



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

CARTA DO NRE-POLI
julho-setembro 2016

no. 45-16

1

INVESTIR NO MERCADO HOTELEIRO NO BRASIL

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preliminares

- i. Na reunião do Comitê de Mercado do NRE-Poli de agosto-16 tratamos das perspectivas do investimento no mercado hoteleiro no Brasil, com ênfase nos hotéis urbanos. As informações disponíveis, levam a se constatar que: i. a oferta existente é relativamente baixa, quando se comparam os nossos índices com os de economias evoluídas; ii. os negócios em maturação indicam uma opção pelo segmento econômico em cidades médias, na sua grande maioria estruturados sob o conceito de CondoHotel.
- ii. O partilhamento do investimento hoteleiro no modelo CondoHotel¹, na criação nacional está ancorado no raciocínio primitivo de que o investidor para renda no ambiente do real estate, portanto conservador, não aceita estruturas que não compreendam a propriedade do imóvel, vestida solenemente pela escritura.
- iii. As ofertas de investimento por meio desse canal têm-se intensificado a ponto de a CVM divulgar o propósito de regular a oferta de CondoHotéis. Como o assunto é tratado como oferta de investimento, de modo que o investidor entrega a propriedade para manejo da administradora hoteleira, por meio de um property manager, sem que possa dispor do uso da mesma, o argumento da CVM é de que não se trata de venda de imóvel, mas de um instrumento de investimento.
- iv. Nesta Carta debatemos por quê CondoHotel e não modelos mais avançados de investimento em hotelaria, como se vê praticados na maioria das economias evoluídas. A rigidez do canal de investimento proposto pelos empreendedores no mercado brasileiro, contra a flexibilidade de modelos mais avançados e por meio dos quais pode se alcançar melhor rentabilidade, inclusive com viés de risco mais baixo,

¹ A designação flat-service foi massacrada pela especulação que empreendedores fizeram contra investidores em anos passados. Então concebeu-se esse novo termo, vendido como diferenciado do flat, pela premissa de que naqueles antigos empreendimentos os proprietários podiam fazer uso das suas unidades ou leva-las ao pool de locação, enquanto nesses todos os proprietários se engajam na operação hoteleira.

representa, a nosso ver, um atraso, sob o rótulo de avanço estrutural.

Um único REIT no mercado norte-americano - HostHotels - que originalmente foi derivado da companhia Marriott, tem nos seus reportados 116 hotéis, 61.709 apartamentos e um valor de mercado de USD 13,5 bilhões (16 de agosto de 2016). A média diária de transações de suas ações na bolsa está acima de USD 10 milhões, indicando o elevado padrão de liquidez para o investidor. Então, se é possível enxergar avanço na modelagem de investimentos com o perfil e a importância desse exemplo, qual é a razão para entender que a escritura da propriedade imobiliária é a premissa do investimento em hotelaria?

Investimento em real estate para renda deve estar fundamentado nas seguintes premissas: i. lastro do investimento de valor relativamente estável em ciclos longos, tendo em vista que o investimento em real estate é conservador²; ii. renda regular com um certo grau de harmonia³ e iii. liquidez⁴.

v. No mercado brasileiro, a possibilidade de estruturar o investimento em um Hotel, ou, como comentamos adiante, em um portfolio de hotéis, por meio de um Fundo de Investimento Imobiliário (FII), se apresenta como uma solução mais adequada do que a de CondoHotel, seja para atender às três premissas acima, mas também para obter renda em patamar mais elevado, na comparação direta.

Nesta Carta, primeiro ilustramos o desenho estrutural para investir no modelo de CondoHotel ou no de FII e, em seguida, fazemos comparações de renda nas duas hipóteses, utilizando protótipos de Hotel Econômico e UpScale. Ao final, fazemos considerações sobre quem é capaz de liderar a oferta desse investimento na forma de portfolios de hotéis.

² Escritura de propriedade não garante valor estável. A garantia é dada pela harmonia de desempenho do investimento, que será tanto mais evidenciada, quando maior for a dispersão do portfolio investido. Investir em um único hotel faz o risco de flutuação de valor do lastro do investimento mais elevado do que investir em um portfolio de hotéis.

³ A renda proporcionada por um determinado hotel é passiva da sazonalidade. A cidade de São Paulo, por exemplo, sofre baixa procura nos meses de janeiro e julho. Um portfolio adequadamente estruturado, pode apresentar fatores mitigadores desse tipo de risco de variação de renda.

⁴ A imagem do HostHotel, se choca com a hipótese de comprar um imóvel, deter sua escritura e lutar para fazer liquidez.

1. Como é o investimento nos modelos CondoHotel e FII

1.1. O modelo de investimento no conceito CondoHotel segue a imagem da figura 1

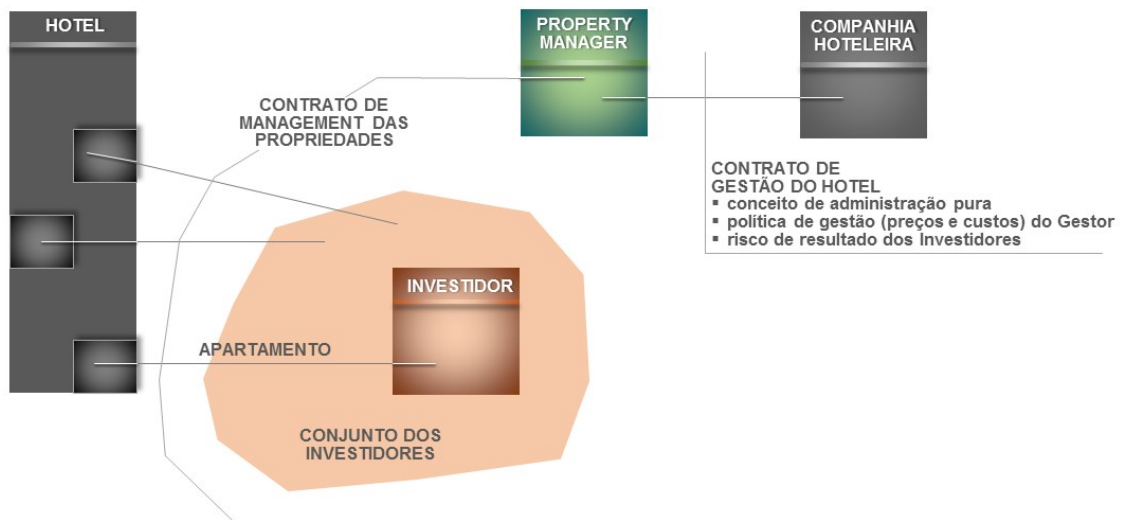


figura 1: relações entre investidores, property manager e companhia hoteleira, na gestão do Hotel

Nesta configuração⁵:

i. um empreendedor imobiliário desenvolve o empreendimento (planejamento, implantação e comercialização), vendendo apartamentos para os investidores, sem assumir responsabilidade sobre o desempenho do investimento. Há intervenção da CVM, que exige a apresentação do negócio não como imobiliário, mas como oferta de investimento, condição que provocaria a apresentação de uma análise da qualidade do investimento | AQI |. Ressalte-se que em muitas situações a | AQI | é dispensada ou é aceita uma análise sem visão de riscos. Nas | AQI |, por exigência da CVM, deve figurar o capítulo "riscos do investimento", cuja função acaba sendo deixar o

⁵ Nesta Carta não há razão para enveredar nos detalhes jurídicos dos contratos entre as partes, de modo que a descrição das relações é estrutural: i. quem faz o quê e ii. como o investidor aplica seus recursos e recebe a renda derivada da operação.

originador absolutamente protegido quanto aos seus prognósticos, tendo em vista a extensão de exceções que constam desse já famoso capítulo das | AQI | que acompanham não somente essas, mas as diversas ofertas de investimento que circulam no mercado brasileiro. Para o empreendedor este é um negócio imobiliário - produzir para vender e só isso;

ii. aparece em conjunto com o contrato de aquisição do imóvel (o investimento) a contratação da Property Manager, companhia que se encarrega de concentrar a gestão de todas as propriedades do Hotel e exercer o controle da gestão hoteleira;

iii. aparece também o contrato de gestão hoteleira, no modelo tradicional, no qual a companhia assessora o desenho do produto para se enquadrar no seu protocolo e receber uma das suas marcas de mercado e, adiante, opera o Hotel sem risco, sob a remuneração por meio de uma taxa básica aplicada sobre as receitas e uma taxa de incentivo, aplicada sobre o resultado operacional mensal.

1.2. O modelo de investimento por meio de um FII segue a imagem da figura 2

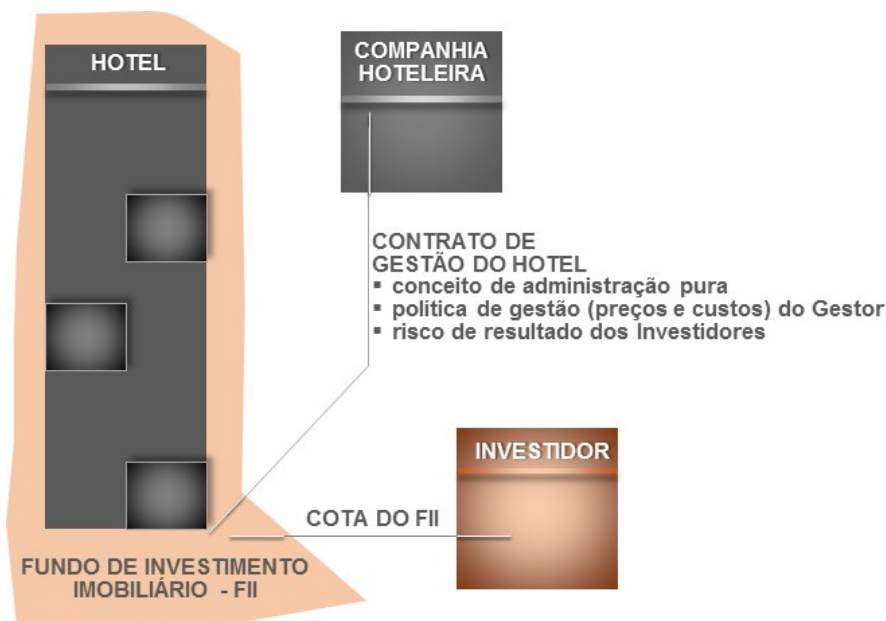


figura 2: relações entre investidores e o FII e deste com a companhia hoteleira, para gestão do Hotel

Nesta configuração:

- i. Uma empresa especializada estrutura e administra o FII, que é, como os demais fundos de investimento, um condomínio de investimento, administrado por uma Instituição Financeira. O investidor é chamado a investir no fundo, reportando-se a apresentação do investimento por meio de uma | AQI |. Sobre esta podemos replicar os comentários da função e da proteção quanto aos riscos no modelo CondoHotel, como também para qualquer outra oferta de investimento. A instituição que expõe a qualidade do investimento no FII é aquela que vai administrá-lo ao longo do ciclo operacional, ficando o Hotel sob a gestão da companhia hoteleira, que exerce aqui o mesmo papel já citado para o CondoHotel;
- ii. o Hotel será implantado, ou adquirido pronto para operar (menos comum), e a sua propriedade é configurada em uma única escritura. Os Investidores são cotistas do FII na proporção do seu investimento contra o valor do Hotel⁶. O lastro do investimento é composto pelo patrimônio do FII, de modo que a garantia do Investidor no modelo FII é idêntica ao lastro que corresponderia a uma unidade no exemplo. A única diferença formal é que a escritura não estará emitida em favor do Investidor, mas do Administrador, como proprietário fiduciário do portfólio imobiliário do FII.
- iii. Comparando com o modelo CondoHotel, a função de gestão da propriedade e os custos de honorários são equivalentes, naquele modelo por meio da Property Manager e neste do Administrador do FII.

⁶ Como exemplo, para equivaler com um CondoHotel de 100 unidades, cada investidor em um apartamento seria detentor de $\frac{1}{100}$ do capital do FII.

2. Algumas Comparações entre CondoHotel e FII

Investimento Estruturado em CondoHotel	Investimento Estruturado em FII
A unidade do Hotel para garantir a qualidade da sua operação ocorre virtualmente, por meio do contrato de management.	A unidade do Hotel para garantir a qualidade da sua operação é formal, porque o proprietário é único: o FII. Fundos não têm personalidade jurídica para este efeito, de modo que a escritura é formalizada em nome do Administrador do fundo, na função de fiduciário dos investidores. Essa forma não resulta em nenhum risco para os investidores.
O risco operacional é integral dos investidores, que não influem no processo de inserção de mercado do Hotel, sendo função do Property Manager tratar de preços praticados e custos operacionais, inclusive exercendo controladoria sobre os resultados informados e distribuídos.	O risco operacional é integral dos investidores, que não influem no processo de inserção de mercado do Hotel, sendo função do Administrador do FII tratar de preços praticados e custos operacionais, inclusive exercendo controladoria sobre os resultados informados e distribuídos.
Difícilmente os contratos oferecidos aos investidores facilitam a reunião dos mesmos, para decidir sobre o empreendimento e os contratos de gestão do investimento e de operação do Hotel. Desligar o Property Manager da sua função, por estarem os investidores insatisfeitos com a sua gestão, é complexo.	O regimento do FII é regrado pela CVM, sendo obrigatórias assembleias de investidores (cotistas do fundo). Desligar o Administrador é ato de assembleia, que deve ser garantido no regimento, segundo as instruções CVM.



Investimento Estruturado em CondoHotel	Investimento Estruturado em FII
<p>A renda distribuída regularmente (em geral em ciclo mensal) está sujeita à sazonalidade e às ações mitigadoras da companhia hoteleira para superar os momentos de baixa ocupação. Exemplo marcante: os fins de semana na cidade de São Paulo.</p>	<p>A renda distribuída regularmente (em geral em ciclo mensal) está sujeita à sazonalidade e às ações mitigadoras da companhia hoteleira para superar os momentos de baixa ocupação do Hotel. Entretanto, um FII pode investir em um portfólio de Hotéis, o que pode servir de mitigador de riscos</p>
<p>O reconhecimento do fluxo da renda recorrente é a base da valuation da propriedade, ressalvadas as pressões de falta de liquidez para venda da unidade de investimento.</p>	<p>O reconhecimento do fluxo da renda recorrente é a base da valuation da cota, ressalvadas as distorções de percepção de valor que podem ocorrer no ambiente da Bovespa.</p>
<p>Não há nenhum mecanismo de liquidez para a propriedade, que não seja a oferta via corretores e sites especializados.</p>	<p>Há um eficaz mecanismo de liquidez para a propriedade vestida na forma de cotas do FII, porque as cotas são listadas na Bovespa.</p>
<p>A liquidez da propriedade imobiliária não é fracionável - a menor unidade de compra e venda é um apartamento.</p>	<p>A liquidez da propriedade por meio de cotas é fracionável até o valor de uma cota, que é a menor unidade de compra e venda. A necessidade de vender uma parte do investimento, ou de adquirir o investimento paulatinamente é plenamente satisfeita, tendo em vista o fracionamento do investimento em cotas.</p>



**NÚCLEO
DEREAL
ESTATE**

ESCOLA POLITÉCNICA
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

CARTA DO NRE-POLI

julho-setembro 2016

no. 45-16

8

Investimento Estruturado em CondoHotel	Investimento Estruturado em FII
<p>Esse modelo de operação não permite acumulação de poupança. Para acumular recursos até ser capaz de investir em uma propriedade, é necessário fazê-lo por meio de instrumentos financeiros, cuja renda pode ser tributada. Ainda mais, nada garante que a renda líquida acompanhe a evolução do valor (preço) da propriedade no mercado</p>	<p>Esse modelo de operação permite acumulação de poupança. Para investir em uma propriedade, seja qual for a sua capacidade de investimento, o Investidor pode acessar as cotas do FII via Bovespa.</p>
<p>Não há mecanismo para mitigação do risco da inserção de mercado do Hotel. Exemplo: em uma vizinhança com sobre oferta, o RevPar do Hotel cai, repercutindo no fluxo da renda distribuída aos proprietários e no valor da propriedade</p>	<p>Não há mecanismo para mitigação do risco da inserção de mercado de um Hotel. Quando o fundo detém um portfólio, a dispersão mitiga riscos isolados de um determinado Hotel.</p>
<p>A renda do Investidor pessoa física é tributada</p>	<p>A renda do Investidor pessoa física pode não ser tributada, no caso de partilhamento do investimento. A isenção tributária se dá para investidor que detenha cotas correspondentes a menos do que 10% das cotas do FII, desde que o fundo tenha pelo menos 50 cotistas.</p>

3. Como é a renda do investimento nos modelos CondoHotel e FII

Para ilustrar as diferenças, usamos um protótipo de Hotel Econômico e outro de Hotel UpScale, implantados em cidade média no mercado brasileiro⁷.

Na hipótese de investimento por meio do modelo CondoHotel, a precificação leva em conta que um empreendedor desenvolve o negócio e vende as unidades para os investidores, funcionando daí em diante o modelo operacional da figura 1.

Na hipótese de investimento por meio do FII, o originador da oportunidade de investimento é um construtor que vende o Hotel para o FII pronto e operando. Neste caso, a margem de resultado é menor, como mais baixos são os impostos e custos de corretagem promoção e publicidade. O fluxo de receita de venda da cota é mais agressivo do que o da unidade, em favor do originador, como empreendedor, de modo que faz funding dos investimentos na construção e equipamento do Hotel com mais capital quando faz a modelagem em CondoHotel, do que via FII. Aplicação menos intensiva de capital pode produzir compressão da margem no preço de venda do Hotel.

As comparações estão sintetizadas pelos indicadores constantes dos quadros 1,2 e 3 e do gráfico 4 adiante.

quadro 1 ilustra as diferenças na formação do preço de oferta da unidade em CondoHotel e da cota do FII equivalente.

- Para um custo de implantação de índice 1.000, incluídas todas as contas, desde o terreno até o equipamento, o empreendedor imobiliário precificaria a oferta em 1.528,31 para o Hotel Econômico, enquanto a aplicação de recursos no FII para investir na mesma fração do empreendimento seria de 1.366,50, com uma economia de 10,59% para o investidor.
- No protótipo UpScale, a economia para o investimento equivalente seria de 16,12%.
- Notamos que o FII é imune a tributos, de modo que a contratação da implantação no regime de EPC⁸ e no conceito de PMG⁹ pode fazer uma economia adicional

⁷ É necessário identificar o perfil da cidade por causa do valor do terreno e balizar a tarifa diária média.

⁸ Projeto, implantação e equipamento na terminologia internacional

⁹ Preço máximo garantido, que é o modelo mais comum de se "comprar empreitadas de

de tributos contra a estratégia de implantação e venda de unidades, que aqui não está considerada.

quadro 1

matriz do preço do CondoHotel e da cota do FIJ equivalente				
valores em número índice, para o custo de implantação índice 1.000				
	Hotel Econômico		Hotel UpScale	
	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FIJ	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FIJ
custo de implantação (terreno, estruturação, construção e equipamento)	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
impostos no RET	61,13		65,04	
pp&m	91,70		97,57	
corretagem	68,77		73,18	
margem arbitrada	306,71		390,33	
preço de venda [investimento no modelo CondoHotel]	1.528,31		1.626,12	
estruturação e distribuição do FIJ		101,89		100,74
gestão do FIJ no ciclo de implantação		21,88		21,86
margem da empresa contratada em EPC		110,88		110,25
gerenciamento da implantação (terceirizado com especialista)		80,91		80,78
cobertura de risco de custos (seguro <i>completion</i>)		50,94		50,37
preço de subscrição de cotas [investimento no modelo FIJ]		1.366,50		1.364,00
economia no investimento [FIJ x CondoHotel] para a mesma participação na renda da operação	161,81	-10,59%	262,12	-16,12%

construção" no ambiente privado brasileiro.

quadro 2 ilustra as diferenças na geração de $RODi^{10}$, por meio de cada canal de investimento, com o Hotel em regime.

- Nos dois canais, consideramos os movimentos no "ambiente" do Hotel já tributados, sem aproveitar a imunidade tributária do FII. A estrutura dos contratos de gestão hoteleira e as limitações operacionais dos FII não tendem a permitir desfrutar a imunidade.
- A comparação final está feita considerando o imposto de renda devido pelo investidor pessoa física e admite que no ambiente do FII estarão satisfeitas as condições de dispersão de investidores e não concentração do investimento para desfrutar a imunidade.
- A vantagem está ilustrada levando em conta a mesma fração de investimento. Isso significa que estamos isolando a economia mostrada no quadro 1, admitindo que a mesma fração de investimento exige o mesmo montante de recursos nos dois canais (CondoHotel ou FII).

quadro 3 mostra a síntese da diferença de renda em regime, quando se consideram os canais de investimento e nas hipóteses extremas do investimento em FII: i. - de imunidade tributária para pessoas físicas dentro das condições já referidas e ii. - para pessoas jurídicas ou físicas no caso de que, em FII, não estejam contempladas todas as configurações que levam ao incentivo tributário.

gráfico 4 mostra as diferentes rendas anualizadas sobre o investimento a depender do canal e dos tributos e sua tradução para múltiplo da taxa referencial de juros (taxa CDI), equivalente, depois de impostos.

¹⁰ Resultado operacional disponível para o investidor, depois de impostos e reservas de recursos para atualização e adequação funcional do empreendimento.

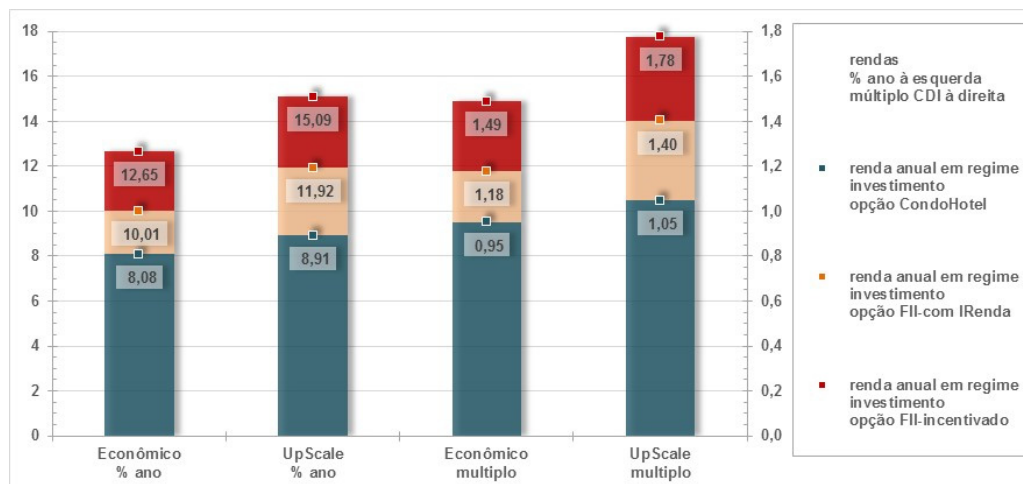
quadro 2

renda nominal anual em regime, para a mesma fração do investimento				
valores em número índice, para o custo de implantação índice 1.000				
i. cálculos com ajuste inflacionário nas tarifas a cada 3 mes(es) ii. cálculos considerando o mesmo nível de investimento, seja em CondoHotel ou FII	Hotel Econômico		Hotel UpScale	
	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FII	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FII
tarifa diária de referência em regime (R\$ da base) [cálculos para a taxa de ocupação fixada em 68%]	200,00		600,00	
receita operacional [hospedagem, receitas conexas e de A&B]	451,58		472,61	
despesas operacionais diretas e impostos sobre a receita no ambiente do Hotel	(144,48)		(137,63)	
contas gerais da administração no ambiente do Hotel	(81,28)		(75,62)	
honorários da administração do Hotel [taxa básica + taxa de incentivo]	(34,68)		(38,14)	
reserva de recursos para fundo de reposição de ativos [FRA]	(18,06)		(18,90)	
resultado operacional disponível [gerado no ambiente do Hotel]	173,08	173,08	202,32	202,32
honorários property manager [investimento CondoHotel]	(8,65)		(10,12)	
contas fixas do FII		(1,37)		(1,37)
administração e gestão do FII		(8,11)		(8,09)
imposto de renda (pessoas físicas na condição incentivada no FII)	(45,21)		(52,86)	
renda líquida mensal em regime	119,22	163,60	139,34	192,86
vantagem no rendimento [FII x CondoHotel] para a mesma fração de investimento		37,23%		38,41%

quadro 3

renda nominal anual em regime para a mesma fração do investimento - SÍNTESE				
valores em número índice, para o custo de implantação índice 00				
	Hotel Econômico		Hotel UpScale	
	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FIL	investindo na unidade de CondoHotel	investindo na cota de FIL
resultado operacional disponível [gerado no ambiente do Hotel]	173,08	173,08	202,32	202,32
renda líquida mensal em regime para o investidor	119,22	163,60	139,34	192,86
		+ 37,23%		+ 38,41%
renda líquida mensal em regime considerando imposto de 20% no FIL	119,22	130,88	139,34	154,29
		+ 9,78%		+ 10,73%

gráfico 4



4. A opção pela mediocridade

Já tenho escrito sobre fundos imobiliários, realçando que o mercado brasileiro, em vez de optar pelas funções nobre do FII, derivou para uma alternativa pobre no uso deste poderoso sistema de investimento, para captar recursos de poupanças conservadoras e servir de suporte para o "real estate comercial", como acontece nas economias evoluídas. Na maioria dos casos, o mercado tem usado um FII para partilhar o investimento em um imóvel comercial. Isso tira a condição de mitigação de riscos do investimento, presente quando se constroem portfolios de inserção de mercado diferenciada. Impacto de riscos de comportamento de um determinado empreendimento, seja por características particulares ou da competitividade na sua inserção de mercado, podem ser amortecidos quando o FII é proprietário de um portfólio de imóveis de estrutura convenientemente planejada. Isso é enfatizado no caso de hotéis¹¹.

Quando se verifica que as companhias hoteleiras creditam o futuro do investimento no mercado brasileiro à âncora no modelo CondoHotel, a opção pela mediocridade está assumida. Ao afastar para segundo plano o canal do FII, mais eficaz do ponto de vista gestão, liquidez e geração de renda depois de tributos, recusa-se a hipótese de construir veículos de investimento com a capacidade de apoiar a evolução do mercado. Por meio do FII é possível considerar o investimento em portfólios equilibrados aos diferentes riscos do negócio hoteleiro, condição que o sistema de partilhamento do investimento, projeto a projeto, não apresenta. Entretanto, mesmo para um único Hotel as vantagens do FII são evidentes diante do CondoHotel, por satisfazer melhor as premissas do investimento em real estate para renda, dentro ainda de uma conformação que produz maior rentabilidade.

Os dados do FOHB¹², apresentados na reunião do Comitê de Mercado, indicam que os seis maiores operadores hoteleiros no mercado brasileiro têm uma rede de 76.800 apartamentos, com uma expectativa de expansão de 39.200 até 2020. 80% do funding para esta expansão é estimado ser derivado de projetos de CondoHotel.

Qualquer dessas companhias tem volume de negócios em operação, que podem ser agregados em um FII com portfólio projetado para fazer renda em padrões acima dos

¹¹ O exemplo do HostHotel: 116 hotéis em 70 cidades, 14 países, 62% urbanos, 7% em aeroportos e 31% entre suburbanos e resorts.

¹² Fórum de operadores hoteleiros do Brasil



atuais no modelo CondoHotel e com a dispersão para ilustrar para o investidor um adequado vetor de mitigação de riscos. Esses negócios estão em menor parte na carteira dos operadores, ou de suas coligadas patrimoniais, e em proporção expressiva dispersos por muitos investidores, grande parte insatisfeitos.

A migração de um grande portfólio para FII (um ou mais fundos), primeiro levando as propriedades das companhias e, em seguida, incentivando os investidores atuais a acompanhá-las, criaria uma base de transações na Bovespa, que incentivaria à captação de recursos novos, dentro do mesmo canal (o FII), para fazer frente à implantação dos projetos novos, sem comprometer de forma aguda a geração de renda dos projetos já em operação. Seria uma ação na direção do que se pratica nas economias evoluídas, para escapar da mediocridade.

No site do NRE-POLI postamos a questão:

No mercado brasileiro, os investimentos em hotéis têm se fundamentado nos médios investidores, que buscam renda conservadora por meio do real estate. Esta Carta discute o confronto entre i. a opção CondoHotel, denominando-a de medíocre como privilegiada para o funding dos projetos de expansão da oferta e ii. a possibilidade de avançar no sentido das economias mais evoluídas, montando fundos FII com grandes portfólios, para melhorar a qualidade do investimento. Você vê o futuro desse mercado pelo caminho do CondoHotel, ou acredita que é possível que ocorra um grau de amadurecimento nos modelos de investimento.

*Responda **sim** ou **não** e conheça como o mercado vê este tema.*