

# 14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil

18, 19 e 20 de Setembro de 2014



## Estruturação de fundos de investimento imobiliários (FII) para o desenvolvimento de hotéis de negócio no Brasil: vantagens e desvantagens.

Ricardo Pimenta da Silva<sup>1</sup>, Eliane Monetti<sup>2</sup>, João da Rocha Lima Jr<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; Brasil; e-mail: pimenta@pi2.com.br

<sup>2</sup> Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; e-mail: eliane.monetti@usp.br

<sup>3</sup> Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; e-mail: rocha.lima@poli.usp.br

### RESUMO

O mercado hoteleiro no Brasil possui uma gama de empresários dos mais diversos setores que tem buscado diferentes formas de estruturar *funding* com o objetivo de desenvolver Hotéis de Negócio. O vasto número de empreendimentos hoteleiros em desenvolvimento no mercado, aliado à dificuldade de acesso e ao alto custo da tomada de crédito estimulou os empreendedores a estruturar o *funding* para seus empreendimentos hoteleiros, em sua maioria, com *equity*, na forma de venda de unidades habitacionais a investidores imobiliários pulverizados; na década de 80, pelos apart-hotéis e nos últimos 15 anos, pelos chamados condo-hotéis. O histórico negativo da comercialização dos apart-hotéis, devido à frustração das expectativas dos pequenos investidores pulverizados, associado a uma ampla oferta de condo-hotéis, a partir de ofertas públicas, sem a devida divulgação dos riscos para investidores não qualificados, levou os investidores e os empresários de Real Estate a discutir com os órgãos de classe sobre a legalidade dos contratos nos condo-hotéis. A partir de 2014, a CVM passou a aplicar sanções e regulamentações a um mercado que antes seguia as leis de incorporação e o código civil para as regras de divulgação. É neste ambiente da hotelaria de negócio que apresentaremos as vantagens e desvantagens para os empreendedores, na utilização dos Fundos de Investimentos Imobiliários, como alternativa de *equity* para investidores imobiliários pulverizados.

**Palavras-chave:** Fundos de Investimento Imobiliário, Real Estate, *Funding*, *Equity*, Hotéis de Negócio.

# 14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil

18, 19 e 20 de Setembro de 2014



## **The use of real estate investment funds (Fundo de Investimento Imobiliário – FII) for developing business hotels in Brazil: advantages and disadvantages**

The hotel market in Brazil has a range of entrepreneurs from various sectors who have sought different ways of structuring funding with the aim of developing business hotels. The vast number of hotel projects being built recently, coupled with difficult access and high cost of loan which has encouraged entrepreneurs to structure the funding for their hotel projects mostly with equity selling the atomized units to real estate investors, as apart-hotels in the 80s and the so called condo-hotels in the last 15 years. The negative image linked to the apart-hotels due to the frustration of the expectations small investors pulverized along with a great supply of condo-hotels in public offerings without proper disclosure of risks to retail investors, led them and entrepreneurs to discuss with real estate professional bodies on the legality of the contracts adopted for condo-hotels. Since 2014, the CVM has been imposing sanctions and regulations in the market that was priority following the laws for developments and the civil code for risk disclosure. It is in the hospitality business environment that the advantages and disadvantages for entrepreneurs with the use of Real Estate Investment Funds (Fundo de Investimento Imobiliário – FII) will be presented as an alternative to pulverized equity real estate investors.

**Keywords:** Real Estate Investment Funds (Fundo de Investimento Imobiliário – FII), Real Estate, funding, Equity, Business Hotels.

## 1. INTRODUÇÃO E JUSTIFICATIVA

Os empreendimentos comerciais de base imobiliária voltados para atividade hoteleira estão em amplo desenvolvimento, sendo que até 2015 no Brasil são previstas 26.626 novas UHs<sup>1</sup> (FOHB, HOTEL INVEST e SENAC, 2013). A concepção de muitos hotéis do mercado inicia-se sem que ocorra, previamente, a definição da filosofia do empreendimento, muitas vezes a partir da propriedade de um terreno numa localização privilegiada, no qual se pretenda construir um prédio e mobiliá-lo (Belli 1998).

Segundo artigo 23 da Lei nº 11.771/2008, os meios de hospedagem em termos gerais são:

“Consideram-se meios de hospedagem os empreendimentos ou estabelecimentos, independentemente de sua forma de constituição, destinados a prestar serviços de alojamento temporário, ofertados em unidades de frequência individual e de uso exclusivo do hóspede, bem como outros serviços necessários aos usuários, denominados de serviços de hospedagem, mediante adoção de instrumento contratual, tácito ou expresso, e cobrança de diária”.

O Ministério do Turismo (MTur), a partir do Sistema Brasileiro de Classificação de Meios de Hospedagem de 2010, define e classifica as atividades hoteleiras para os diferentes tipos de empreendimentos em Hotel, Resort, Hotel Fazenda, Cama & Café, Hotel Histórico, Pousada e Flat/Apart-Hotel.

Para que o foco de nosso estudo seja estabelecido, é importante entender que o turismo pode ser separado em turismo de lazer e turismo de negócios. Para tanto, o mercado de hotelaria se adaptou criando uma segmentação hoteleira voltada aos hóspedes que estão em viagem de negócios: os hotéis de negócios, que podem ser qualificados como sendo o meio de hospedagem que reúne as facilidades necessárias ao abrigo de pessoas em deslocamento resultante de sua atividade econômica (Wanderley 2004).

A falta de alternativas de financiamentos adequados aos ciclos de implantação segundo o SECOVI (2012) faz com que a maioria<sup>2</sup> dos empreendimentos hoje em implantação, ao contrário do que acontece em outros países do mundo que utilizam recursos de empréstimos advindos de instituições financeiras ou órgãos governamentais, tem sua fonte de financiamento integralmente provida por meio de capital de investidores que é aportado por compradores das unidades de cotas de fundos ou cotas sociais.

São diversas as maneiras de viabilização de empreendimentos hoteleiros por meio de mercado de investidores particulares sendo que os mais frequentes segundo o SECOVI são:

- Incorporação e venda das unidades habitacionais a investidores imobiliários pulverizados;
- Constituição de Fundos de Investimentos Imobiliários (FII);

---

<sup>1</sup> Segundo a Deliberação Normativa n. 429 (EMBRATUR, 2002), entende-se por Unidade Habitacional (UH) o espaço, atingível a partir das áreas principais de circulação comuns do estabelecimento, destinado à utilização pelo hóspede, para seu bem-estar, higiene e repouso.

<sup>2</sup> Dos 422 empreendimentos que estão em construção hoje no Brasil, que devem estar prontos e concluídos, todos eles, até o ano de 2016, aproximadamente 300 são condo-hotéis. (MARINO NETO, JE et al., 2014)

Os hotéis incorporados, pela venda das unidades individuais hoteleiras, por meio de uma oferta pública, com contratos de administração já vinculados<sup>3</sup> a um operador hoteleiro<sup>4</sup> no mercado levam o nome usual de Condo-hotéis e a partir do Manual de melhores praticas de investidores pulverizados do SECOVI (2012) foram chamados de Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados HIIP.

Sendo assim, com a grande oferta pública de UH voltadas aos investidores pulverizados, objetivando retornos financeiros, a pequenos investidores (não qualificados) levou a uma serie de questionamentos dos investidores, sobre as ofertas e as regulamentações do mercado aos órgãos reguladores deste tipo de empreendimentos até o momento: SECOVI (Sindicato da Habitação) e PROCON (Fundação de Proteção e Defesa do Consumidor) (Marino Neto, JE et al., 2014).

Discussões sobre a sustentação dos retornos ofertados, nas ofertas públicas dos empreendimentos, por meio das operações hoteleiras para os empreendimentos de condo-hotéis, já existia no mercado por parte do meio acadêmico e por muitos profissionais do mercado mobiliário, nacional e internacionalmente, explicitando as semelhanças destes investimentos aos Fundos de Investimentos Imobiliários, mas sem a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A partir das solicitações dos investidores de empreendimentos em operação e em desenvolvimento e de profissionais do mercado objetivando garantias para a qualidade dos investimentos e avaliações sobre os produtos ofertados, a CVM passou a estudar o mercado de condo-hotéis e, a partir de 2013, passou a fomentar junto aos órgãos reguladores deste mercado discussões sobre as formas de regular as ofertas e auxiliar a geração de produtos mobiliários de base imobiliária que estejam dentro dos padrões das especificações destas ofertas. Efetivamente no primeiro semestre de 2014, a CVM começou a participar das regulamentações deste mercado, notificando 50 empreendimentos de condo-hotéis para que os mesmos se manifestassem, sobre as ofertas públicas dos investimentos coletivos, causando dúvidas aos profissionais de Real Estate.

Motivado pelo panorama do mercado, o presente artigo visa a contribuir com as empresas de Real Estate, no entendimento da estruturação de *funding*<sup>5</sup> por meio dos Fundos de Investimentos Imobiliários voltados a hotéis de negócios, apontando as vantagens e as desvantagens para a criação destes. Este artigo tem a intenção de analisar os FII do ponto de vista dos empreendedores que estão interessados em desenvolver empreendimentos com captação por meio de Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados.

---

<sup>3</sup> As unidades adquiridas já ficam vinculadas a um contrato que determina que estas não poderão ser habitadas pelo proprietário e este já vincula sua unidade a operação regular do hotel não podendo ser retiradas do *pool* (sistema unificado de proprietários que congregam suas unidades habitacionais, com objetivo explora-las conjuntamente, de modo uniforme e homogêneo, por meio de uma administradora hoteleira, compartilhando seus lucros ou prejuízos).

<sup>4</sup> O operador hoteleiro é a empresa que quando contratada na fase de incorporação hoteleira é responsável pela determinação das diretrizes de produto para implantação com foco na melhor operação hoteleira e durante a fase de operação do hotel é o responsável pela administração operacional.

<sup>5</sup> “*funding*, equivalente à descrição da estrutura da equação de fundos para desenvolvimento de um negócio, na língua inglesa, pode representar, com eficácia, a expressão mais geral na língua portuguesa, representando um neologismo aceitável, já francamente disseminado” (ROCHA LIMA JUNIOR, 2004).

## 2. EMPREENDIMENTOS COMERCIAIS VOLTADOS A HOTÉIS DE NEGÓCIOS

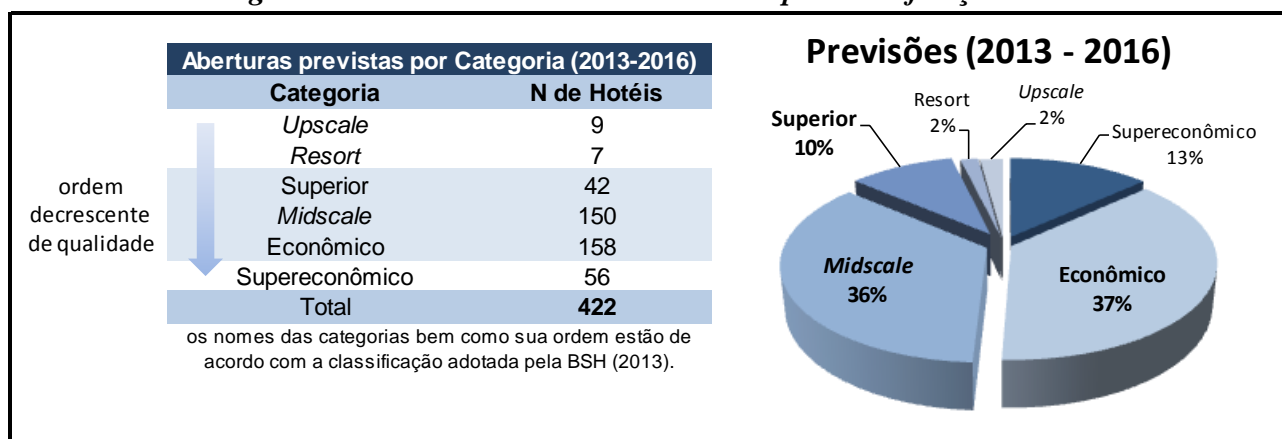
Devido ao fluxo econômico brasileiro e o alto número de viajantes de negócio nas cidades brasileiras, tanto nacional como internacionalmente, o produto de hotel de negócios é foco da maioria dos empreendimentos que estão sendo colocados no mercado.

Segundo Andrade (2000) apud Wanderley (2004), uma definição que se aproxima do mercado para o turismo de negócios é: “o conjunto de atividades de viagens, de hospedagem, de alimentação e de lazer praticado por quem viaja a negócios referentes aos diversos setores da atividade comercial ou industrial ou para conhecer mercados, estabelecer contatos, firmar convênios, treinar novas tecnologias, vender ou comprar bens e serviços”.

Atualmente no Brasil existem 422 empreendimentos hoteleiros em construção, que correspondem a investimentos de aproximadamente R\$12 bilhões, produzindo 70.531 novas unidades habitacionais, que devem entrar em operação até o ano de 2016 (BSH, 2013).

No mercado de hotéis de negócio a profissionalização e a padronização dos produtos é uma das qualidades requeridas pelos clientes, pois o hóspede de negócios busca uma identidade com o hotel que consome. Para tanto, as redes hoteleiras, procurando compreender as operações, no que diz respeito à localização, o fluxo do público e sua busca por produtos que ofereçam serviços ajustados ao seu binômio preço x qualidade, interferem desde a concepção e desenvolvimento dos empreendimentos, segmentando suas bandeiras<sup>6</sup> de hotéis de negócio, entre as qualidades econômico, *midscale* e superior (segundo classificação da BSH). A Figura 1 a seguir ilustra como as diferentes categorias, segundo classificação da BSH, estarão distribuídas, dentro das aberturas que seguirão até 2016.

**Figura 1: Previsões de aberturas de hotéis por classificação até 2016**



Fonte: Adaptado de BSH (2013) p.13

Podemos ver pela segmentação dos projetos apontados na Figura 1 que existe uma grande concentração dos empreendimentos das classes econômico, *midscale* e superior, aproximadamente 83% dos hotéis programados para abrirem até 2016.

<sup>6</sup> Chama-se de bandeira hoteleira a marca dos hotéis divulgadas no mercado. (Ex.: Operadora: ACCOR – Bandeira: IBIS; Operadora: Atlântica – Bandeira: Quality)

Usualmente, na hotelaria de negócios, a opção estratégica das grandes operadoras é ser prestadora dos serviços de gerenciamento do hotel, havendo uma separação entre a propriedade do imóvel e a gestão do negócio (BNDES, 2005).

Os hotéis possuem ciclos longos desde a implantação, que demanda de 2 a 3 anos (Marino Neto, JE et al., 2014a) até atingir o prazo de *payback nominal*<sup>7</sup> dos investimentos, por volta de 3 a 8 anos de operação (BNDES, 2005), prazo esse em que as instalações e infraestrutura precisam de investimentos regulares em modernização e manutenção, para que a sua participação no mercado seja assegurada ou expandida. Segundo o FOHB (2013) os hotéis necessitam compor um Fundo para Reposição de Ativos (FRA), utilizado para realizar os investimentos durante o ciclo operacional, parametrizado inicialmente de 1% a 5% de seu faturamento bruto e a partir do quinto ano permanece por volta de 5%. A cada 10/12 anos o hotel deve passar por grandes reformas estruturais (*retrofit*), de forma geral, com investimentos da ordem de 20% a 30% de seu investimento inicial (BNDES, 2005).

Devido ao ciclo de implantação ser de 2 a 3 anos, os riscos associados a mudanças da conjuntura econômica devem ser levados em conta no desenvolvimento dos projetos, principalmente em países em desenvolvimento.

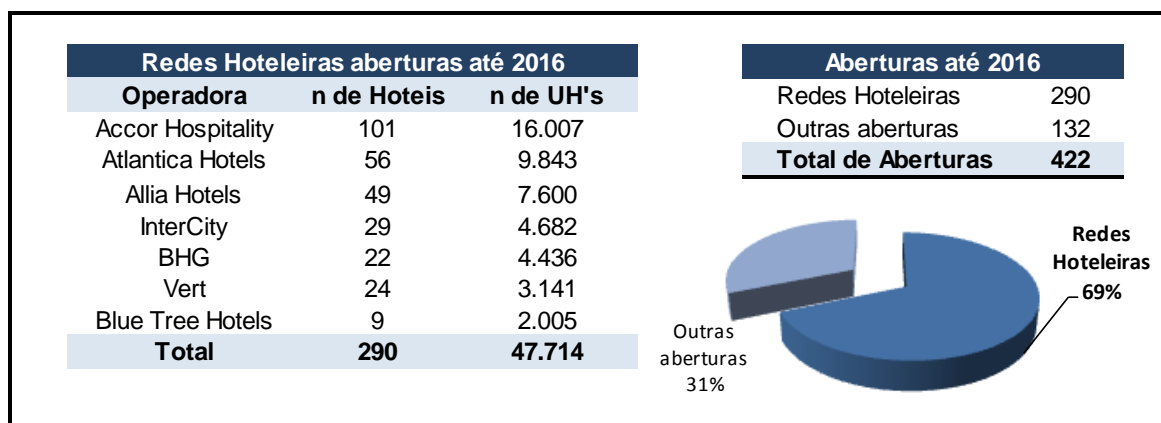
Como os custos com a administração operacional dos ativos tem valores significativos para a operação dos hotéis, é importante que profissionais experientes do mercado façam parte do desenvolvimento dos projetos. As negociações entre investidores e administradores (operadores) normalmente é anterior à definição do projeto. Grandes operadoras, detentoras das bandeiras hoteleiras conhecidas no mercado, fazem exigências para gerir os hotéis, estas devem ser atendidas ainda na fase de projeto de uma nova construção.

Pode-se entender que os empreendimentos de turismo de negócio, para que sejam geridos de forma profissional, tenham em seu corpo de desenvolvimento profissionais e/ou empresas que estejam aptas para o entendimento da operação.

Os hotéis de negócios tem alta dependência de suas localizações para a geração de seu fluxo de receitas futuras sendo natural a migração para o interior, em novos centros urbano-industriais (Wanderley, 2004) (BNDES, 2011), objetivando o atendimento às necessidades da região e de seus hóspedes.

---

<sup>7</sup> Payback é o prazo demandado para recuperação da capacidade de investimento.

**Figura 2: Previsões de aberturas das principais redes hoteleiras até 2016**

Fonte: Adaptado de BSH (2013) p.13

No Brasil existe uma baixa concentração dos hotéis nas grandes redes, sendo que as 20 maiores possuem por volta de 17% das unidades (HVS) em atividade no país, proporção que deve se inverter observado o panorama de inaugurações que se apresenta para os próximos anos. Dos 422 empreendimentos que estão programados para lançamento até 2016, aproximadamente 69% dos hotéis e 67% dos quartos estão sendo conceituados e desenvolvidos em conjunto com as principais redes hoteleiras (Fig. 2). Observa-se, portanto, uma profissionalização da atividade de desenvolvimento de projetos hoteleiros.

### 3. ESTRUTURAS DE FUNDING PARA HOTÉIS DE NEGÓCIO

Os hotéis compreendem a propriedade que pode ser classificada entre tangível e intangível. Segundo ROUBI (2004) a propriedade tangível consiste de imóveis e FFE (*Furniture, Fixtures, and Equipment* / Móveis, utensílios e equipamentos). Para os valores intangíveis consideram-se os custos de concepção, gestão de incorporação, o valor da marca, e ativos intangíveis residuais.

Foi entendido como em Gabriel; Alencar (2013) que as fontes de *funding* para os empreendimentos hoteleiros podem ser divididas em dois grupos: (1) como dívida: financiamentos bancários, debêntures ou securitização dos recebíveis de aluguéis como CRI<sup>8</sup> (Certificado de Recebíveis Imobiliários), (2) como *equity*<sup>9</sup>: aporte no empreendimento na forma de bens imóveis (especificamente, o(s) terreno(s) onde será construído o empreendimento), na forma de capital próprio do(s) empreendedor(es) ou parceiros (e sócios) no empreendimento ou a partir da constituição de Fundo de Investimento Imobiliário (FII);

Como não estamos abordando os empreendimentos em modelo de arrendamento da unidade hoteleira, o CRI não faz sentido, pois não existe nem pagamento de contraprestações de aquisição nem aluguel pelo imóvel que está se construindo. Existem muitas fontes de crédito no Brasil (BNDES, 2011), sendo que as principais direcionadas ao setor da hotelaria e turismo são os bancos oficiais: BNDES, Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco do Brasil (BB), Caixa

<sup>8</sup> O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é um título de renda fixa baseado em créditos imobiliários (pagamentos de contraprestações de aquisição de bens imóveis ou de aluguéis), emitido por sociedades securitizadoras.

<sup>9</sup> Capital próprio.

Econômica Federal e Banco da Amazônia (Basa). Os três primeiros contam com recursos provenientes dos fundos constitucionais de financiamento: FNE, FNO e FCO, respectivamente destinados às regiões Nordeste, Norte e Centro-Oeste. Além disso, considerando que os aportes para um empreendimento desta natureza são expressivos, é mais adequado o uso do FII como proprietário direto do empreendimento.

Mesmo considerando-se as diversas fontes de crédito, Marino Neto et al.(2014) comenta que o capital no país é de difícil acesso e caro e quando da necessidade de refinanciamentos ou aumento de capital de giro por alguma perda operacional, o processo é complexo além de exigir mais garantias, o que por muitas vezes inviabiliza as operações. Nos Estados Unidos, as operações de tomada de empréstimos adicionais são facilitadas pelo processo de incremento na hipoteca, com o projeto sendo a única garantia do financiamento que, em caso de impossibilidade de quitação, o negócio se transfere para o banco.

Os hotéis no Brasil são implantados, na sua maioria, com capital próprio. Por essa razão os incorporadores hoteleiros, à luz da lei nº 4.591, encontraram maneiras de pulverizar esses investimentos valendo-se da estruturação de apart-hotéis na década de 80 e nos últimos 15 anos intensivamente com os condo-hotéis (Marino Neto et al., 2014).

Em vista do exposto, o objetivo deste artigo é discutir as vantagens e desvantagens de emprego de investidores imobiliários pulverizados por meio da estruturação de FII para *funding* para implantação de empreendimentos hoteleiros.

#### **4. INCORPORAÇÃO E VENDA DAS UNIDADES HABITACIONAIS HOTELEIRAS A INVESTIDORES IMOBILIÁRIOS PULVERIZADOS**

A atividade de incorporação e venda de unidades habitacionais hoteleiras a investidores imobiliários pulverizados, consiste na venda antecipada de apartamentos de um edifício que, quando pronto, tem a finalidade de operar a atividade de hotelaria, sendo, portanto, a forma pela qual o incorporador promove a captação dos recursos necessários à implantação do empreendimento.

Segundo Barreto (2012), essa atividade da incorporação tem suas normas fundamentadas tanto na lei nº 4.591, promulgada em 1964, que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias, como no Código de Defesa do Consumidor (CDC) e no Direito Imobiliário que regem as unidades hoteleiras.

O entendimento pleno das regras e leis que regem a atividade de incorporação imobiliária tem por objetivo oferecer ao comprador (investidor) a devida segurança e condições para adquirir um bem imóvel em construção. Para estes empreendimentos, o contrato de incorporação, segundo Cotrim Neto (in Barreto, 2012, p. 17), será aquele pelo qual se promete vender (ou se vende) fração ideal de terreno com vinculação à unidade autônoma de edificação por construir, sob regime condominial, um projeto de construção que a autoridade administrativa aprovará, com memorial descritivo e que será arquivado no Registro de Imóveis.

Segundo BNDES (2005), no início da década de 80 a solução dos incorporadores para um mercado de construção com falta de financiamentos foi a criação do produto apart-hotel, que possuía características de um imóvel comercial para fins de locação, sendo estes colocados em *pool* ou locados individualmente, que atraiu pequenos e médios investidores pulverizados.



As expectativas otimistas quanto à remuneração esperada para os investimentos dos pequenos investidores pulverizados, acostumados a investir em imóveis residenciais no mercado de locação tradicional (de longas estadias), que apostaram no mercado de apart-hotéis, sem considerar que sua finalidade comercial competia diretamente com hotéis, cuja demanda está vinculada à necessidade de hospedagem e não à comercialização de imóveis comerciais (BNDES, 2005) (Marino Neto et al, 2014b).

O histórico dos apart-hotéis gerou um reflexo negativo (Marino Neto et al, 2014b) no setor imobiliário que fazia a prospecção por pequenos investidores. Os resultados almejados para estes novos investidores, que adquiriram as unidades residenciais e passaram a almejar resultados comerciais (quando eram colocadas no *pool*), foi muito inferior ao esperado, pois suas unidades não somente sofriam influência do mercado imobiliário de locação tradicional, mas eram concorrentes diretas nas unidades hoteleiras disponíveis. Estes resultados acabaram por contaminar o mercado hoteleiro, causando uma queda nas taxas de ocupação pelo excesso de oferta, o que resultou numa redução generalizada nas diárias, muitas vezes demandando novos investimentos para manter suas operações ativas.

Os incorporadores, com a escassez de recursos para o desenvolvimento dos empreendimentos hoteleiros e com a necessidade de dividir seus riscos com outros investidores, vislumbrando um mercado com potencial de pleno crescimento já que o parque hoteleiro encontrava-se desatualizado para as necessidades do mercado globalizado e carente de produtos hoteleiros de qualidade, buscaram uma nova solução para a estruturação de seus projetos hoteleiros, os *condo-hotéis*.

Atualmente no Brasil existem 422 empreendimentos em construção que devem entrar em operação até o ano de 2016 (BSH 2013), totalizando aproximadamente R\$12 bilhões em investimentos. Destes, 300 estão estruturando sua captação de fundos por *equity* na forma de dinheiro, captado a partir da comercialização das unidades habitacionais pulverizadas, pelos contratos de compra e venda, em *condo-hotéis* (Marino Neto et al., 2014). Não cabe neste artigo discutir a parceria comercial com os proprietários dos terrenos, portanto adotar-se-á que os terrenos são adquiridos (comprados) para a realização dos empreendimentos.

Os maiores pontos de debate sobre este tipo de empreendimento é sobre a caracterização do produto unidade habitacional comercial individualizada e autônoma, divulgada por meio de oferta pública (para investidor sem determinação de qualificação), que são adquiridas a partir de contratos que as vinculam obrigatoriamente ao *pool* hoteleiro, tendo assim sua finalidade única e exclusivamente voltada para a atividade comercial de hotelaria, na qual os riscos recaem sobre os investidores<sup>10</sup>. Nestes produtos concebidos com base imobiliária, o ponto de conflito ocorre exatamente porque a regulamentação exige a divulgação dos riscos inerentes a este produto, para investidores de varejo (não qualificados), sendo assumido pela CVM que estas operações de base imobiliária podem ter características, a depender da forma de comercialização, configurando-se como ativos de base mobiliária<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Cabe aqui ressaltar que caso houvesse contrato de arrendamento para uma operadora hoteleira, a operação poderia ser financiada por um CRI e grande parte dos riscos seriam assumidos pela operadora hoteleira.

<sup>11</sup> O artigo 2º da Lei 6.385/76 foi alterado pela Lei 10.303/01 e passou a dizer que: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Segundo Marino Neto, JE et al. (2014a) estas operações de condo-hotéis já não podiam ser realizadas nos Estados Unidos sem aprovação da SEC (Securities Exchange Commission), órgão regulador do mercado Norte Americano, semelhante a nossa CVM, pois estes empreendimentos seriam caracterizados como *Security*<sup>12</sup>, já que a companhia Hoteleira, responsável pela administração do empreendimento, não seria locatária (não se trata de arrendamento), não sendo tomadora do risco. Ela é uma administradora de uma sociedade criada por terceiros para terceiros.

Sendo assim, a CVM passou a intervir nos empreendimentos em projeto, tendo notificado cerca de 50 projetos, para que se manifestassem sobre suas ofertas públicas e seus investidores.

Em abril de 2014, a CVM, nos Editais de Audiência pública (CVM/SDM Nº. 03 E 04) discutiu a proposta de requalificação dos tipos investidores dos fundos de investimento.

A qualificação dos investidores tende a profissionalizar o mercado, de forma que estes empreendimentos sejam comercializados a investidores qualificados, mais aptos a reconhecerem seus aspectos de risco. Segundo Newman (2008), a clara divulgação das situações de exposição ao risco é um grande princípio subjacente à lei de valores mobiliários.

Assim, os empreendedores dos condo-hotéis, que antes atendiam exclusivamente às leis de incorporação imobiliária para a concepção de seus empreendimentos e suas ofertas reguladas pelo PROCON passam agora a respeitar as diretrizes de um órgão que tende a limitar a oferta desse tipo de empreendimento para investidores qualificados (que já possuam mais de R\$1 milhão de reais em investimentos) ou a investidores que comprem mais de R\$1 milhão de reais de opções nesses empreendimentos. Portanto, a pulverização que tinha por objetivo alcançar um investidor menos qualificado (investidor de varejo) tende a se concentrar em outro investidor, contrariamente aos princípios que originalmente nortearam esse tipo de produto.

## **5. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS, SUAS VANTAGENS E DESVANTAGENS**

Um fundo de investimento imobiliário, conforme definição expressa no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), “é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. É constituído sob a forma de condomínio fechado, onde o resgate de quotas não é permitido”. Os FII foram regulamentados por meio da Lei 8.668/93 e da Instrução 205/94 da CVM.

Segundo Cesari (2009), os FII são veículos de investimento regulamentados que: “dão a pequenos e médios investidores a oportunidade de se unirem e aplicarem seus recursos financeiros no desenvolvimento ou na compra de imóveis de grande porte”.

Os empreendimentos hoteleiros no exterior utilizam amplamente instrumentos semelhantes aos FIIs como alternativa de *funding*, enquanto no Brasil, a maior parte dos FIIs, têm destinado seus recursos a outros segmentos imobiliários (BNDES, 2005). Os principais focos de atuação desses

---

<sup>12</sup> São cinco componentes que definem a *Security*: (1) investimento em dinheiro, (2) realizado por investidor em função de capacitação pública de recursos, (3) para fornecer capital a um empreendimento, (4) que ele não tem gerencia direta, (5) mas que espera obter ganho (Leães in Marino Neto, JE et al).

fundos são os segmentos comerciais, de varejo (no qual se destacam os shopping centers) e logístico.

Na estruturação de um FII, o estruturador deve criar os registros que são o principal instrumento de concretização da política de divulgação de informações (*disclosure*<sup>13</sup>) (Carvalho, 2012). Segundo Carvalho (2012) os registros normatizados pela CVM, no que concerne à autorização para a constituição dos FII, são um meio de se proceder à ampla divulgação de informação ao público.

Como Marino Neto (2014a) descreve, o prospecto dos fundos de investimento são peças robustas, contendo até 700 páginas, que o investidor normalmente se vê desencorajado de ler para entender o negócio. O conceito deste prospecto vem principalmente do mercado norte-americano e do mercado inglês, constituindo-se como um documento de defesa para o emissor Marino Neto, JE et al, 2014b.

Quanto à tributação, os FII podem ser uma alternativa aos HIIP pois, a partir de 50 cotistas, os investidores pessoa física que possuem menos que 10% das cotas do FII são isentos de tributações sobre as receitas, embora não se saiba até quando esta regra será mantida. A tributação sobre os ganhos financeiros auferidos na venda das cotas quando existe valorização é da classe de 20%.

Na última configuração analisada, o FII atua como proprietário direto do imóvel, onde o gestor administrador do fundo segundo CVM (2012):

- I- Seleciona os bens e direitos que irão compor o patrimônio do FII;
- II- Providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis;
- III- Controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo;
- IV- Distribuir ou repassar os rendimentos devidos aos cotistas;
- V- Receber valores em nome do FII; e
- VI- Custear as despesas de publicidade, exceto as despesas de propaganda em período de distribuição de cotas.

Os recursos dos investidores captados no mercado são investidos no desenvolvimento do imóvel (ou sua compra depois de pronto). O empreendedor que desenvolve o imóvel frequentemente atua como “consultor imobiliário” e/ou “gestor do fundo de investimento”. Considera-se esta a opção mais atrativa para imóveis de grande porte, pois o investimento é partilhado entre os cotistas (assim como seus rendimentos e prejuízos naturalmente) e, como esses cotistas têm a oportunidade de investir em imóveis contando com gestores qualificados, conhecedores do setor imobiliário, a captação de recursos é feita com facilidade (Gabriel; Alencar, 2013).

Existem 233<sup>14</sup> fundos de investimentos imobiliários inscritos na CVM, totalizando um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 55 bilhões (associar a data a este montante). Entre seus administradores encontram-se distribuidoras de títulos e valores mobiliários e bancos como Caixa Econômica Federal, Credit Suisse, Rio Bravo, BTG Pactual e Opportunity, Votorantim.

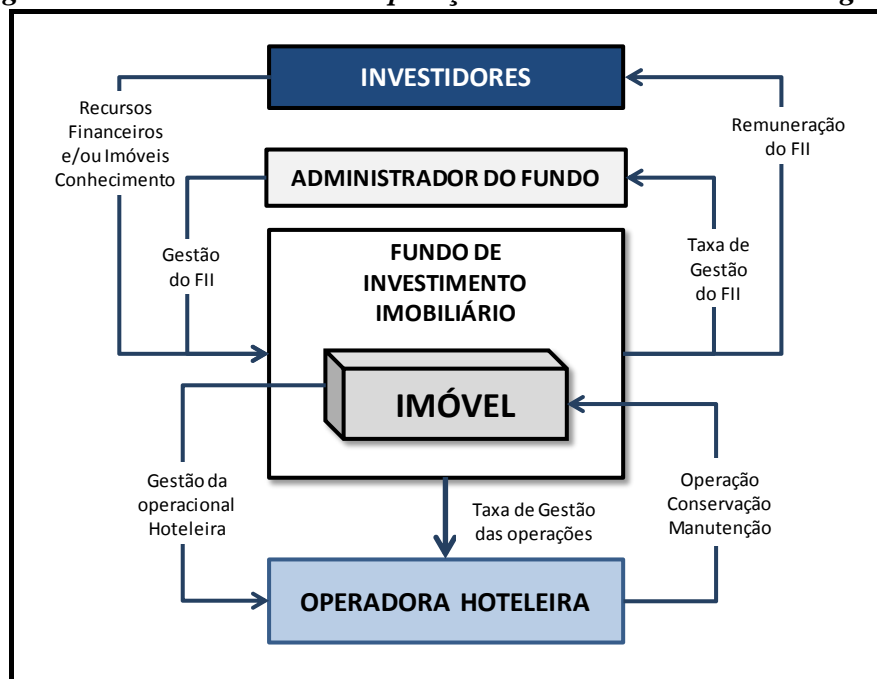
---

<sup>13</sup> “em suma, trata a política do *disclosure* da obrigatoriedade de as companhias disponibilizarem informações precisas e concretas acerca dos valores mobiliários emitidos no mercado e de sua situação econômico-financeira, seja quando da abertura de seu capital, seja quando da oferta pública de valores mobiliários” (Cf. DUBEUX, J. R. in Carvalho, 2012, p.35)

<sup>14</sup> Cadastro de Patrimônio Líquido de Fundos de Investimento Imobiliário  
<<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPública/ListaPLFII/CPúblicaListaPLFII.aspx>>

A estruturação de um FII para captação e operação de um hotel de negócios está esquematizada na Figura 3.

**Figura 3: Estrutura básica de operação de um FII de Hotel de Negócios**



*Fonte: Autor adaptado de Gabriel e Alencar (2013) p.16*

Do ponto de vista do estruturador os FII para os Hotéis de Negócio pode-se observar:

#### **Vantagens:**

- A normatização da forma para a criação de um FII está consolidada, nos órgãos reguladores, o que é um ponto positivo na proteção dos empreendedores.
- Não há necessidade de aportes financeiros por parte do empreendedor.
- Possibilidade de comercialização de cotas de menor valor, maior pulverização dos ativos, possibilidade de maior capilaridade dentre os investidores.
- O imóvel já está dentro da estrutura mais eficiente, tributaria e financeiramente, para o investimento em empreendimentos de base imobiliária.
- Possibilidade de vantagem tributária por parte dos investidores.
- Facilidade (menor burocracia) na comercialização das cotas pelos investidores, por meio das corretoras.
- Possibilidade de diversificação do investimento. O cotista do FII ao invés de ser proprietário de algumas UH centralizadas em poucos hotéis, é dono de partes menores de patrimônios muito maiores. Diversificando, diluindo os riscos inerentes a cada negócio.
- Administração qualificada: os gestores do fundo são especializados e atuam ativamente desde a identificação da oportunidade, passando pela supervisão dos ativos.
- No longo prazo, a posição dos FII para HIIP deve se apresentar como uma ferramenta de *equity* amplamente utilizada e regulamentada pelo mercado.

**Desvantagens:**

- A partir da formação do FII o empreendedor não é mais o “proprietário” do imóvel, o que para alguns os empreendedores pode ser fator impeditivo.
- Para que o impacto financeiro da emissão do FII não seja acentuado no projeto, as captações de recursos devem objetivar projetos de grande porte (este fator pode não se configurar como uma real desvantagem devido ao tamanho dos empreendimentos hoteleiros).
- A perda da característica da posse do bem do imóvel. Os investidores, acostumados a adquirir imóveis como forma de renda, podem se sentir desprotegidos.
- A comercialização por meio dos corretores de imóveis, tradicionais intervenientes na divulgação destes produtos, pode não ser mais considerada (o mercado está discutindo mecanismos para a utilização destes).
- A recente participação da CVM nos processos de adequação dos projetos dos HIIP pode levar a alterações na legislação (no curto prazo).
- Desconhecimento por parte dos investidores dos impactos financeiros e do tempo demandado na implantação dos FII.

**6. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO**

A estruturação de *funding* dos empreendimentos de Hotelaria esteve focada até então em obedecer às regras dos órgãos reguladores das incorporações imobiliárias por ser este o meio de captação de *equity* para implantação de condo-hotéis ou Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados HIIP. Com as sanções e processos de controle da CVM, este mercado está passando por um momento de adequação ou alteração de processos e projetos para a estruturação dos meios de captação de recursos, seja adequando as ofertas públicas dos empreendimentos ou alterando a captação dos mesmos para utilização dos FII.

É possível observar que, pelo volume de projetos que se apresentam em execução e pelo histórico que é observado internacionalmente, principalmente nos Estados Unidos, a tendência de composição de *funding* por meio dos FII tende a ser uma forma operante no mercado dos meios de hospedagem.

Como se vê, as principais desvantagens dos FII estão relacionadas com a falta de conhecimento por parte dos estruturadores e dos investidores, a respeito das formas e regramentos, para a operação de comercialização das cotas e a respeito da volatilidade deste tipo de produto. O que se apresenta é uma crise de confiança quanto ao desenvolvimento e distribuição do produto FII para a hotelaria.

Quanto às vantagens que se apresentam em relação à captação de *funding* a partir de FII, pode-se verificar uma maior liquidez das cotas em relação ao ativo imobiliário UH, minimização da necessidade de capital por parte dos empreendedores, possibilidade de maior diversificação de ativos por parte dos investidores, possibilidade de estruturas tributárias e fiscais mais eficientes, administração qualificada, comercialização das cotas por canais menos burocráticos e a adequação da captação para uma ferramenta de *equity* que tende ser amplamente utilizada e regulamentada.

É importante notar que o fundo de investimento imobiliário para os hotéis de negócio é mais um ponto de qualificação dos investidores pulverizados dentro do mercado.

## 7. REFERÊNCIAS

BARRETO, T. R. *Incorporação imobiliária e o código de defesa do consumidor: a responsabilidade do fornecedor pelo vício e fato do produto*. Trabalho de Conclusão apresentado ao Centro Universitário de Brasília – UniCeub como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Direito. Orientador: Prof. Dr. Leonardo Roscoe Bessa. Brasília, 2012. 63 p.

BELLI, A. 1998. *Considerações Gerais sobre a viabilidade de empreendimentos hoteleiros*. Turismo em Análise. São Paulo, v.9, n.2, p.62-69, nov.

BNDES, 2005. *Setorial n. 22, Setor de Turismo no Brasil: Segmento de Hotelaria*. Rio de Janeiro, n., p. 111-150.

\_\_\_\_\_. 2011. *Setorial n. 33, Perspectivas da hotelaria no Brasil*. Rio de Janeiro, p. 5-42, set.

BRASIL. 1993. *Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências*. Diário Oficial da União, Brasília-DF, 25 jun. 1993. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8668.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm)>. Acesso em: 12 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. 1976. *Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Diário Oficial da União, 7 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6385.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. 2008. *Lei nº 11.771 de 17 de Setembro de 2008 Dispõe sobre a Política Nacional de Turismo, define as atribuições do Governo Federal no planejamento, desenvolvimento e estímulo ao setor turístico*; Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L11771.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L11771.htm)> Acesso em: 20 fev. 2014.

\_\_\_\_\_. 1964. *Lei nº 4.591 de 16 de dezembro de 1964. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias*. Brasília, 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4591.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4591.htm)> Acesso em: 20 fev. 2014.

BSH. 2013. *Investimentos no Brasil: Hotéis & Resorts - 2013*. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/Relat-rio-Investimentos-no-Brasil-2013---Final--1-.pdf>>. Acesso em: 28 mai. 2014

CARVALHO, T. L. de. 2012. *Fundo de Investimento Imobiliário: análise jurídica e econômica do sistema de publicidade de informações, das restrições operacionais e dos fatores de risco*. Dissertação de Mestrado em Direito apresentada ao Programa de Pós-Graduação stricto sensu em Direito da Universidade FUMEC, referente à linha de pesquisa “Regulação e Autonomia Privada”, da área de concentração “Instituições Sociais, Direito e Democracia”. Belo Horizonte. 186 p.

CESARI, G. 2009. *Flats e Fundos Imobiliários: A evolução dos investimentos hoteleiros por investidores individuais*. HVS Consulting and Valuation. Disponível em: <<http://www.hvs.com/Content/2893.pdf>> . Acesso em: 29 mai. 2014.

CVM. 2012. *Guia CVM do Investidor Fundos de Investimento Imobiliário, 2012*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

\_\_\_\_\_. 2014a. *Instrução CVM n.º. 409, de 18 de agosto de 2004*, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

\_\_\_\_\_. 2014b. *Instrução CVM n.º. 539, de 13 de novembro de 2013, que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos ao perfil do cliente*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

\_\_\_\_\_. 2014c. *Editais de audiência Pública CVM/SDM n.º. 03 E 04, DE 28.04.2014. Alterações e regras aplicáveis à qualificação de investidores e aos fundos de investimento*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

EMBRATUR – Instituto Brasileiro de Turismo. *Deliberação Normativa n. 429, de 23 de abril de 2002*. Disponível em: <<http://www.EMBRATUR.com.br>>. Acesso em: 01 jun. 2014.

FOHB, 2013. Fórum dos operadores hoteleiros do Brasil; HOTEL INVEST e SENAC, Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial. *Placar da Hotelaria 2015: projeção da taxa de ocupação nas 12 cidades-sede da Copa do Mundo no Brasil*, 5ª edição, p28. São Paulo. dez 2013. Disponível em: <<http://www.sp.senac.br/placardahotelaria>>. Acesso em: 10 mai de 2014.

GABRIEL, L. A. G., e C. T. ALENCAR, de. 2013. *Estruturas de funding para empreendimentos Build-to-Suit no Brasil: Vantagens e Riscos*. In 13a Conferência Internacional da LARES. São Paulo, Brasil. 17 p.

HVS. *Panorama da Hotelaria Brasileira 2013-2014*. mai 2014. 6ª edição. São Paulo. Disponível em: <[http://www.hotelinvest.com.br/upload\\_content/paginas/panorama2014web\\_920132014.ppd](http://www.hotelinvest.com.br/upload_content/paginas/panorama2014web_920132014.ppd)>. Acesso em: 10 fev de 2014.

MARINO NETO, J. E. *Condo-hotel hoje: responsabilidades, riscos e consequências*. nov. 2013. Disponível em: <[http://www.bshinternational.com/\\_artigos/condo-hotel.pdf](http://www.bshinternational.com/_artigos/condo-hotel.pdf)>. Acesso em: 25 mai. de 2014.

Marino Neto, JE et al. 2014a. *Mesa Redonda Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Realizado na Faculdade Getúlio Vargas, Praia de Botafogo em 18 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/Mesa-Redonda---FGV---18-02-14---Condo-Hotel-e-legisla--o-de-mercado-de-capitais.pdf>>. Acesso em: 5 mai. 2014.

\_\_\_\_\_. 2014b *II Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais* Realizado na Faculdade Getúlio Vargas, Praia de Botafogo em 8 de maio de 2014. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/II-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais---08.05.14---CVM.pdf>>. Acesso em: 3 jun. 2014.

MINISTÉRIO DE TURISMO e FUNDAÇÃO UNIVERSA. 2010. *Sistema Brasileiro de Classificação de Meios de Hospedagem*. Brasília. 2ª edição. Disponível em: <<http://www.classificacao.turismo.gov.br>>. Acesso em: 6 jun. 2014.

NEWMAN, M. 2008. *Hotel-Condos: A Broken Promise? Becker Public Relations*. jul. 1, 2008. National Real Estate Investor. 6 p. Disponível em: <<http://nreionline.com/hotel/hotel-condos-broken-promise>>. Acesso em: 10 mai. 2014.

SECOVI. 2012. *Manual de Melhores Práticas para os Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados, de 27 de janeiro de 2012*. Disponível em: <<http://www.secovi.com.br/files/Downloads/manual-hotelariapdf.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2014.

ROCHA LIMA, J. da. 2004. *Instrumentos de Investimentos em Empreendimentos Habitacionais no Brasil: a Questão Estrutural*. São Paulo, EPUSP, 2004. 68 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/354).

ROUBI, S. 2004. *The valuation of intangibles for hotel investments*. Property Management, Vol. 22 Iss: 5, pp.410 – 423. Emerald Group Publishing Limited.

WANDERLEY, H. 2004. *A percepção dos hóspedes quanto aos atributos oferecidos pelos hotéis voltados para o turismo de negócios na cidade de São Paulo*. Dissertação apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Título de Mestre em Engenharia. Área de Concentração: Engenharia Civil. Orientador: Prof<sup>a</sup>. Doutora Eliane Monetti. São Paulo, 2004. 113 p.