimentos varejistas. Habitualmente, dependendo do prazo, recorre-se aos trabalhos estatísticos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Capítulo 4 – Avaliação e Seleção de Projetos de Investimentos

Por projeto de investimento, entendemos a representação do fluxo de recursos destinado a determinado empreendimento, onde em dado instante deste fluxo, há inversão de capital; ou seja, passado um período de desembolsos de recursos, o investidor passará a angariar receita, quer seja através de uma aplicação no mercado financeiro, ou pela construção para aluguel ou venda de unidades comerciais ou residenciais, com a principal finalidade de auferir receitas. De maneira geral, teremos um projeto de investimento quando nos depararmos com a eventualidade de ter que alocar recursos passíveis ou não de serem medidos em termos de dinheiro, visando-se à obtenção de determinados resultados, os quais serão traduzidos monetariamente.

Ao contemplar-se um projeto de investimento, o primeiro passo será a determinação, através de estudos comerciais, econômicos e de engenharia, de estimativas dos desembolsos e receitas que ocorrerão, ao longo do tempo, caso o projeto seja levado a efeito. Isto é, estudos preliminares fornecerão ao analista um cronograma financeiro do projeto, o qual, genericamente, considerando-se as receitas líquidas, terá a forma dada no esquema abaixo:



Nas despesas, além dos custos de operação e manutenção,¹⁵ estarão incluídos todos os gastos com aquisição de equipamentos e construção de obras civis,¹⁶ bem como o capital de giro necessário à implementação do empreendimento. Quanto à depreciação dos chamados bens de capital, não sendo esta efetivamente uma despesa, mas tão somente uma rubrica contábil não correspondendo a nenhum desembolso físico de caixa, existem duas possibilidades:¹⁷

- a) No caso em que a análise do projeto de investimento seja feita considerando-se as receitas líquidas antes da incidência do imposto de renda, a depreciação não se inclui.
- b) Sendo considerada a aplicação de uma alíquota de imposto de renda, a depreciação deverá ser considerada para cálculo da base para incidência de imposto de renda, desta forma, reduzindo-o. Assim, o que será incorporado às despesas é o valor a ser pago como tributo, o qual é dado pelo produto da alíquota pela diferença entre o resultado líquido e a depreciação. Para efeito de fluxo de caixa, a depreciação deve ser somada à geração líquida de caixa após o imposto de renda, pois não se trata de um desembolso de recursos.

Supondo que as receitas e despesas só ocorram após intervalos de tempo iguais e finitos, ou seja, se o ano for o intervalo de tempo tomado como base para efeito de determinação das estimativas financeiras, admitimos que as receitas e despesas a ocorrer durante um ano qualquer estejam concentradas no fim desse ano.

Desse modo, podemos caracterizar um projeto por uma seqüência de números reais, a_j , $j = 1, 2, \dots, n$, onde a_j , receita líquida relativa ao período j , representa o denominado fluxo de caixa associado ao projeto durante o j -ésimo período, fluxo esse suposto concentrado no fim do intervalo de tempo ao qual se refere. Teremos $a_j > 0$ se, ao longo do período j , tivermos receitas superiores às despesas, e teremos $a_j < 0$ em caso contrário. O investimento inicial,

¹⁵ Em shopping centers, esta fase denomina-se “ciclo de operação”, quando o empreendimento já está sendo explorado, atendendo o objetivo para o qual se construiu o imóvel. Neste ciclo, entende-se que o imóvel mantém sua capacidade de ser explorado, gerando renda num padrão de desempenho estável. Cf. MONETTI, 1996. p. 37.

¹⁶ Em shopping centers, esta fase denomina-se “ciclo de implantação”, fase de construção e instalação de equipamentos do imóvel para sua exploração. Cf. MONETTI, 1996. p. 37.

¹⁷ FARO, 1971. p. 11.

representando gastos tais como o custo de elaboração de projetos técnicos e o de aquisição de terrenos, é admitido como concentrado no início do primeiro período e, portanto, representado por a_0 .

Sem perda de generalidade, podemos assumir que $a_0 < 0$ e que $a_n \neq 0$; em períodos intermediários, para $0 < j < n$, poderemos ter receitas igualando despesas quando, então, $a_j = 0$.

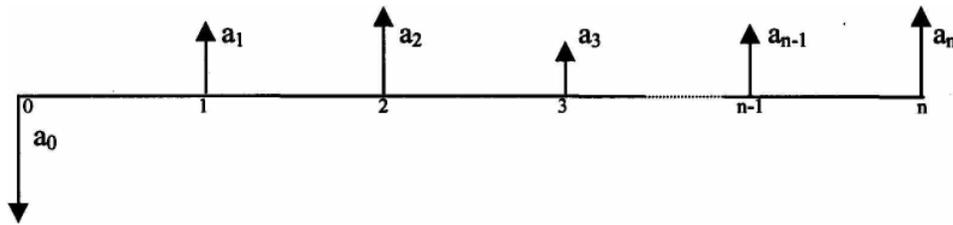
O período de estudo das conseqüências financeiras do projeto, representado por n e expresso em um número inteiro de períodos-base, denomina-se horizonte de dados, que é o espaço de tempo dentro do qual podemos estimar, com razoável precisão, os futuros fluxos de caixa associados ao empreendimento. Poderemos ter o caso em que o horizonte de dados seja inferior ao chamado horizonte de planejamento,¹⁸ período durante o qual estima-se que se irá operar e que é intimamente relacionado com a vida econômica e financeira do empreendimento envolvidos no projeto; em tais casos, devemos introduzir, de uma maneira que será um tanto quanto arbitrária, crédito ou débito, na época n , que reflita receitas e gastos futuros. Tal procedimento corresponde a atribuir ao projeto, no fim do horizonte de dados, o que se pode denominar de valor residual ou perpetuidade do projeto de investimento.

Um projeto de investimento simples define-se como aquele no qual $a_0 < 0$, $a_j \geq 0$ para $j = 1, 2, \dots, n$ e... $\sum_{(j=1;n)} a_j > -a_0$.¹⁹ A rigor, projetos para os quais $\sum_{(j=1;n)} a_j \leq -a_0$ são também, obedecidas as outras características citadas, ditos de investimento simples, porém, a priori, não são economicamente justificáveis.

De uma maneira geral, o cronograma financeiro de um projeto de investimento simples terá a seguinte representação gráfica:

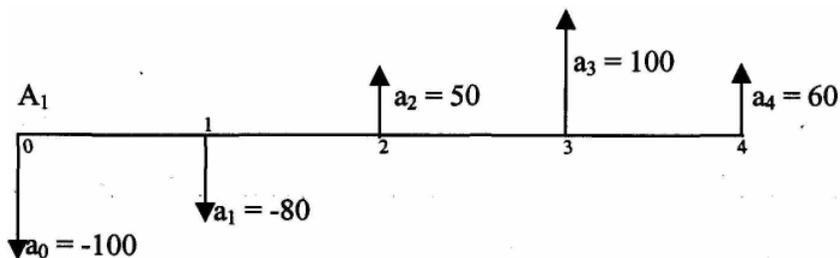
¹⁸ Em empreendimentos de base imobiliária, a ocorrência de horizonte de dados inferior ao de planejamento dá-se, principalmente, em shopping centers, onde o objetivo é a locação/aluguel de lojas.

¹⁹ Será usada a esta notação para Somatório, onde $(j=1;n)$ significa que j varia de 1 a n .



Entende-se por projeto convencional de investimento aquele tal em que $a_0 < 0$, $a_j \leq 0$ para $j = 1, \dots, k$, $a_j > 0$ para $j = k+1, \dots, n$ e $\sum_{(j=k+1;n)} a_j > -\sum_{(j=0;n)} a_j$. Isto é, um projeto convencional de investimento é aquele em que só há uma mudança de sinal na seqüência de seus fluxos de caixa; após um espaço de tempo em que as despesas excedam ou igualem as receitas, passamos a ter, até o fim do horizonte de dados, receitas superiores ou iguais às despesas.²⁰

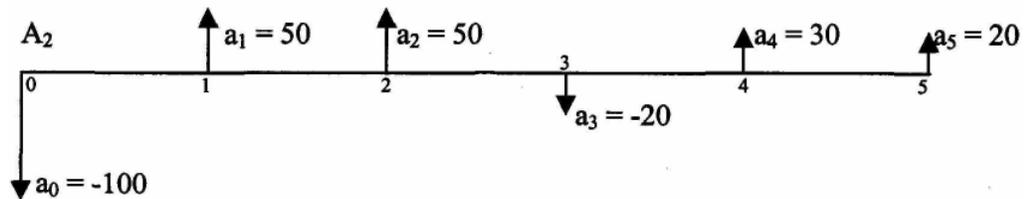
Um exemplo de projeto convencional de investimento é o representado pelo esquema A_1 cujo fluxo de caixa é:



Finalmente, defini-se como projeto de investimento **não-convencional** aquele no qual $a_0 < 0$ e que apresenta mais de uma variação de sinal na seqüência de seus fluxos de caixa, satisfazendo ainda a condição $\sum_{(j=0;n)} a_j > 0$.

Um exemplo de projeto não convencional de investimento seria o representado pelo exemplo A_2 que se segue:

²⁰ Podemos notar que um projeto de investimento simples é um caso particular de projeto de investimento convencional.



Projetos nos quais $a_0 > 0$ são chamados de financiamento, e classificam-se de maneira análoga aos de investimento.

Dois ou mais projetos serão ditos tecnicamente **compatíveis** se a execução de qualquer um deles *não* implicar na impossibilidade da execução simultânea dos demais. Em caso contrário, o que aconteceria na hipótese em que as alternativas em análise fossem, por exemplo, ou construir uma fábrica ou erguer um shopping center em determinado terreno, os projetos serão denominados **incompatíveis ou mutuamente exclusivos**.

Como contrapartida econômica da noção de compatibilidade, que é baseada em características físicas e tecnológicas dos empreendimentos, temos o conceito de dependência. Dois ou mais projetos são ditos **independentes** quando a execução de um deles não acarretar mudanças nas estimativas dos fluxos de caixa associados aos outros ou "um empreendimento é dito independente se seus custos ou retornos não são afetados significativamente pela implementação de outro".²¹ Em caso contrário, o que aconteceria, por exemplo, caso tivéssemos alternativas cujos produtos sejam insumos auxiliares para os demais, os projetos serão denominados **dependentes**.

Por avaliação de um projeto de investimento, entende-se o confronto do número a ser obtido mediante a aplicação, aos fluxos de caixa a eles associados, de um dos métodos adiante descritos, os quais são genericamente denominados **critérios de avaliação econômica e financeira**.

No caso em que se quer decidir entre dois ou mais projetos, quer por limitação do capital disponível, quer porque sejam mutuamente exclusivos, será necessário proceder-se à chamada seleção dos mesmos. A seleção consiste em eleger para implementação o(s)

²¹ Cf. Duvigneau e Prasad, 1984. p. 59, citados por MARCHETTI, 1990. p. 23

projeto(s) melhor(es) situado(s) na lista resultante da ordenação dos resultados numéricos obtidos segundo um dos métodos de avaliação.

De maneira comparativa, procurando mostrar as vantagens e desvantagens de cada método, trataremos dos resultados das avaliações obtidas através da aplicação dos critérios clássicos mais usuais.

De maneira geral, esses métodos podem ser classificados em dois grandes grupos:²²

a) Aqueles critérios em que não se considera a variação que o capital sofre com o tempo. Entre eles, por seu uso mais freqüente, será abordado:²³

- tempo de retorno do capital investido ("*payback period*");

b) Aqueles critérios em que é levada em conta a variação que o capital sofre com o tempo:²⁴

- Valor Atual ou Valor Presente Líquido (VPL);
- Taxa Interna de Retorno (TIR/IRR);

4.1 – Definição dos Métodos citados

Em seguida, iremos fazer uma pequena avaliação sobre cada um dos métodos supra mencionados.

Antes de começarmos, vale lembrar que, por influência da existência de taxas de juro, o valor do dinheiro sofre uma variação ao longo do tempo. De maneira geral, a presença de taxas

²² FARO, 1971. p. 15

²³ Há também outros métodos bastante usados, como “razão receita/custo” e “razão receita média/custo”, porém iremos estudar apenas o tempo de retorno, por ser este o mais comum dentre todos.

²⁴ Há também outros métodos bastante usados, como “custo (benefício) periódico equivalente” e “razão benefício/custo”, porém iremos estudar apenas o VPL e o TIR, por serem os mais comuns.

de juro positivas faz com que haja uma preferência generalizada em receber-se uma mesma soma nominal de capital em datas mais próximas daquela em que nos encontramos.

4.1.1 - Tempo de Retorno do Capital Investido (*payback period*)

Também conhecido como *pay-out period*, o tempo de retorno do capital investido, ou tempo de recuperação do capital, é definido como o espaço de tempo necessário para que a soma das receitas nominais futuras iguale o valor do investimento inicial.

A definição acima, que é relativa ao caso de projetos simples, pode ser facilmente estendida ao caso de alternativas convencionais de investimento, bastando chamar de investimento inicial a $\sum_{(j=0;k)} a_j$, sendo $k + 1$ o índice relativo à primeira receita líquida positiva; notemos, porém, que essa definição não se aplica a proposta não-convencionais.

No caso de projetos simples, sendo usada a mesma unidade de tempo que para o intervalo de tempo entre os fluxos de caixa consecutivos, o tempo de recuperação do capital, T , supondo que as receitas sejam constantes, será dado por:

$$T = a_0 / R, \text{ onde } R \text{ é a receita constante, isto é, } \sum_{(j=0;n)} a_j = R \text{ para } j = 1, \dots, n.$$

Num caso mais geral, quando as receitas não forem constantes, sendo m a parte inteira de T , devemos ter:

$$\sum_{(j=0;m)} a_j \leq -a_0$$

No caso de igualdade, logicamente, $T = m$; caso contrário, a parte fracionária de T será determinada supondo-se que a receita a ser verificada na época $m+1$ possa ser admitida como crescendo linearmente, a partir de zero, entre as épocas m e $m+1$. Então, representando-se por f a parte fracionária, teremos :

$$f = \frac{\left| a_0 + \sum_{j=1}^m a_j \right|}{a_{m+1}}$$

Na prática, entidades que utilizam este critério costumam estipular um valor limite acima do qual o projeto dever ser rejeitado.²⁵ Portanto, de acordo com o método do tempo de recuperação do capital, a alternativa mais interessante será a que apresentar o menor valor para T.

O método do tempo de retorno do capital investido, embora de largo uso, pode apresentar resultados inconsistentes quanto à seleção das alternativas. Isto decorre do fato de que esse critério, além de não considerar o custo do dinheiro ao longo do tempo, apresenta ainda o grande inconveniente de não levar em consideração as receitas a ocorrer após esgotar-se o tempo de retorno, deixando, assim, de contemplar toda a vida do projeto.²⁶

Por esta razão, não é aceito como boa medida de rentabilidade, devendo ser considerado mais como uma restrição a ser satisfeita do que uma medida a ser maximizada.

Essas imperfeições nos levam a concluir que o método do tempo de recuperação do capital não pode ser sozinho o critério decisivo para a seleção de projetos.²⁷

4.1.2 - Método do Valor Atual ou Valor Presente Líquido (VPL)

Considerada a taxa i , sob forma unitária e que seja relativa ao mesmo período que o do intervalo de tempo entre receitas consecutivas, definiremos o valor atual, na época zero, de um projeto como sendo:

$$V = \sum_{(j=0,m)} a_j (1+i)^{-j}$$

²⁵ De certa forma, tal procedimento pode ser interpretado também como uma medida do grau de risco do projeto, ou seja, quanto maior o Tempo de Retorno do Capital Investido, maior será a exposição do empreendedor ao risco.

²⁶ Em shopping centers, a vida do empreendimento é muito extensa. Desta forma, tal medida passa a ser basicamente uma medida de risco e tempo de exposição de caixa.

²⁷ FARO, 1971. p. 18

A consideração de uma taxa de juros positiva reflete a preferência em receber \$100,00 agora, do que entrar na posse dos mesmos \$100,00 no fim de um ano; isso porque se, por exemplo, for possível a inversão de capital à taxa de 10% a.a., a aplicação dos \$100,00 recebidos agora nos dará o direito de receber $100(1+0,10) = \$110,00$ no fim de um ano.

Como contrapartida, considerando-se ainda a taxa de 10% a.a., isso significa que o valor que atribuímos, na data de hoje, a \$110,00 pagáveis no fim de um ano é \$100,00. Rotula-se que \$100,00 é o valor atual, valor descontado ou valor presente, à taxa de 10% a.a., de \$110,00 considerados no fim de um ano.

Por conseguinte, considerando-se o regime de juros compostos à taxa i , o valor atual de um projeto, simplesmente, nada mais é do que a soma algébrica dos valores descontados dos fluxos de caixa a ele associados.

O fato de o valor atual de um projeto ser positivo significa que, para a taxa de juros considerada, o valor que atribuímos, na data de hoje, às suas receitas futuras é superior ao valor do investimento inicial necessário a sua implementação. Portanto, um valor atual positivo indica ser o projeto, com relação à taxa estipulada, economicamente interessante. Além do mais, o projeto será tanto mais interessante quanto maior o seu valor atual.

A questão a ser levantada aqui é a de qual a taxa de desconto a ser considerada na determinação do valor atual. Por enquanto iremos deixar esta discussão para um pouco mais adiante.

4.1.3 - Método da Taxa Interna de Retorno (TIR)

Por definição, tratando-se de um projeto simples ou convencional, a taxa interna de retorno de um projeto é a taxa de juros α , real e não negativa, para a qual se verifica a relação:

$$\sum_{(i=0:n)} a_i (1+\alpha)^{-j} = 0$$

A taxa interna de retorno é a taxa de juros que faz com que o valor atribuído às receitas futuras iguale o custo de investimento, ou seja, é a taxa que anula o valor atual do projeto.

Nos casos de projetos simples e convencionais, como definimos, esta taxa existirá sempre e será única. Para certos tipos de projetos não convencionais, é possível a existência de mais de uma taxa, real e não negativa, que anule o valor atual do projeto, o que constituiria um caso de múltiplas taxas internas de retorno. Para fins de simplificação, será concentrado o estudo apenas nos projetos de investimento simples e/ou convencionais.

Visando a tornar mais concreto o critério de avaliação de um projeto segundo sua taxa interna de retorno, consideremos um projeto de investimento com as características seguintes:

$$a_0 = -10\,000 \text{ e } a_j = 1\,000 \text{ para } j = 1, 2, \dots, 15$$

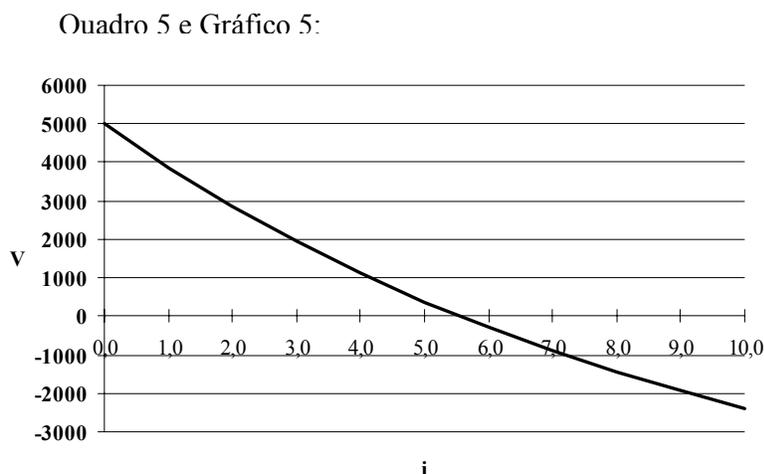
O seu valor atual, à taxa i , será:

$$\begin{aligned} V(i) &= \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^{-j} = -10\,000 + 1\,000 \sum_{(j=0;15)} (1+i)^{-j} = \\ &= -10\,000 + 1\,000 \frac{(1+i)^{15} - 1}{i (1+i)^{15}} \end{aligned}$$

Trata-se de uma sucessão, dita anuidade, de 15 pagamentos unitários e periódicos, facilmente calculada através de calculadoras financeiras ou planilhas eletrônicas, como Excel, por exemplo.

Fazendo-se i assumir diversos valores, isto é, fazendo-se variar a taxa de juros considerada para a determinação do valor atual, obteremos os dados constantes do Quadro 5 e Gráfico 5 que se seguem:

I (%)	V
0	5000
1	3865
2	2849
3	1938
4	1118
5	380
5,5	38
5,6	-29
6	-288
7	-892
8	-1441
9	-1939
10	-2394



Notemos que, à medida que se aumenta a taxa de juros, temos menor valor atual.

A taxa interna de retorno, raiz real e positiva da equação $V(i) = \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^j = 0$, representa, como inferimos no gráfico, a maior taxa de juros para a qual o projeto apresenta valor atual não negativo. Portanto, para taxas inferiores à taxa de retorno, as receitas futuras compensam o capital investido, no sentido de que, se considerarmos o investimento inicial como resultante de um empréstimo a ser restituído a determinada taxa de juros, as receitas futuras seriam mais do que suficientes para o resgate do empréstimo. Por conseguinte, em princípio, um projeto será tanto mais desejável quanto maior a sua taxa interna de retorno, pois tanto maior seria a taxa de juros que aceitaríamos ter pelo empréstimo do capital inicial.

No caso da avaliação de um projeto pelo critério da taxa interna de retorno, sua aceitação, no sentido de ser economicamente desejável, ocorrerá se a sua taxa interna de retorno for superior a uma dada taxa de juros, taxa essa cujo valor é passível das mesmas discussões que surgem quando se usa o critério do valor atual e que, usualmente, é denominada de taxa mínima de atratividade.

Observemos que a determinação da taxa interna de retorno é trabalhosa, pois consiste na resolução de um polinômio de grau n , sendo que n , geralmente, é um número elevado. O método utilizado para encontrar a raiz real e positiva do polinômio, quando não se dispõe de um computador ou de uma calculadora financeira, é o de tentativas; procura-se determinar, com o auxílio de tabelas financeiras, o menor intervalo, entre taxas tabeladas, em

cujas extremidades o valor atual do projeto muda de sinal, procedendo-se, a seguir, a uma interpolação linear entre estas últimas taxas.

Assim, no caso do exemplo, como as taxas tabeladas variavam de 0,5% em 0,5% e determinou-se que $V(0,055) = 38$ e $V(0,060) = -288$, uma interpolação linear indicou que a taxa interna de retorno desse projeto, que é a taxa real e positiva que anula seu valor atual, é de, aproximadamente, 5,6% por período.

Notemos que a equação $V(i) = \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^j = 0$ é equivalente, para $i \neq -1$, à equação $V(i) = \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^{n-j} = 0$, pois esta última resultou da multiplicação de ambos os membros da primeira por $(1+i)^n$. Ora, a equação $V(i) = \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^{n-j} = 0$ traduz o fato de, considerada a taxa i , igualarmos o que se denomina montante, na época n , do capital investido à soma dos montantes, na mesma época e à mesma taxa i , das receitas líquidas.

Então, ao analisar-se um projeto pelo método da taxa interna de retorno, se está supondo que as receitas líquidas sejam reinvestidas à taxa interna de retorno, raiz da equação $V(i) = \sum_{(j=0;n)} a_j (1+i)^{n-j} = 0$.

4.2 – Conclusões sobre o uso dos Critérios citados

O primeiro ponto a ser observado, em relação aos critérios de avaliação apresentados, é que os métodos que não levam em consideração a variação do valor do dinheiro com o tempo são os de mais simples aplicação e, por isso mesmo, de larga utilização, embora, com as facilidades trazidas pela informática tal consideração não tem sido tão relevante.

Em particular, o critério do tempo de recuperação do capital investido chega mesmo a ser o mais adotado. Isso deve-se não só à sua fácil determinação, como também é devido ao fato de existir, por parte do agente investidor, uma grande preocupação com a liquidez do empreendimento, donde, via de regra, preferir apropriar os seus recursos em projetos que permitam a mais rápida recuperação do capital investido. Além do mais, para determinados tipos de empreendimentos, existe certo receio em relação à taxa de progresso tecnológico para o tipo particular de equipamento sendo considerado, o qual pode vir a tornar-se obsoleto em prazos muito curtos e de difícil previsão. Este último fato também contribui

para que os investidores atribuam uma grande importância ao rápido retomo do capital investido no projeto, procurando fixar valores limites superiores bastante baixos, para o tempo de recuperação do capital e, portanto, atrelando um grande peso a esse critério.

Porém, o fato de não ser levada em conta a existência de uma taxa de juros positiva, o que corresponde a atribuir o mesmo peso para fluxos de caixa que ocorrem em diferentes pontos no tempo, pode conduzir a resultados inconsistentes, e mesmo absurdos.

Quanto aos métodos que levam em consideração a incidência de juros positivos, podemos afirmar que, no caso de projetos de investimento do tipo simples ou convencional que sejam compatíveis e independentes entre si, e não havendo restrição orçamentária, os resultados da seleção serão sempre consistentes.

A medida valor atual, entretanto, considera no processo de cálculo o valor do investimento inicial e seu custo alternativo. Em conseqüência, permite comparar alternativas de investimentos e estabelecer ordem de preferência, para escolha entre alternativas, e ordem métrica, para indicar quanto uma alternativa é mais atrativa que outra. Estas características fazem do VPL a medida do mérito mais aceitável para decisão em investimentos, que melhor descreve o percentual de lucros de um investimento e mais consistente em considerar a maximização dos lucros para a tomada de decisão.

4.3 – Determinação da Taxa Mínima de Atratividade (Custo de Oportunidade)

Uma vez que chegamos à conclusão de que os critérios que consideram a variação do capital no tempo são, preferencialmente, aqueles que devem ser adotados para proceder-se a avaliação e seleção de projetos de investimento simples ou convencionais, e como dependem da taxa de juros, cabe-nos agora analisar a determinação da taxa a ser considerada para sua aplicação, taxa essa que chama-se de mínima de atratividade e que representamos por ρ .

A decisão de investimento vincula-se diretamente à decisão financeira porque a aceitação de uma proposta de investimento dependerá do modo pelo qual poderá ser financiada. A taxa de desconto é o instrumento pelo qual julgamos a atração relativa

dessas oportunidades. Normalmente, esta taxa é o custeio de capital da empresa empreendedora. Essa taxa é interpretada da seguinte maneira:

- a) Um projeto de investimento é aceito quando seu valor atual líquido é positivo, sendo todos os fluxos de caixa descontados pelo custo de oportunidade.
- b) Um projeto é aceito quando sua taxa interna de retomo é superior ao custo de oportunidade.

Se estas regras de aceitação forem obedecidas, o valor da empresa empreendedora, a longo prazo, será maximizado. O custo de oportunidade representa, deste modo, uma taxa mínima para a aplicação de recursos em projetos de investimento; teoricamente, deve ser definido pela taxa de retomo de um projeto cuja aceitação não altera o preço da empresa empreendedora. Neste sentido, o custo de oportunidade constituirá a taxa de retorno exigida para que se justifique a execução de um projeto.

Em símbolos, estaremos determinando o valor de i para a expressão de $V_0 = \sum_{j=0;n} a_j(1+i)^{-j}$ (expressão do Valor Presente Líquido/VPL), onde V_0 é o montante líquido de fundos recebidos pela empresa empreendedora no momento 0 ; a_j é o desembolso de caixa no período j e n é o número total de períodos. Podemos definir o custo de oportunidade como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital para o empreendimento. Ele constitui o padrão para a tomada de decisão de investimento à medida que, aplicando recursos com retorno superior ao custo de oportunidade, a empresa acha-se no caminho da maximização dos resultados para os que nela investem. É por isso que o custo de oportunidade também pode ser definido como sendo a taxa mínima que os projetos de investimentos devem oferecer como retorno.

Será desenvolvida uma breve exposição que descreva cada um dos elementos básicos determinantes do custo de cada fonte de recursos, com vistas a chegar ao cálculo do custo de capital de um empreendedor através do método da média dos custos de cada fonte, ponderada pela participação relativa de cada uma na estrutura financeira da empresa empreendedora.

Podemos falar em dois tipos de recursos: capital de terceiros (correspondendo às exigibilidades do empreendedor) e capital próprio (os itens do não-exigível, ou seja, o que pertence aos proprietários da empresa).

O capital de terceiros tem um custo explícito (pagamentos de juros, comissões, etc., mais a devolução do principal, corrigido ou não) e inferior ao custo do capital próprio quando em mercados estáveis e equilibrados, pois trata-se de uma questão de combinação entre retorno e risco. Para quem fornece capital de terceiros a uma empresa empreendedora - ou seja, concedendo empréstimos, adquirindo debêntures etc. - há uma remuneração preestabelecida, com a garantia de recebimento (por força de contrato ou garantias reais) preferencial ao pagamento de dividendos e a qualquer distribuição de lucros aos proprietários. Por isso mesmo, o risco assumido pelos fornecedores do capital de terceiros é teoricamente menor; e a isso, também, deve corresponder um retorno (custo para a empresa) inferior. O termo teoricamente foi empregado porque pode ocorrer que certos investimentos de renda fixa (ou capital de terceiros, neste contexto) tenham, durante certo tempo, rendimento superior ao de ações de empresas. Isto, porém, é temporário e atribuível a circunstâncias especiais, tais como especulação, recessão do setor, e assim por diante. Mas não pode perdurar, caso contrário estaríamos tendo a inusitada possibilidade de aplicar recursos em algo ao mesmo tempo seguro e rentável.

Outro ponto importante de caráter geral é o que se refere ao cálculo dos custos propriamente ditos - o procedimento básico é análogo ao do cálculo da taxa interna de retorno, ou seja, a determinação de uma porcentagem, por período, que iguale os valores atuais de séries de sinais contrários:

a) Custo do Capital de Terceiros

O custo explícito do capital de terceiros poderá ser obtido, mediante o cálculo da taxa de desconto do fluxo de recursos. O capital de terceiros compreende todas as exigibilidades da empresa empreendedora; em particular, estamos nos referindo a empréstimos, debêntures e ações preferenciais (de participação limitada nos lucros e ativos da empresa). Em todos estes casos a empresa empreendedora recebe certo montante (principal no caso de empréstimos e valor subscrito dos demais) para aplicar como for mais conveniente, e em contrapartida efetua

uma série de pagamentos correspondendo a juros e outras despesas, e devolve o principal (ou o valor de resgate, no caso das debêntures) corrigido em função de índices utilizados para refletir a perda de poder aquisitivo da moeda (correção monetária, desvalorização cambial – no caso de empréstimo em moeda estrangeira). Finalmente, as ações preferenciais emitidas corresponde o pagamento de dividendos e não há valor de resgate; neste caso, faz-se a hipótese de que a série de dividendos seja suficientemente longa.

Portanto, o custo do capital de terceiros é a taxa efetiva de juros: o retorno que deve ser obtido em aplicações financiadas com recursos desse tipo.

b) Custo do Capital Próprio

É, reconhecidamente, o de determinação mais difícil. Teoricamente, poderá ser definido pela taxa mínima de retorno a ser obtida pela empresa empreendedora na parcela financiada mediante capital próprio, em um dado projeto, para manter constante o preço de mercado da ação.

No caso de uma empresa empreendedora pelo regime de sociedade anônima, que obtém capital junto a seus proprietários e/ou retendo lucros acumulados durante os exercícios em que opera, o fluxo de caixa prometido, em contrapartida ao fornecimento de capital, é uma série de dividendos em dinheiro, a serem pagos no futuro. Além disso, essa série não tem data prevista de término, perdurando enquanto a própria empresa sobreviver.

Sabemos que o valor de uma ação é igual ao valor presente dos dividendos futuros esperados. Isto é: $P_0 = \sum_{t=0;\infty} D_t / (1+k_s)^t$ (expressão do Valor Presente Líquido/VPL), onde P_0 é o valor da ação ou valor atual da série D_t ; D_t é o dividendo por ação esperado para a data t ; e, k_s é a taxa de desconto apropriada para o risco assumido pelos fornecedores de capital próprio.

c) Custo Médio Ponderado de Capital

Analisadas as características de cada fonte de recursos (capital de terceiros e próprio) para a empresa e o que tais características produzem em termos do cálculo do custo de cada fonte, podemos agora tratar do custo geral dos recursos da empresa empreendedora.

Este custo é obtido por uma média das taxas de custo das diversas modalidades usadas, após o Imposto de Renda, ponderada pela participação relativa das várias modalidades no total, que denominamos estrutura financeira da empresa. Deve haver essa ponderação por dois motivos:

- a) As diversas fontes, dadas as suas características, em particular as diferenças de risco para os investidores ou fornecedores de capital, oferecem diferentes taxas de retorno (custo específico para a empresa)
- b) Como padrão de avaliação da conveniência de efetuar um investimento, não podemos recorrer ao custo da fonte especificamente usada para financiar esse investimento porque a variação da estrutura financeira afeta os custos de outras fontes já usadas, bem como as condições futuras de financiamento. O uso intensivo de capital de terceiros, por exemplo, exige uso futuro de capital próprio, ao ser alcançado o limite de endividamento.

Evidentemente, o objetivo da empresa deve ser alcançar uma estrutura financeira em que o custo médio de todas as fontes seja o menor possível, pois isso tenderá a aumentar o número de oportunidades de investimento com retorno superior ao custo (médio) de capital. E, como sabemos, quando o retorno é superior ao custo, estamos no caminho da maximização do valor atual do investimento do acionista ordinário.

Para calcular a média ponderada, necessitamos de duas informações:

- a) o custo de cada fonte, depois dos impostos;
- b) a participação de cada fonte no total - na prática, usa-se o valor contábil, embora o valor de mercado seja teoricamente mais correto.

Para tanto, iremos supor que o agente investidor encontre-se de posse de todos os dados (seqüência de fluxos de caixa) relativos às várias possíveis alternativas do projeto de investimento, incluindo-se entre elas as oportunidades de empréstimos de seu capital, e que, sendo sua tarefa determinar a taxa mínima de atratividade a ser utilizada para a

seleção dos projetos que serão levados avante, esteja sujeito a uma das situações que, simplificarmente, se enumeram a seguir:²⁸

4.3.1 - Ausência de Restrição Orçamentária

Admitindo-se que não haja limitação do capital disponível para investimento, o que aconteceria se, por exemplo, os orçamentos pudessem ser dilatados mediante a obtenção de capital adicional através de empréstimos tomados num mercado financeiro ilimitado e que cobra uma certa taxa de juros, esta taxa de juros do mercado deverá ser a utilizada para o desconto da seqüência de fluxos associada a cada projeto. Ou seja, a taxa de mercado será a nossa taxa mínima de atratividade, ρ .

Por conseguinte, de acordo com o critério de maximização do valor atual para o investidor, ou seja, da soma dos valores atuais dos projetos, devemos aceitar os empreendimentos que apresentem valor atual positivo quando descontados à taxa de mercado.

Observemos que, na hipótese em que os projetos sendo cotejados sejam todos do tipo convencional de investimento e independentes entre si, esse procedimento conduziria à aceitação dos mesmos projetos que, segundo o critério da taxa interna de retorno, apresentassem a taxa interna de retorno (α), maior que a taxa mínima de atratividade (ρ).

No caso de haver projetos que sejam economicamente dependentes, não mais poderíamos confiar estritamente no método da taxa interna de retorno, pois esse critério nos indicaria tão somente se os projetos são ou não economicamente viáveis, deixando de indicar qual o preferível entre dois ou mais que sejam mutuamente exclusivos.

Portanto, a regra mais geral seria a de aceitar os projetos que, à taxa de mercado, apresentassem valor atual positivo, tomando-se o cuidado de eliminar os projetos mutuamente exclusivos que tivessem menor valor atual de que os seus competidores.

²⁸ Cf. McKean, 1967, citado por FARO, 1971.

A escolha da taxa mínima de atratividade, como sendo aquela cobrada para empréstimos tomados no mercado de capitais, é justificada por dois argumentos. O primeiro deles deriva do fato de que, admitida a eventualidade de o agente investidor colocar à venda, logo na etapa de construção, um de seus projetos, o preço que irá obter, sendo uma função da procura no mercado, será o determinado pelo cálculo do valor atual dos futuros fluxos de caixa associados ao projeto posto à venda, valor atual esse computado à taxa de juros de mercado. Um segundo argumento é o de que, afastada a hipótese de venda dos projetos, as receitas futuras podem ser admitidas como sendo reinvestidas, no mínimo, por meio de empréstimos, à taxa de mercado; assim, para o caso de dois projetos do tipo simples de mesma duração, o total de capital que se teria acumulado no fim da vida comum seria maior para o caso de ter-se aceito o projeto que apresentasse o maior valor atual calculado à taxa de mercado (evidentemente, estamos assumindo a hipótese, algo restritiva, de que a taxa de mercado mantenha-se constante ao longo do horizonte de dados).

O critério a ser adotado na hipótese de ausência de restrição de capital pode ser enunciado como: "se for possível obter-se empréstimos a uma dada taxa de mercado, aceite os projetos de modo a maximizar o valor atual total quando os fluxos de caixa são descontados à taxa marginal de retorno", onde a taxa marginal de retorno é a taxa interna de retorno que seria obtida caso fosse feito um investimento adicional.

Logicamente, no caso de não existir uma limitação orçamentária, qualquer investimento incremental, viável, no sentido de ao menos não apresentar uma taxa interna de retorno inferior à taxa de mercado, será tal que $\alpha =$ taxa de mercado. Isto porque, se o capital originalmente disponível no orçamento do agente investidor fosse igual ou excedesse aos custos iniciais dos projetos que, supostos em estudo, produzem mais do que a taxa de mercado (no sentido de se ter $\alpha >$ taxa de mercado), o investidor não conseguiria fazer melhor do que aplicar o excesso, ou qualquer disponibilidade adicional, em empréstimos à taxa de mercado. Portanto, qualquer investimento adicional será feito à taxa de mercado, lembrando que no caso de empréstimo de capital a uma taxa de juros t , a definição de taxa interna de retorno nos levará, para essa operação, a $\alpha = t$. Já se o orçamento original fosse escasso, o investidor tomaria empréstimos à taxa de mercado, alocando o capital assim obtido até esgotar os projetos que produzam mais do que a taxa de mercado; e então, analogamente ao caso anterior, qualquer disponibilidade adicional seria empregada em empréstimos à taxa de mercado.

4.3.2 - Restrição Orçamentária Parcial: Revenda Permissível

Admitamos agora que, por uma imposição institucional qualquer, não mais seja possível à entidade investidora obter empréstimos à taxa de mercado, t . Então, poderemos ter o caso em que o capital disponível no orçamento original não seja suficiente para cobrir os gastos de investimento em todos os projetos que apresentem taxa interna de retorno $\alpha > t$, isto é, projetos com taxa interna superior à de mercado. Nesse caso haverá então a possibilidade de que uma disponibilidade adicional de capital seja aplicada em um projeto que apresente uma taxa interna de retorno, ρ_1 , superior à taxa de mercado. Ou seja, teríamos uma taxa marginal de retorno maior do que a taxa de juros de mercado.

Como consequência, em princípio, poderíamos inferir que o critério a ser adotado deveria ser o de tomar para a taxa mínima de atratividade a taxa $\rho_1 > t$; isto é, aceitar-se-iam os projetos que apresentassem valor atual positivo quando calculados à taxa ρ_1 . Entretanto, admitindo-se que, logo após findar-se a etapa de construção de projetos implementados, seja permissível a revenda dos empreendimentos, o agente investidor poderá relaxar suas futuras restrições de capital. Mas, seus projetos postos à venda terão seus valores avaliados à taxa de juros de mercado, t . Portanto, devido ao fato de possíveis avaliações de seus projetos à taxa t e não à taxa ρ_1 , a taxa a ser adotada como mínima de atratividade será a de juros do mercado, ou seja $\rho = t$.

Logo, na hipótese de restrição orçamentária parcial (revenda permissível), o critério a ser adotado seria, ainda, o de aceitar aqueles projetos que, descontados à taxa de mercado, apresentarem valor atual positivo.

4.3.3 - Restrição Orçamentária

Agora, havendo limitação na disponibilidade de capital e não mais sendo considerada a possibilidade de revenda de projetos implementados, admitindo-se a hipótese de que as receitas futuras serão reinvestidas na melhor alternativa que deixar de ser aceita por insuficiência orçamentária, a taxa a ser adotada como a mínima de atratividade (ρ) deverá ser a taxa interna de retorno daquele projeto marginal.

A taxa marginal de retorno, e que será feita mínima de atratividade será, no mínimo, igual à taxa de juros do mercado. Este caso sucederia se o orçamento do capital disponível igualasse ou excedesse o gasto com o investimento necessário para a execução dos projetos com taxa interna de retorno superior à de juros de mercado, t .

Nosso problema passa a ser, portanto, o da determinação do projeto marginal e de sua respectiva taxa interna de retorno. O procedimento aconselhado é o de descontar, a várias taxas, os fluxos de caixa associados a cada um dos projetos em estudo, até encontrar a taxa à qual o capital disponível é exaurido por investimento em empreendimentos com valores atuais positivos.

No caso de projetos simples, o valor atual é decrescente com a taxa utilizada para sua determinação, e, portanto, haverá uma taxa, $\rho \geq t$, para a qual a soma dos investimentos iniciais necessários à execução dos projetos com valor atual positivo igualará a restrição de fundos. Essa taxa será a taxa marginal de retorno, pois, na hipótese de uma gama contínua de projetos, fará com que um dos empreendimentos, não aceito por insuficiência de capital, tenha valor atual nulo, ou seja, essa será a taxa interna de retorno do projeto marginal.

Convém notar que, mesmo que se considere a seleção segundo o critério do valor atual calculado à taxa interna de retorno do projeto marginal, poderemos ter a possibilidade de que mais de um conjunto de alternativas esgotem o orçamento de capital, para diferentes taxas de juros; isto porque, no caso de termos projetos do tipo não-convencional de investimento, é possível que o valor atual não seja decrescente com a taxa em todo o campo de variação desta última. Nesta eventualidade, deveremos lançar mão de critérios adicionais, como o do tempo de recuperação do capital investido, para promover o desempate.

Capítulo 5 – Fundos de Investimento Imobiliário

Na seção anterior, foi feita uma avaliação de projetos de investimentos. No entanto, esses projetos são voltados para investidores de grande porte (como investidores institucionais, grandes empresas, ...), pois demandam grandes somas de investimento.²⁹

Além disso, são investimentos que necessitam de tempo para serem realizados, pois levam em consideração o período de avaliação e implementação do projeto. Como vimos, somente após algum período inicial de investimentos é que observamos a inversão de capital e passamos a ter, então, receitas maiores que despesas, configurando lucros.

Nesta parte, voltaremos nossa análise para investidores que desejam aplicar seus recursos e não possuem perfil de grandes empreendedores do mercado imobiliário, ou seja, investidores de pequeno e médio porte.

Para tal, será feita uma pequena avaliação do mercado de Fundos de Investimento Imobiliários.³⁰

²⁹ Mesmo que os investimentos sejam financiados, é necessário ter credibilidade suficiente para se conseguir empréstimos de grande porte.

³⁰ Os Fundos de Investimento Imobiliário podem ser mais simplesmente chamados de FII.

5.1 – O que são os Fundos de Investimento Imobiliários?

Criados, em junho de 1993, pela Lei 8.668 e regulamentados pela CVM em janeiro do ano seguinte, através das Instruções nos 205 e 206, os Fundos de Investimento Imobiliários brasileiros reúnem, atualmente, um patrimônio total superior a 1,5 bilhão de reais aplicado em mais de 60 fundos, que investem em hotéis, shopping centers, edifícios comerciais, escolas, loteamentos, etc.³¹

Os Fundos Imobiliários são condomínios formados por grupos de investidores, com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos.

Do patrimônio de um fundo podem participar um ou mais imóveis, parte de imóveis, direitos a eles relativos, etc. e, à semelhança dos fundos de ações, derivativos, etc., são regulados e fiscalizados pela CVM, por se tratar de captação de recursos do público para investimento.

O modelo de Fundos de Investimento Imobiliário adotado no Brasil possui as seguintes características :

- Pode ser constituído de bens e direitos imobiliários, que podem ser utilizados para integralização;
- É, obrigatoriamente, administrado por instituição financeira;
- Não tem personalidade jurídica própria. A instituição financeira que o administra "empresta" sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição;
- Pelo menos 75% do patrimônio do fundo deve estar aplicado em bens e direitos imobiliários. O saldo em caixa deve ser aplicado em ativos de renda fixa;

³¹ CVM

- Para os casos de fundos destinados a construir imóveis, as integralizações podem ser parceladas em séries. Os fundos podem, também, efetuar aumento de capital mediante a emissão de novas quotas;
- É um fundo fechado, ou seja, não permite resgate das quotas. O retorno do capital investido se dá através da distribuição de resultados, da venda das quotas ou, quando for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos quotistas.

O objetivo de investimento do fundo é estabelecido na sua constituição e pode ser alterado, desde que respeitando a vontade de seus quotistas, que decidem em Assembléia.

Nos Estados Unidos estes fundos existem há mais de 30 anos, com ativos superiores a US\$ 130 bilhões. Só no ano de 98 eles pagaram mais de US\$ 11 bilhões de dividendos aos quotistas, isso sem falar da eventual valorização das quotas (70% dos fundos imobiliários americanos são cotados em bolsa).³²

5.2 - Vantagens

A utilização de um instrumento moderno, como os fundos imobiliários, para captar recursos destinados a investir em empreendimentos imobiliários, traz inúmeras vantagens para a operação.

A primeira delas é a possibilidade de **fracionar o investimento**, trazendo para este mercado uma massa de investidores de pequeno e médio porte, que não possuem alternativas para investir em imóveis.

Ao analisarmos o sucesso da venda de flats, por exemplo, podemos perceber claramente os fatores que contribuíram para isso.³³

³² NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts.

³³ Corretora Coinvalores

- a) Operação imobiliária numa faixa de valor, até então, praticamente inexistente (em torno de R\$ 100.000,00);
- b) Possibilidade de parcelamento do investimento (financiamento direto, bancário, etc.);
- c) Sistema de pool de locação, reduzindo as perdas com vacância;
- d) Operação terceirizada, evitando o envolvimento do investidor.

Agora imaginem quantos investidores teriam, por exemplo, 10 % deste valor para aplicar. Nos EUA o investimento médio nos REIT's (Real Estate Investment Trust - como são conhecidos os fundos imobiliários americanos) é de US\$ 5.000,00.³⁴

Outro ponto importante é que investidores estrangeiros podem comprar quotas de fundo imobiliário, da mesma forma que participam do mercado acionário.

Como a quota do fundo imobiliário é valor mobiliário, assim como as ações, para vendê-las é bastante simples; encontrando um comprador para suas quotas basta, ao vendedor, autorizar a venda, sem a complicação de certidões, escrituras, assinatura do cônjuge, despesas com ITBI, etc. O fundo imobiliário agrega as vantagens do mercado mobiliário aos investimentos em imóveis.

E também por isso, **a transparência da operação é muito maior**, pois todos os atos do fundo são de responsabilidade da instituição financeira que o administra. Essa transparência das operações via fundo imobiliário propicia um melhor acompanhamento do andamento dos negócios, bem como se pretende criar uma maior liquidez do investimento através do mercado secundário.

A **versatilidade** do fundo imobiliário também é uma das vantagens. Voltando ao exemplo dos flats, em breve teremos uma saturação deste produto no mercado, quando a demanda estiver atendida. No caso dos fundos imobiliários, todo tipo de investimento imobiliário pode fazer parte de suas carteiras. Hotéis, flats, hospitais, edifícios comerciais,

³⁴ NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts.

shopping centers, parques temáticos, enfim, qualquer empreendimento de base imobiliária é passível de ser incluído.

Além disso, do patrimônio de um fundo também podem participar direitos imobiliários, como a concessão, o aluguel, etc. Exemplificando, é perfeitamente legal captar recursos via fundo imobiliário para construir um imóvel em terreno público, havido por concessão, auferindo renda pelo tempo pactuado.

5.3 - A pulverização da base acionária

Como os fundos de pensão não compraram quase nada, do setor imobiliário, no ano de 99,³⁵ diretamente ou via quotas de fundo imobiliário, o momento para o mercado de varejo parece propício. Uma das causas talvez seja a troca de comando nos fundos provocada pelas privatizações. Outro fator seria a insistente e absurda sinalização da Secretaria de Previdência Complementar de que diminuiria, mais uma vez, os limites dos fundos de pensão para o setor imobiliário, diretamente ou via instrumentos securitizados, como é o caso do fundo imobiliário.

Por outro lado, os investidores pessoa física mostram-se muito ávidos por tal empreendimento. O que eles mostram é que querem, cada vez mais, aplicações que contenham:

- a) Renda mensal
- b) Lastro imobiliário
- c) Prazo longo
- d) Nenhum envolvimento com a administração ou risco de vacância e/ou inadimplência
- e) Valor unitário acessível
- f) Parcelamento do investimento

³⁵ Corretora Coinvalores

Só os flats pareciam reunir tudo isso! Mas o mercado percebeu que, além da insistência de um só setor da economia (hospedagem), o que é arriscado, havia uma massa ainda maior de investidores que não estava sendo atingida, por não conseguir investir R\$ 100.000,00, em média.

Daí a idéia de se utilizar o fundo imobiliário como instrumento que pode agregar todas as vantagens acima, e mais, podendo baixar radicalmente o valor do investimento, atingir um número muito maior de investidores.

Se confirmada esta tendência de pulverização do mercado de fundos imobiliários, os fundos de pensão também se beneficiarão. Até então destinatários (quase sempre) finais dos negócios imobiliários, a opção que se abre é de parcerias com investidores privados e fundos financeiros em geral, que também podem investir nessas operações.

Aquelas entidades que estão com seus investimentos imobiliários acima do permitido pela legislação, ou as que queiram passar a vender algumas posições, poderão desmobilizar criando fundos imobiliários voltados para o mercado financeiro.

5.4 - Liquidez

Um tema que sempre vem à tona quando se fala em Fundos de Investimentos, é a liquidez das cotas do fundo. Num primeiro momento, parece que as negociações dessas cotas possuem uma liquidez muito restrita, tendo em vista que apenas em 1999 o mercado se voltou para pessoas físicas, sendo negociado no ambiente do mercado de balcão.

Conforme o tempo passa e o mercado de fundos imobiliários evolui, é natural pensar que a liquidez cresça junto, trazendo mais confiança para o investidor em questão. Uma outra solução para esse problema pode ser a realização dessas operações na Bolsa de Valores (BOVESPA).

Algumas críticas surgem quanto a isso, porém os argumentos dos opositores à essa idéia são facilmente derrubados quando se estuda o assunto. Os argumentos mais

freqüentes são os de que os fundos imobiliários são muito jovens e muito pequenos para serem levados para a Bolsa.

Porém, são mais de 8 anos de existência e mais de 60 fundos registrados na CVM, com um patrimônio superior a R\$ 1,5 bilhão. Portanto, não são tão jovens assim, além de que qualquer fundo que capte mais de R\$ 10 milhões não pode ser chamado de pequeno.

O desconhecimento dos mecanismos de mercado leva a algumas interpretações errôneas, como por exemplo “se a Bolsa enfrentar uma crise, como a da Ásia, e cair 30%, a cota do meu fundo também vai cair 30%”. Porém, a volatilidade da cota de um fundo imobiliário gerador e distribuidor de renda freqüente e expressiva, lastreado em produtos prontos, portanto muito menos exposto ao risco, não se compara à de uma ação de empresa cotada em Bolsa. E, analogamente, caso haja uma onda de otimismo que leve a Bolsa a subir 30%, a cota do fundo também não acompanhará o movimento.

Para amenizar ainda mais o problema da liquidez, alguns fundos formam um pool, ou um grupo, entre os investidores, para garantir a compra das cotas de quem quiser sair. Mas, ainda assim, não é garantido que se receba todo o dinheiro investido, dado que o preço da cota pode cair ou o grupo pode não ter dinheiro suficiente para a recompra pelo valor de compra.

5.5 - FII Pátio Higienópolis

Num primeiro momento os cotistas de um determinado fundo imobiliário eram alguns Fundos de Pensão. No entanto, começam a fazer parte dos proprietários dezenas e, em alguns casos, centenas de pessoas físicas. Se tomarmos como exemplo o FII Shopping Pátio Higienópolis, vemos que ele possui atualmente mais de 700 investidores, podendo chegar esse número, em breve, a milhares.³⁶

³⁶ Corretora Coinvalores

Ao analisarmos as matérias que saem em jornais a respeito dos fundos imobiliários, nos deparamos com a invariável conclusão de que, apesar de os fundos imobiliários serem ótimos, eles não têm liquidez.

Porém, como observamos no exemplo acima citado, a liquidez desse mercado tem crescido substancialmente. O FII Pátio Higienópolis é um dos fundos mais líquidos, apresentando negócios frequentes desde o encerramento de sua subscrição, que ocorreu em maio de 2000. Os primeiros negócios ocorreram ao preço de lançamento - R\$ 100,00 por cota - , evoluindo até o valor de R\$ 106,00 por cota. Atualmente, após várias crises internacionais e instabilidade interna, o valor da cota recuou, estabilizando-se no patamar de R\$ 103,00.³⁷

Portanto, desde o final do lançamento quem quis se desfazer de suas cotas conseguiu comprador. E, quem quis comprar sempre achou vendedor, mostrando que há liquidez.

O investidor deve lembrar que fundos imobiliários são um tipo de investimento de longo prazo. Como sua rentabilidade é relativamente baixa, ganhos efetivos somente são possíveis após períodos extensos, com exceção de algum empreendimento que tenha uma valorização elevada fora do padrão. O investidor também deve evitar colocar toda a sua poupança num único tipo de investimento. A diversificação das aplicações é fundamental para reduzir os riscos. Segundo os especialistas, o investidor deve diversificar mesmo as suas aplicações em fundos imobiliários, comprando cotas de mais de um empreendimento.

Comprar cotas de um imóvel já construído, que esteja alugado, é uma alternativa para garantir rendimentos imediatos, porém estas cotas de empreendimentos bem-sucedidos custam mais caro. Um atrativo de alguns fundos imobiliários é que a administradora garante uma rentabilidade mínima durante um período.

³⁷ Corretora Coinvalores

5.5.1 - Comparação: FII Pátio Higienópolis x Outros Investimentos

No caso do FII Shopping Pátio Higienópolis, há a rentabilidade mínima garantida de 1,25% do investimento por mês pelo período de 3 anos desde sua criação. Após os 3 anos iniciais, a garantia mínima deixa de existir.

Durante esse período, caso essa renda, que vem dos aluguéis obtidos junto aos lojistas do shopping, não atinja o percentual mínimo, os empreendedores do shopping se comprometem a completar o rendimento até que se chegue no valor garantido pelo contrato.

O grupo empreendedor do shopping pôs a venda 25% de seu negócio para investidores privados. Com essa operação, eles puderam realizar lucros expressivos, uma vez que toda a incerteza quanto às aprovações e construção já haviam sido superadas e o shopping se encontra em pleno funcionamento, operando com todas as lojas locadas.

O shopping encontra-se em região privilegiada da cidade de São Paulo e os dados demográficos da área de influência indicam que o empreendimento está muito bem localizado.

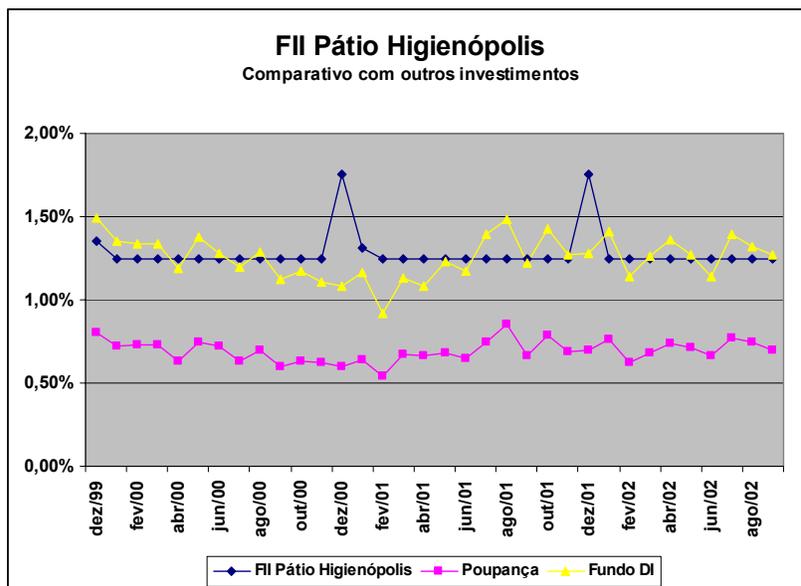
No Quadro 6 a seguir, fazemos uma comparação das rentabilidades do FII Pátio Higienópolis, desde a sua constituição, com as da poupança e uma média de rentabilidades de Fundos DI. Essa comparação pode ser melhor visualizada no Gráfico 6 que vem logo após.

Quadro 6:

Mes Ref.	FII Pátio Higienópolis	Poupança	Fundo DI
dez/99	1,35%	0,80%	1,49%
jan/00	1,25%	0,72%	1,35%
fev/00	1,25%	0,73%	1,34%
mar/00	1,25%	0,73%	1,34%
abr/00	1,25%	0,63%	1,19%
mai/00	1,25%	0,75%	1,38%
jun/00	1,25%	0,72%	1,28%
jul/00	1,25%	0,63%	1,20%
ago/00	1,25%	0,70%	1,29%
set/00	1,25%	0,60%	1,12%
out/00	1,25%	0,63%	1,17%
nov/00	1,25%	0,62%	1,11%
dez/00	1,75%	0,60%	1,08%
jan/01	1,31%	0,64%	1,16%
fev/01	1,25%	0,54%	0,92%
mar/01	1,25%	0,67%	1,13%
abr/01	1,25%	0,66%	1,08%
mai/01	1,25%	0,68%	1,23%
jun/01	1,25%	0,65%	1,17%
jul/01	1,25%	0,75%	1,39%
ago/01	1,25%	0,85%	1,48%
set/01	1,25%	0,66%	1,22%
out/01	1,25%	0,79%	1,43%
nov/01	1,25%	0,69%	1,27%
dez/01	1,75%	0,70%	1,28%
jan/02	1,25%	0,76%	1,41%
fev/02	1,25%	0,62%	1,14%
mar/02	1,25%	0,68%	1,26%
abr/02	1,25%	0,74%	1,36%
mai/02	1,25%	0,71%	1,27%
jun/02	1,25%	0,66%	1,14%
jul/02	1,25%	0,77%	1,39%
ago/02	1,25%	0,75%	1,32%
set/02	1,25%	0,70%	1,27%

Fonte: Corretora Coinvalores

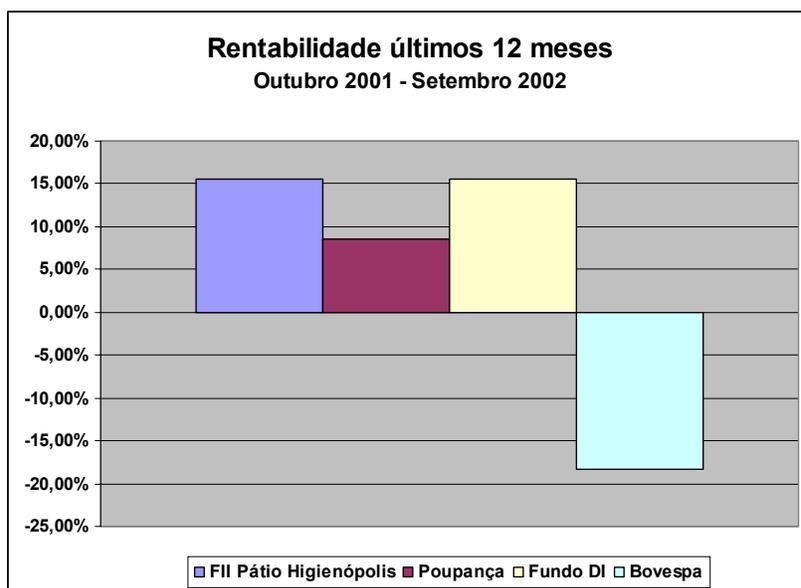
Gráfico 6:



Fonte: Corretora Coinvalores

A seguir, mostro um gráfico que faz a mesma comparação anterior, porém mostrando as rentabilidades acumuladas em um ano (Outubro 2001 – Setembro 2002). Notem que neste próximo gráfico, também foi inserida a rentabilidade acumulada da BOVESPA, que mostrou-se expressivamente negativa, dadas as condições de crise no cenário mundial.

Gráfico 7:



Fonte: Corretora Coinvalores

Quando foi lançado, em novembro de 1999, o FII Shopping Pátio Higienópolis apresentou Estudo de Viabilidade, de onde fora extraído o quadro resumo abaixo. Este mostrava ao público a estimativa de rentabilidade que o empreendimento deveria apresentar, em três cenários (Pessimista, Normal e Otimista), além de destacar o período de rentabilidade mínima garantida.

Quadro 7:

Ano	Rentabilidades Anuais			
	Cenário Pessimista	Cenário Normal	Cenário Otimista	Garantia Mínima
1º	9,17%	10,41%	11,75%	15,00%
2º	9,38%	10,66%	12,03%	15,00%
3º	9,75%	11,07%	12,50%	15,00%
4º	10,30%	11,70%	13,21%	-
5º	10,89%	12,37%	13,96%	-
6º	11,50%	13,06%	14,74%	-
7º	12,15%	13,81%	15,58%	-
8º	12,62%	14,34%	16,18%	-
9º	13,11%	14,89%	16,81%	-
10º	13,62%	15,47%	17,45%	-

Fonte: Plane Engenharia e Consultoria

A partir de novembro o Fundo passou a remunerar seus investidores com base em sua rentabilidade real. Só agora poderemos verificar se este tipo de investimento realmente é uma boa opção ou se, sem a garantia de rentabilidade mínima, seu retorno mostra-se inexpressivo frente a outros investimentos de maior liquidez e rentabilidade parecida.

Capítulo 6 – Conclusão

Como pudemos concluir, tentamos demonstrar a importância do mercado imobiliário na economia brasileira, tanto como gerador de empregos, quanto no desenvolvimento dos seus próprios alicerces.

Desta forma, o desenvolvimento do mercado imobiliário, seja por meio da construção de prédios residenciais, comerciais, shoppings centers, ou através do investimento dos poupadores nos fundos de investimento imobiliários, pode ser uma boa alternativa para os investidores, principalmente nos períodos de crise financeira do mercado brasileiro.

No estudo específico do investimento em shoppings centers, ressaltamos que é necessário observar algumas características básicas que fazem com que o empreendimento seja bem sucedido.

Faz-se um estudo da área de influência que será atendida pelo shopping center, para poder definir qual o perfil do público alvo. Com essa informação, pode-se melhor especificar as políticas mercadológicas, como ramos de atividade, tipo e número de lojas que o estabelecimento agrupará.

O tipo de shopping center a ser construído deve ser especificado de acordo com a sua localização geográfica e com as características geo-políticas que a sua área de influência proporciona, direcionando os seus atributos para coincidirem com os de seu público-alvo.

Entre os atributos de um shopping center que atraem consumidores, podemos destacar a acessibilidade, o conforto ao chegar, o conforto para comprar, o seu ambiente, seu atendimento, a diversidade da oferta e a complementaridade da oferta. Uma perfeita harmonia entre esses conceitos e o público-alvo pode garantir o sucesso do investimento.

Quando um investidor toma a decisão de aplicar seu dinheiro, ele precisa avaliar as opções a sua disposição e, então, escolher a que lhe trará maiores rendimentos futuros.

Para melhor entendermos, estudamos o conceito de fluxo de caixa, onde em determinado instante do tempo há uma inversão de capital e as receitas líquidas ultrapassam as despesas líquidas, auferindo lucros para o investidor.

Vimos que há vários métodos para analisar o fluxo de caixa de um projeto de investimento e estudamos três que são mais frequentemente usados: Tempo de Retorno do Capital Investido (*payback period*), Valor do Método Atual ou Valor Presente Líquido (VPL) e Método da Taxa Interna de Retorno (TIR).

O primeiro não faz menção à incidência de juros, ou seja, não leva em consideração o valor do dinheiro no tempo. Talvez por isso, esse método seja usado mais como uma medida do grau de risco do investimento, pois quanto maior o tempo de retorno do capital investido, maior será sua exposição ao risco.

Os outros métodos possuem uma variável que depende dos juros. Torna-se fundamental a determinação de uma taxa mínima de atratividade que será igual ao seu custo de oportunidade. Do contrário, não será economicamente viável e a alternativa de investimento é descartada.

Outra forma viável de investimento no segmento do mercado imobiliário, os Fundos de Investimento Imobiliários oferecem a oportunidade para pequenos e médios investidores participarem deste mercado altamente “elitizado”, através da possibilidade de fracionamento do investimento, melhor dizendo, da compra de quotas dos Fundos de Investimento, sendo talvez a principal questão a ser suscitada neste trabalho com referência a esta forma de investimento.

Além de facilitar o investimento para pequenos e médios investidores, os Fundos de Investimento Imobiliários inovaram trazendo praticidade para os investimentos neste mercado. A compra e venda das quotas dos respectivos Fundos são realizadas sem a burocracia observada nas transações de imóveis. Não existe a necessidade, nem a preocupação com certidões, escrituras, outorga uxória do cônjuge, enfim, a simplicidade impera nesta negociação, dando uma agilidade maior à realização destas operações.

Todavia, não podemos deixar de mencionar uma vez mais, que a rentabilidade auferida pelos Fundos Imobiliários dependem da administração desempenhada pela Instituição Financeira administradora do Fundo. Em alguns casos, como por exemplo a aplicação em imóveis ainda em construção, que ainda não foram vendidos e não geram receita, podem não ter liquidez. Conforme já mencionado, uma das alternativas encontradas pelas administradoras dos Fundos que obtém receita provenientes de aluguéis de lojas em shopping centers foi a garantia por parte dos empreendedores de complementar o rendimento até que se encontre o valor acordado no contrato.

O presente trabalho pretendeu atrair o interesse para o tema abordado, sem, em absoluto, esgotar o exame do assunto, em razão de sua complexidade e minuciosidade, admitindo considerável diversidade de enfoques.

Bibliografia:

ABRASCE – Associação Brasileira de Shopping Centers. Através de seu site www.abrasce.com.br

Corretora Coinvalores. Através de seu site www.coinvalores.com.br

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Através de seu site www.cvm.gov.br

FARO, Clóvis de. Critérios quantitativos para avaliação e seleção de projetos de investimento. Rio de Janeiro: IPEA, 1971. 142 p. (Monografia n.º 2).

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Através de seu site www.ibge.gov.br

ICSC – International Council of Shopping Centers. Através de seu site www.icsc.org

MARCHETTI, Valmor. Incerteza e risco em decisão de investimento produtivo: a abordagem da probabilidade. Porto Alegre, 1990. 201 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

MONETTI, Eliane. Análise de risco de investimento em shopping centers. São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 1996. 261 p. Tese (Doutorado em Engenharia) – Universidade de São Paulo.

NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts. Através de seu site www.nareits.com

RYFER, André. O Mercado de Shopping Centers numa visão Sócio-Econômica. Rio de Janeiro, 1998. 41 p. Monografia (Graduação em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

SANVICENTE, Antonio Zoratto, Administração financeira. 3^a ed. São Paulo: Atlas, 1987.

TREVISAN Associados. Construbusiness: habitação, infra-estrutura e geração de emprego. In: SEMINÁRIO DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO, 3., 1999, São Paulo.

VAN HORNE, James C. Política e administração financeira. Rio de Janeiro: LTC, 1979.

ZELTER, Carla. Uma análise da satisfação dos consumidores com os ramos de atividade de um shopping center e sua relação com a receita de vendas. Rio de Janeiro, 1999. 92 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.