

O Custo do Capital na Avaliação Imobiliária: Abordagens, Cuidados e a *Yield*

Por:

Amaro Laia (MBA, MRICS e REV)

Professor Convidado, IDEFE/ISEG, Universidade de Lisboa

Diretor e docente da Pós-Graduação em Gestão e Avaliação Imobiliária (PGGAI), do ISEG

amaro.laia@gmail.com

&

Pedro de Almeida Fernandes (REV)

Assistente Convidado ISEG Universidade de Lisboa. Docente da PGGAI do ISEG

Doutorando em Gestão, Imobiliário, ISEG Universidade de Lisboa

pafernandes@iseg.ulisboa.pt

Este texto tem como objetivo principal analisar as diferentes tipologias do custo do capital (taxas de atualização e taxas de capitalização¹) utilizadas na avaliação imobiliária e enunciar quais os cuidados a ter. Genericamente, podemos definir o custo de capital no imobiliário como “a rentabilidade que um investidor poderia obter de uma aplicação com risco semelhante à dos fluxos de caixa que obtém no investimento imobiliário que pretende avaliar.” (Neves, Montezuma, & Laia, 2010, p.70). Trata-se da taxa de rentabilidade total requerida pelo mercado para a realização do investimento imobiliário objeto de avaliação, tendo em conta o risco associado e percecionado pelo mercado, comparativamente a outros investimentos de idêntico risco.

O tema das taxas de atualização e de capitalização surge essencialmente através da abordagem do rendimento. No âmbito desta abordagem, o método recomendado é o Método do Rendimento, quer seja o método simplificado da *yield* ou *cap rate*, quando aplicável, quer seja o método dos fluxos de caixa atualizados (DCF). No primeiro caso, a taxa de capitalização pode obter-se diretamente do mercado imobiliário² e, no segundo caso, quando não é possível derivar a taxa de atualização a partir do mercado, pode recorrer-se a outros métodos alternativos (como inquéritos aos investidores, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ajustado – utilizado apenas como modelo

¹ O significado de taxa de capitalização aqui utilizado é diferente do significado em cálculo financeiro. Em cálculo financeiro, a capitalização é o processo que transforma um determinado valor atual num valor futuro, através de uma taxa de capitalização (é o inverso do processo de atualização, que consiste em transformar os valores futuros em valores atuais, através de uma taxa de atualização adequada). No imobiliário, a capitalização tem outro significado, correspondendo à taxa (*cap rate*) que transforma o valor da renda, de um só período, no valor do imóvel, através da simples divisão do rendimento anual pela *cap rate* (expressa também em termos anuais).

² Tendo como referência as yields conhecidas de imóveis similares ao que estamos a avaliar

de raciocínio³—, *Build-Up* e outros métodos). Importa, em qualquer caso, que exista um alinhamento entre a taxa de atualização, a base de valor e os fluxos de caixa a analisar.

O cálculo da taxa de atualização, tecnicamente fundamentado, é sempre um grande desafio para qualquer avaliador imobiliário. Trata-se, de facto, de um dos parâmetros mais críticos e de mais difícil quantificação, continuando a ser um dos pontos mais fracos de muitas avaliações. Com efeito, são diversos os erros cometidos pelos avaliadores na estimativa e aplicação dessa taxa, destacando-se os seguintes:

- (i) Falta de consistência entre as taxas adotadas e a natureza e o risco dos rendimentos ou fluxos de caixa utilizados;
- (ii) Falta de consistência entre as diversas componentes de cada uma das taxas;
- (iii) Muitas vezes, as *yields* publicadas por algumas entidades não são transparentes quanto ao tipo de rendimentos ou de fluxos de caixa que servem de base ao seu cálculo (metodologias e métodos) e os avaliadores que deveriam questionar algumas destas situações mais duvidosas não o fazem;
- (iv) Aplicação do *CAPM* ao investimento imobiliário direto, cada vez mais generalizada em Portugal, como se de uma moda se tratasse, sem fundamento técnico e sem compreensão de que uma coisa é a avaliação de empresas e outra coisa diferente é a avaliação imobiliária. Com efeito, enquanto na avaliação de empresas cotadas, o avaliador dispõe de séries de rendibilidades das respetivas ações, todas iguais na empresa em avaliação, na avaliação imobiliária tal não se verifica: cada ativo é único e, além disso, não tem séries de rendibilidades históricas associadas;
- (v) Pode ser admissível que, por recurso, se adote o modelo de raciocínio subjacente ao *CAPM*, pese embora não seja aceitável que este se aplique ao investimento imobiliário, com exceção da avaliação de carteiras e de fundos de investimento imobiliário;
- (vi) A utilização frequente do *WACC* (custo médio de capital) para estimar a taxa de atualização para calcular o valor de mercado de um determinado imóvel, esquecendo-se de que o valor de mercado não inclui o endividamento;
- (vii) Falta de consistência, no tratamento da inflação, entre fluxos de caixa nominais e taxas de atualização reais;
- (viii) Proceder à avaliação de um determinado imóvel com base nas respetivas rendas brutas, com aplicação de uma *yield* líquida;
- (ix) Falta de justificação da taxa adotada.

³ Isto no caso do investimento imobiliário direto, já que em relação a carteiras e fundos de investimento imobiliário é possível a sua aplicação.

Em último caso, o avaliador é sempre o responsável pela taxa adotada, com mais ou menos subjetivismo, mas cabe-lhe a ele justificar devidamente a escolha efetuada. No entanto, na prática, o cálculo da taxa de atualização é bastante complicado e, especialmente, no domínio do investimento imobiliário direto, tanto mais, quando estamos a avaliar o valor de mercado de uma promoção imobiliária ou do respetivo terreno. Se estivermos a avaliar o valor na ótica do investidor, e não o valor de mercado, então, um dos métodos mais simples seria questionar o investidor acerca da taxa de rendibilidade requerida para o seu investimento, em função das alternativas de aplicação dos seus capitais com idêntico risco. No caso dos imóveis maduros, já construídos e em exploração, embora cada imóvel seja único, com atributos específicos que determinam o seu valor, o perito avaliador pode recorrer às taxas de rendibilidade extraídas do mercado a partir das *yields* ou *cap rates*. De facto, existe evidência empírica de que a obtenção da taxa de atualização por via das *yields* ou *cap rates* conduz a resultados não só estatisticamente significativos, como também muito satisfatórios (Tavares, Moreira e Pereira, 2011).

Se estivermos perante um imóvel cujo risco é idêntico ao da amostra de imóveis similares (comparáveis) e se conseguirmos conhecer as respetivas *yields*, então, a taxa de atualização pode obter-se a partir dessas *yields* de mercado. Se os rendimentos ou fluxos de caixa forem constantes, logo a partir do ano 0, para obter o valor basta aplicar o método da *yield* ou *cap rate*, com ou sem crescimento. Se, por outro lado, tivermos um período inicial de variação dos fluxos de caixa, então, utiliza-se o método dos fluxos de caixa atualizados, em que a taxa de atualização será igual à *yield* no período explícito de análise.

Adicionalmente, coloca-se a questão do crescimento do rendimento e dos fluxos de caixa, que também carece de ajustamentos (Tavares et al., 2011). Se não houver crescimento, então, a taxa de atualização (k) será igual à *yield* (y). Se houver crescimento, então $k=y+g$, em que g é a taxa de crescimento dos rendimentos ou fluxos de caixa, consoante o caso. Por conseguinte, se existir estabilização de rendimentos e o risco do imóvel em avaliação for semelhante ao risco dos imóveis do mercado, então pode aplicar-se diretamente a *yield* ou *cap rate*.

Segundo Damodaran (2012), é crucial estimar as taxas de crescimento esperadas para rendas e despesas, relacionando-as com a taxa de inflação esperada. Num mercado imobiliário estável, o crescimento esperado dos fluxos de caixa deve ser próximo da taxa esperada de inflação, pelo menos enquanto houver escassez de mercado. Em mercados imobiliários com baixas (altas) taxas de desocupação, o crescimento esperado pode ser superior (inferior). Damodaran (2012) refere ainda que o crescimento pode ser limitado por fatores como a existência de limites legais ao aumento das rendas.

Na avaliação de um projeto de promoção imobiliária, quer estejamos perante a avaliação do respetivo terreno ou do imóvel objeto de reabilitação pelo método residual (dinâmico) por via do

DCF, a dificuldade é ainda maior, já que não dispomos de *yields* correntes nem de taxas internas de rendibilidade de projetos similares ao que estamos a avaliar. Uma alternativa possível é partir das taxas de rendibilidade médias do imobiliário em Portugal nos últimos anos, publicadas pelo IPD e outros, bem como partir das *yields* ou *cap rates* de imóveis maduros similares ao produto desta promoção, publicadas pelo IPD, Confidencial Imobiliário (CI) e outros. A partir destas taxas, de preferência do mesmo segmento e localização, acrescer um prémio de risco adicional para compensar o risco superior que a promoção-construção tem.⁴ Uma outra alternativa é aplicar a taxa média resultante da resposta aos inquéritos⁵ efetuados a diversos investidores.

Ainda no âmbito da aplicação do método residual, em que se tem verificado alguma controvérsia sobre a inclusão ou não do “lucro do promotor” nos fluxos de caixa, como se de um *out flow* se tratasse, importa que o avaliador saiba que caso tenha incluído esse lucro (embora não seja a opção mais adequada), então, a TA deverá ser mais baixa, porquanto já não reflete todo o risco da promoção imobiliária (Morri & Benedetto, 2019). Assim, se partirmos do método residual estático para o método residual dinâmico, a taxa de atualização já reflete o custo de oportunidade do capital exigido (Laia, 2020), pelo que a inclusão do lucro do promotor será vista como a de um “sobre lucro”.

Os conceitos de *yield* e de custo de oportunidade do capital, embora estejam relacionados, são distintos. A *yield* é um dado histórico, calculada com informação de mercado (comparável). O custo de oportunidade do capital é a rendibilidade requerida. Utilizamos, na prática, ambos como taxa de atualização, estando aqui implícita a ideia de que se exigirá de rendibilidade, em equilíbrio, aquilo que se verifica em ativos semelhantes e comparáveis, *ceteris paribus*. Pese embora se saiba que o futuro será sempre diferente do passado, é preferível basearmo-nos no passado para projetar o futuro do que simplesmente inventar. Na *yield* de saída, deve considerar-se vários fatores: estabilidade do rendimento ou fluxo de caixa; expectativa de crescimento futuro;

⁴ Por exemplo, considerando a construção e a exploração posterior de um hotel, é razoável admitir que a fase da construção tem um fator de risco superior ao da exploração, desde logo, porque há imprevistos associados a esta fase (licenciamentos, aprovação de projetos, natureza do solo, achados arqueológicos, acidentes de trabalho, etc.), que a fase de exploração não tem. E, por isso, seria razoável, à primeira vista, aplicar uma taxa de atualização superior à fase da construção. No entanto, de acordo com o padrão habitual da promoção para rendimento os primeiros anos apresentam fluxos de caixa negativos, devido aos custos de construção, pelo que se atualizar estes fluxos de caixa com uma taxa mais elevada está-se a beneficiar o resultado, porque se está a reduzir os custos da promoção.

Por outro lado, se pensarmos na incerteza associada aos fluxos de caixa, também é razoável admitir que os custos da construção são mais certos (estão mais próximos do momento da atualização e se forem contratados *a priori*, o risco da incerteza diminui).

Por tudo isto, pode concluir-se não há uma receita geral, tudo depende da análise de cada caso, sendo que as receitas podem ser atualizadas a uma taxa diferente da taxa aplicada aos custos da construção, maior, menor ou igual, consoante o padrão dos fluxos de caixa, a natureza da construção e o tipo de receitas.

⁵ Se a base de valor pretendida é o valor na ótica do investidor, então, o avaliador pode simplesmente perguntar ao investidor qual a TA pretendida em função das rendibilidades que ele consegue com outras aplicações de risco idêntico. Caso o valor pretendido seja o valor de mercado, então, o inquérito deve ser o mais alargado possível aos diversos investidores nesse segmento do imobiliário.

variabilidade presumível do negócio; risco de passagem do tempo; e, valor temporal do dinheiro. Assim, pode partir-se da taxa de atualização que se utilizou e fazer ajustamentos.

Por conseguinte, pode partir-se do Modelo de Gordon (Gordon & Shapiro, 1956) para determinar a taxa de atualização:

$$Valor = \frac{Rendimento}{(k-g)} \Leftrightarrow (k-g) = \frac{Rendimento}{Valor} \Leftrightarrow k = Cap Rate + g \Leftrightarrow k = y + g \quad (1)$$

Em que k representa a taxa de custo de oportunidade do capital, y a *yield* corrente e g a taxa de valorização do imóvel. Note-se que a *yield* corrente corresponde apenas à rendibilidade das rendas (y), enquanto a taxa de atualização corresponde à rendibilidade total, ou seja, à taxa de rendibilidade das rendas acrescida da taxa de valorização do imóvel ($y+g$). A taxa de atualização pode ser a requerida pelo mercado (para calcular o Valor de Mercado) ou a requerida por um investidor específico⁶ (para calcular o valor na ótica desse investidor).

Quando a taxa de crescimento (g) é nula, então, pode assumir-se que a taxa de atualização é equivalente à *yield* corrente do mercado (y), embora deva ter-se em conta que uma coisa é a rendibilidade histórica e outra coisa diferente é a rendibilidade requerida para atualizar fluxos de caixa futuros. Adicionalmente, destaque-se que a própria estimativa de fluxos de caixa deve incluir os fatores de risco relevantes (Tavares et al., 2011).

Quando não temos informações de mercado credíveis, a taxa de atualização não pode ser derivada do mercado. Neste caso, pode utilizar-se o método dos inquéritos aos potenciais investidores ou outros métodos como por exemplo partir-se de uma taxa de aplicação sem risco e acrescê-la de um prémio de risco, que tenha em conta os diversos fatores de risco específicos (localização, o segmento do imobiliário, a qualidade da construção, entre outros), o que, na prática, pode corresponder ao método do *CAPM* ajustado e complementado pelo *Build-up*.

⁶ Não é esse o caso aqui considerado. Somente o valor de mercado é relevante.

Referências

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 102-110.
- Laia, A. (2020, outubro 13). “Lucro do promotor imobiliário” no âmbito do método residual. ASAVAL. Obtido de ASAVAL: <https://www.asaval.pt/assets/files/news/2021WebinarArtigoAmaroLaia.pdf>
- Morri, G., & Benedetto, P. (2019). *Commercial Property Valuation*. West Sussex: Wiley.
- Neves, J., Montezuma, J., & Laia, A. (2010). *Análise de investimentos imobiliários*. Lisboa: Texto Editores.
- Tavares, F. O., Moreira, A. C., & Pereira, E. T. (2011). Método do rendimento na avaliação imobiliária: Uma revisão da literatura. *Global Economics and Management Review*, 37-61.