

As Trade Related Properties e a Avaliação Imobiliária: O Valor do Negócio e o Valor do Imóvel

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

Coautor dos livros *Análise de Investimentos Imobiliários*, Texto Editora, *O Novo Paradigma do Investimento Imobiliário*, Sabedoria Alternativa e *Avaliação Imobiliária*, Texto Editora

amaro.laia@gmail.com

&

Pedro de Almeida Fernandes (Ph.D. e REV)

Professor Auxiliar Convidado ISEG Universidade de Lisboa. Docente da PGGAI do ISEG

Coautor do livro *Avaliação Imobiliária*, Texto Editora

pafernandes@iseg.ulisboa.pt

Lisboa, 9 de agosto de 2024

As Normas Europeias de Avaliação EVS 2020 referem, no capítulo II (“Metodologias de Avaliação”), que a “abordagem de Rendimento é usada para a avaliação de qualquer imóvel em que o seu valor é estimado capitalizando ou atualizando o rendimento futuro estimado que derivará do imóvel, **quer este rendimento seja uma renda, quer seja um rendimento gerado pelo negócio** [destacado nosso] que é levado a cabo no próprio imóvel.” (EVS 2020, p. 160¹, ponto 4.6). O *Red Book*, na VPGA 4, reconhece que existem imóveis que são avaliados com base no seu potencial de negócio, como hotéis e restaurantes, porque foram concebidos ou adaptados para esse uso específico e que, por isso, têm uma menor flexibilidade de adaptação ou de conversão para outros usos. Neste âmbito, é entendimento destas normas que o valor do imóvel pode estar associado não apenas aos rendimentos (e recebimentos) provenientes de um eventual arrendamento, como também aos rendimentos (e recebimentos) advindos do negócio instalado no imóvel, quando se considera um elevado grau de especialização e que o uso a que corresponde esse negócio é o maior e melhor uso para o imóvel.

¹ Por referência à versão portuguesa.

É prática corrente, e geralmente aceite, trabalhar-se com os fluxos de caixa associados à exploração nos casos referidos no parágrafo anterior, i.e., quando avaliamos as chamadas *trade related properties*. Assim, o valor do imóvel é uma função do valor do negócio nele instalado. No entanto, podem surgir quatro problemas: (i) o valor do negócio ser superior ao valor do imóvel; (ii) o valor do negócio ser inferior ao valor do imóvel²; (iii) o valor do imóvel oscilar em função de variações no valor do negócio, por alterações no resultado da exploração e (iv) a convergência com o princípio da prudência que se traduz no facto de que “o imóvel deve normalmente ser diferenciado do negócio que o possa estar a utilizar.” (EVS 2020, p. 161³, ponto 5.7).

² Pode acontecer temporariamente, mas também pode verificar-se de forma permanente, levando mais cedo ou mais tarde à liquidação do negócio. Neste caso, se o imóvel puder ter outra utilização, então, o valor de liquidação do imóvel pode ser superior ao valor de liquidação do negócio.

³ Por referência à versão portuguesa.

Iremos, nos próximos parágrafos, analisar os problemas identificados, trabalhando com o caso concreto de edifícios destinados a hotelaria. Comecemos por compreender as especificidades do negócio hoteleiro, por referência ao livro *Avaliação Imobiliária*⁴ (2024) – cf. **Figura 1**.

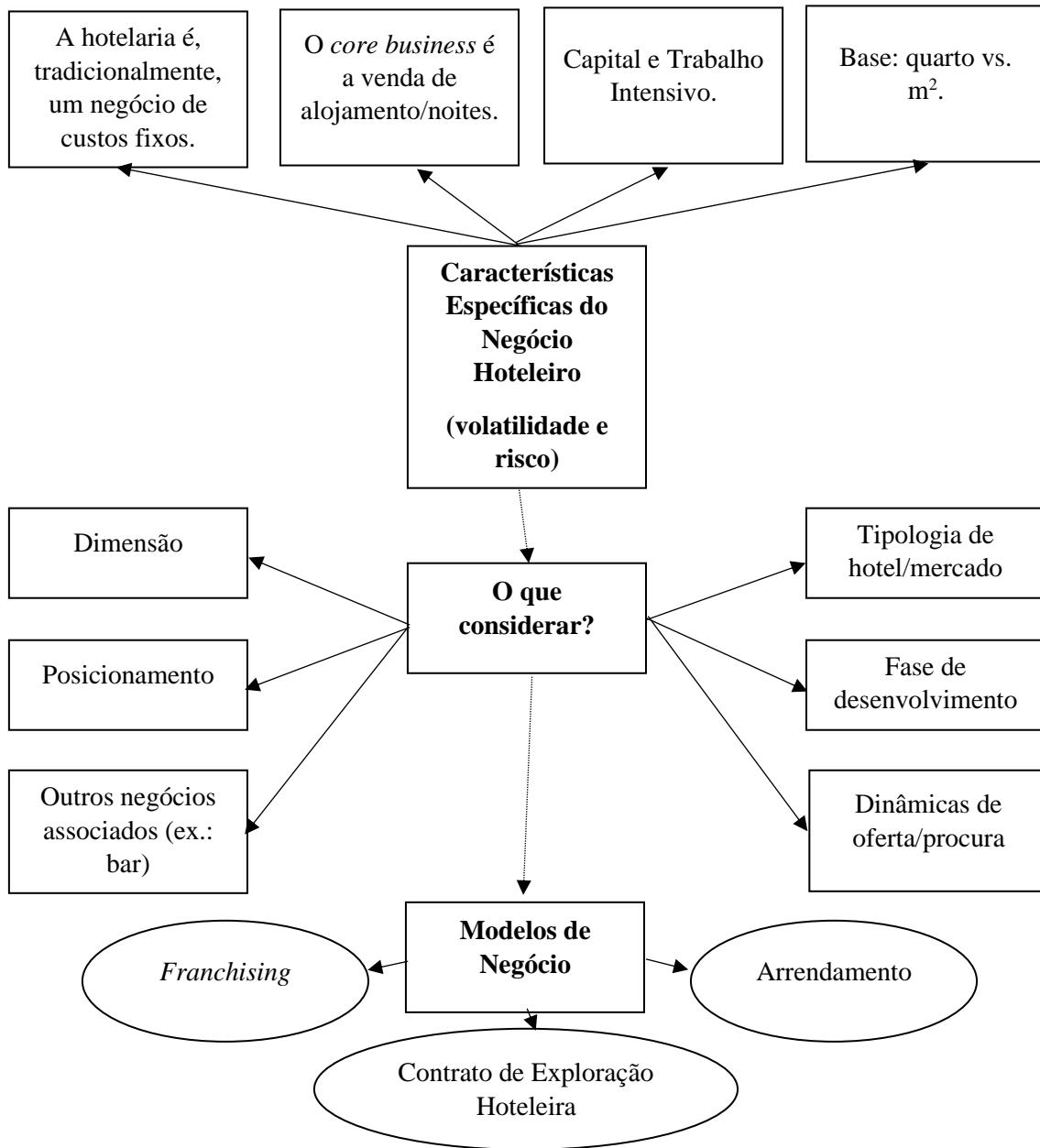


Figura 1: Especificidades da avaliação de hotéis

De acordo com a **Figura 1**, diferentes modelos de negócio no caso hoteleiro poderão ter um impacto distinto na avaliação. Resumimos, por isso, as principais características na **Tabela 1**.

⁴ Laia, A. N., & Fernandes, P. A., (2024). *Avaliação Imobiliária*. Lisboa: Texto Editores.

Tabela 1: Modelos de negócio em hotelaria e impacto na avaliação imobiliária – Laia & Fernandes (2024)

<i>Franchising</i>	Contrato de Exploração Hoteleira	Arrendamento
<p>Nesta relação, os operadores adquirem o direito de operar uma unidade hoteleira sob uma marca mediante o pagamento de taxas de franquia. Os contratos de <i>franchising</i> (assim como os de exploração) são habitualmente feitos com um horizonte de 15 a 25 anos, sendo que o custo associado pode variar de acordo com o interesse estratégico para a marca, ou mesmo com o volume de negócios esperado. Por exemplo, um modelo de <i>Franchising</i> pode passar pela seguinte estrutura de fees (calculada sobre as receitas de alojamento):</p> <p><i>Royalty Fee:</i> 4% a 5%</p> <p><i>Marketing Fee:</i> 2% a 5%</p> <p><i>Reservation Fee:</i> 1% a 1,5%</p> <p>Assim, o custo total de um contrato deste tipo estará em média entre os 8% e os 10% das receitas de alojamento.</p>	<p>Este modelo é o mais frequente entre operadores e proprietários. Os operadores gerem operacionalmente o hotel mediante o recebimento de uma taxa de gestão (<i>management fee</i>) e uma participação nos lucros operacionais (<i>Incentive fee</i>). Para os proprietários, este modelo oferece a <i>expertise</i> dos operadores e a possibilidade de alavancar a reputação da marca do operador. Para os operadores, proporciona uma oportunidade de expansão sem a necessidade de capital significativo (<i>asset light</i>), além de incentivos financeiros vinculados ao desempenho. Um modelo de contrato de exploração pode passar pela seguinte estrutura de fees:</p> <p><i>Management Fee:</i> 2% a 4% das receitas totais</p> <p><i>Incentive Fee:</i> 8% a 12% do GOP (<i>Gross Operating Profit – Resultado Bruto de Exploração</i>)</p>	<p>No modelo de Arrendamento o operador arrenda o espaço do hotel ao proprietário por uma quantia fixa (por vezes pode incluir uma componente variável com base nas receitas totais). O operador assume os riscos operacionais e a gestão do hotel, proporcionando ao proprietário um rendimento estável, transferindo-se as responsabilidades para o operador, e oferecendo-se ao proprietário uma previsibilidade financeira mais sólida. Para além da componente fixa, pode ser incluída uma componente variável, normalmente através de uma percentagem do volume de vendas. O valor associado ao arrendamento depende de vários fatores, mas como métrica de mercado, para nos ajudar a estimar, podemos considerar que a renda paga está muitas vezes entre os 60% e os 70% dos resultados esperados de um hotel.</p>

As implicações de cada um dos modelos de negócio descritos na tabela anterior (em que se procurou dar maior ênfase aos aspectos financeiros) traduzir-se-ão num impacto distinto em termos de avaliação⁵. Desde um contrato de arrendamento com uma renda única associada (com ou sem crescimento), em que se poderá recorrer ao modelo da *yield* ou *cap rate*, a casos mais complexos relacionados com contratos de exploração em que seja necessário elaborar um mapa de fluxos de caixa detalhados (situação mais corrente e recomendada), o valor do negócio pode variar substancialmente. Esta volatilidade pode também estar associada a variações nos próprios *inputs*, como as diárias praticadas ou a taxa de ocupação. Note-se que, em última instância, um imóvel concebido para um uso específico e de difícil conversão para outro uso pode absorver (em termos de volatilidade do valor) a volatilidade do negócio nele instalado, pelo que será muito importante considerar este tema na avaliação.

Consequentemente, poderemos ter casos em que o valor do negócio instalado no imóvel (correspondendo ao seu maior e melhor uso) e utilizado como *proxy* para o valor do imóvel, à luz do exposto anteriormente, possa ser superior ao valor do imóvel devoluto. Importa, por isso, distinguir a parte do valor que corresponde diretamente ao negócio (de um ponto de vista puramente operacional) da parte que possa dizer respeito ao valor de uma marca, se existir, associada à exploração e ainda do valor do próprio imóvel, se deste puder ser diferenciado.

O *goodwill* pode ser definido como um conjunto de “benefícios económicos futuros resultantes de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (NCRF 14⁶). Esta definição é também transposta para as *European Business Valuation Standards* (EBVS) 2020, acrescentando-se que “o *goodwill* associado a uma atividade empresarial é incluído no preço de transação dessa atividade e é transferido quando a mesma é vendida.” (EBVS 2020¹, p.212). Apresenta-se um esquema gráfico do *goodwill* baseado em Neves (2007)⁷ – cf. **Figura 2**. Os conceitos aqui apresentados encontram-se alinhados com as IVS 2025, que entrarão em vigor a 1 de janeiro de 2025 – cf. IVS 210 (“*Intangible Assets*”).

⁵ Apresentámos aqui os principais modelos de negócio e o seu impacto na avaliação imobiliária. Isto não impede, nem substitui, outras opções de exploração, como as *joint ventures*.

⁶ A definição que aqui apresentamos é a que consta da Norma Contabilística de Relato Financeiro (NCRF) 14 e que está de acordo com a norma internacional *International Financial Reporting Standard* (IFRS 3).

⁷ Neves, J. C. (2007). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa: Texto Editores.

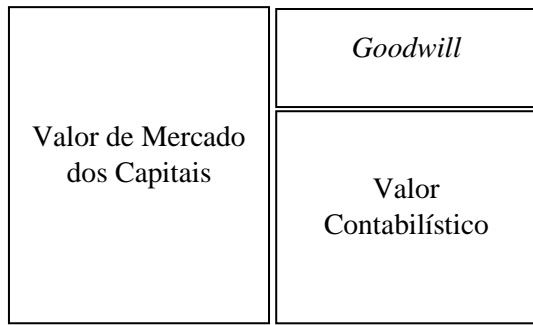


Figura 2: Esquema gráfico goodwill

Importa ressalvar que se assumiu que o negócio instalado no imóvel corresponde ao seu maior e melhor uso⁸. Este pressuposto, embora condicionante, não invalida utilizações alternativas (por exemplo, converter um hotel num edifício residencial), que devem ser analisadas pelo avaliador (e, num sentido mais lato, pelo próprio investidor). Para além disso, alertamos para o facto de que no investimento imobiliário direto, em que as rendas são usualmente antecipadas, as Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) normalmente não se levantam. Contudo, no âmbito das *trade related properties* (imóveis com um negócio associado, como hotéis), estas deveriam ser consideradas.

A avaliação das *trade related properties* motivou vários estudos ao longo dos anos, desde logo, pela dificuldade na valorização do *goodwill* (Dunse & Hutchison, 2004⁹). Estes autores concluíram que a avaliação de hotéis partia de modelos explícitos de fluxos de caixa atualizados, sendo os resultados comparados com uma avaliação pelo método comparativo, via múltiplos (Dunse & Hutchison, 2004). Adicionalmente, pode levantar-se a questão do horizonte temporal de análise, da vida útil do negócio, de eventuais investimentos de reabilitação e de cálculo do valor residual. Camilleri (2014¹⁰) aborda estas temáticas e propõe um método para cálculo dos múltiplos a utilizar na avaliação). Um artigo publicado no *RICS Property Journal* em 2017 complementa as abordagens anteriores e levanta um conjunto amplo de questões relacionadas

⁸ A este propósito, pode ainda discutir-se as implicações em termos de custo de oportunidade do capital. Não sendo esse o objetivo específico deste artigo, importa mencionar que no caso das *trade related properties*, que valem em função do negócio instalado, pressupondo que não é possível qualquer uso alternativo ao atual e que, para simplificação do raciocínio, se trata de um negócio/empresa cotada, então, nesta situação, pode calcular-se o beta e aplicar-se o *CAPM* para determinação da taxa de atualização a utilizar no *discounted cash flow*. Remetemos para Laia & Fernandes (2024) para uma discussão mais aprofundada acerca do custo de capital na avaliação imobiliária.

⁹

Dunse, N. A., & Hutchison, N. E. (2004). Trade-related valuations and the treatment of goodwill. *Journal of Property Investment and Finance*, 236-258.

¹⁰

Camilleri, D. (2014). Hotel valuations earning multipliers – terminal value: Malta's scenario. *Journal of Property Investment and Finance*, 212-241.

com a avaliação desta tipologia de ativos, afirmando que o avaliador deve ser competente e conhecer as normas contabilísticas aplicáveis (Thomson, 2017¹¹).

Coloca-se, então, a questão de compreender como podemos diferenciar o valor do imóvel do valor do negócio. Para tal, sugerimos algumas abordagens, que podem ser utilizadas de forma complementar:

1. Para estimar o valor do negócio (e de acordo com as EBVS 2020 e com o *Red Book*), devemos considerar os dados contabilísticos e financeiros do mesmo, incluindo o impacto de uma eventual marca, transacionável, assumindo o uso continuado, no pressuposto de que esse será o uso que corresponde à maior e melhor utilização do imóvel. Contudo, o *Red Book* destaca a relevância de se separar o valor do negócio que pode ser gerado por um operador médio do valor criado por um operador específico, devendo apenas ser considerado o primeiro (este tópico é explorado no ponto seguinte);
2. Para estimar o valor do negócio, expurgado do valor da eventual marca (*goodwill*), neste caso, o valor do imóvel, e mantendo o pressuposto de que este é o maior e melhor uso, pode avaliar-se o negócio com dados médios de mercado. Por exemplo, no caso hoteleiro, pode trabalhar-se com a diária e com a taxa média de ocupação para aquela categoria de hotel na mesma localização, ao invés de se utilizar os dados específicos da unidade hoteleira em avaliação, que poderão estar influenciados pelo valor da marca. Aliás, o *Red Book* introduz os conceitos de “reasonably efficient operator” e de “fair maintainable operating profit”¹² para denominar um explorador/concessionário médio de mercado e um rendimento relacionado com o ativo a ser explorado por esse operador médio, expurgando-o de um eventual *goodwill*¹³;
3. Se for possível, pode recorrer-se também ao método comparativo, utilizando dados de imóveis comparáveis (de outras *trade related properties*, no mesmo negócio) recentemente transacionados no mercado para estimar o valor do imóvel;
4. Como recurso, pode ser utilizado também o método do custo para a determinação do valor do imóvel;
5. Na eventualidade de o negócio ter uma vida útil identificável, é relevante refletir acerca de eventuais custos de desmantelamento ou de término de negócio e do valor residual. Por exemplo, uma pedreira poderá ter um custo elevado para encerrar a atividade e se proceder à requalificação ambiental e paisagística do local;

¹¹ Thomson, B. (march/april, 2017). A going concern: Valuing trade-related property is a task for qualified specialists alone, cautions. *RICS Property Journal*, p. 24.

¹² Optámos pela apresentação dos termos originais.

¹³ Sugere-se, neste âmbito, a utilização do EBITDA calculado com dados médios de mercado.

6. Os casos aqui abordados dizem respeito a imóveis já construído e em exploração (uso continuado), todavia, é legítimo pensar neste tema no âmbito da promoção imobiliária, i.e., avaliação de um terreno pelo método residual (dinâmico) para construção de um imóvel com um uso específico. Pode também pensar-se no problema contabilístico de separação do valor do terreno (geralmente, não depreciable) do valor do imóvel (depreciable);
7. É prática corrente deduzir-se o valor do mobiliário e do equipamento (FFE) ao valor do imóvel calculado de acordo com negócio nele instalado, sobretudo, para efeitos relacionados com garantias ao financiamento. No entanto, alerte-se para o facto de, sem esses elementos, a capacidade de o negócio (e, por conseguinte, do imóvel) gerar rendimentos pode ficar comprometida.

Em suma, a análise de valor de um imóvel hoteleiro (e de uma *trade related property*, no geral) é um processo complexo que envolve a consideração de uma série de variáveis. Para além do valor do imóvel na ótica do custo (“*bricks and mortar*”), é fundamental avaliar seu desempenho operacional, a influência da sazonalidade, a localização estratégica, as tendências do mercado e o desempenho (e eficiência) da gestão. Esta análise requer um conhecimento especializado que combine conhecimentos de avaliação imobiliária com um profundo conhecimento do mercado, em particular, do mercado relevante para o negócio em questão. Utilizou-se, neste caso, o exemplo hoteleiro, mas este raciocínio é aplicável a outros negócios. A capacidade de integrar todos estes elementos é essencial para garantir uma avaliação precisa e fiável, que reflita o verdadeiro valor do imóvel, em especial, num cenário de mercado em permanente evolução (Laia & Fernandes, 2024).

Por último, e se o valor do negócio for inferior ao valor do imóvel (na ótica do custo), i.e., destruir valor?¹⁴ Neste caso, devemos refletir essa a destruição de valor na avaliação ou pensar num maior e melhor uso diferente daquele para o qual o imóvel foi originalmente concebido.

¹⁴ O tom academicamente provocatório desta pergunta visa refletir situações em que o negócio (utilização original) para o qual o imóvel foi concebido perde total ou parcialmente valor. Imagine-se um campo de futebol do clube desportivo de uma pequena vila que foi à falência ou uma alteração legislativa profunda nas normas de regulamentação da atividade hoteleira que obrigaria a uma reconfiguração das áreas de cada quarto. São casos extremos, mas quanto mais específico for a adaptação do imóvel ao uso, maior a dependência de valor desse uso. No limite, importa ponderar se existirá um novo *best use*.