

ANÁLISE E DISCUSSÕES SOBRE O MODELO DE CONTRATAÇÃO DE OPERADORAS HOTELEIRAS

Profa. Dra. Carolina Andrea Garisto Gregório.

1. Introdução

As atividades das corporações se desenvolvem abrigadas em real estate, como ocorre na indústria hoteleira. Os investimentos em real estate são conservadores e, portanto, buscam: [i] lastro do investimento de baixa flutuação de valor e [ii] renda relativamente harmônica, enquanto os negócios das corporações são capazes de devolver os investimentos a uma taxa de retorno maior que os ativos em real estate, com mais riscos e resultados mais voláteis. Sendo assim, é adequado separar os serviços do seu “abrigo físico”, deixando a parte de investimento que remunera o real estate isolada. Essa segregação resulta em diferentes benefícios às corporações e aos investidores conservadores.

Esta visão de segregar ativos de real estate tem sido utilizada pelas grandes companhias, a exemplo das grandes redes hoteleiras que, há muito tempo, passaram a se dedicar ao serviço hoteleiro, deixando o investimento na base física para capitais conservadores.

O *commercial real estate* nas economias modernas tem funding equacionado por meio dos REITs (*Real Estate Investment Trust*) nos quais investidores conservadores estão abrigados nessas estruturas. No mercado brasileiro os FIIs (Fundos de Investimento Imobiliário) foram estruturados de forma semelhante aos REITs.

Como referência do tamanho desse mercado nos Estados Unidos, vale citar um dos maiores REITs especializados em hotéis, o Host Hotels. Inicialmente esse REIT foi lançado com hotéis da Marriott, e hoje possui hotéis de várias operadoras hoteleiras. Em dezembro de 2018 o Host Hotels registrava valor de mercado de USD 14,3 bilhões, representando 1,2x o valor total dos fundos listados na B3 na mesma data.

No Brasil existem poucos FIIs com hotéis em seu portfólio. Um modelo muito usado por empreendedores para vender participações em hotéis tem sido o modelo de CondoHotel. Os investidores compram unidades hoteleiras e disponibilizam no pool para receber resultado com a operação do hotel como um todo, na proporção das suas unidades disponibilidades no pool. Esse modelo tem gerado frustrações, tanto para os investidores, como para as operadoras hoteleiras. Os investidores em geral pagaram

valor acima do fair value pelas unidades, com resultado sobre o investimento muito inferior ao adequado para esse tipo de investimento em real estate. As operadoras hoteleiras precisam prestar contas e aprovar certas matérias em assembleias com vários proprietários, cada um com interesses particulares e condições de liquidez diferentes. Isso dificulta o bom curso da operação, dificultando ainda mais na melhora dos resultados.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução CVM 602, que estabelece nova regulamentação para as ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro (CIC hoteleiro). Essas normativas, por mais que busquem proteger os investidores, engessam decisões do dia a dia da operação, manutenção e reposição dos ativos.

Muitas operadoras hoteleiras sinalizaram que não assumirão novas operações no modelo de CondoHotel, em razão das dificuldades de lidar com vários proprietários.

No investimento indireto, por meio de cotas de FII, além de valor estável e renda harmônica o instrumento pode promover: maior liquidez, partilhamento do investimento proporcionando a possibilidade de participação em empreendimentos hoteleiros de alta qualidade (a saída de posições de investimento também pode ser partilhada), menores custos de transação, benefícios tributários, ganho de velocidade na venda, compensação de riscos entre os ativos do portfólio, além de uma gestão única feita por um único administrador/gestor do fundo, sem preocupações para investidores (cotistas) e sem conflitos de interesses.

Essas vantagens, somadas a uma economia com juros estáveis, e em níveis históricos mais baixos registrados no Brasil, aguçam o interesse de investidores conservadores, que têm direcionado seus recursos poupados para cotas de FIIs. Apenas durante o ano de 2018 o número de cotistas na B3 mais do que dobrou de tamanho.

Nesse sentido, existe uma forte tendência de os hotéis serem segregados em FIIs especializados, como ocorre no mercado norte-americano.

Um tema que merece discussão nesse contexto é o tipo de contratação de operadoras hoteleiras, uma vez que a necessidade de transparência, confiabilidade e governança se tornam cruciais para o crescimento de fundos com grandes portfólios de hotéis.

A grande maioria dos contratos com as operadoras hoteleiras é por administração, nos quais as operadoras recebem um percentual sobre a receita total, a título de taxa básica (ou de licenciamento da marca) e uma taxa de incentivo sobre o lucro operacional do hotel. Para essa operação, o proprietário do hotel cria uma Sociedade de Propósito

Específico em regime de lucro real, e recebe o NOI (resultado operacional líquido), após pagamento de impostos, despesas, e taxas da operadora (básica e de incentivo).

Esse tipo de contrato gera diversos conflitos durante a operação, tais como:

- necessidade de auditar receitas e despesas, muitas vezes de difícil análise;
- algumas despesas são de difícil avaliação sobre a contrapartida da sua contribuição na taxa de ocupação ou diária cobrada no hotel (como publicidade e marketing), e
- algumas despesas são pagas para a própria marca hoteleira, sendo praticamente impossível, no dia a dia, avaliar a razão dessas despesas, valores rateados, e suas contribuições para o desempenho do hotel em questão (como sistemas, marketing e publicidade da rede, entre outras).

Uma forma de remuneração adequada para resolver esses conflitos e gerar maior alinhamento de interesses, é a cobrança de uma taxa de arrendamento pelos proprietários (investidores) pelo uso do "abrigo físico" paga pelas operadoras hoteleiras. O resultado operacional, após pagamento dessa taxa de arrendamento, fica com a operadora hoteleira, que é responsável pela SPE operadora. Essa taxa de arrendamento é cobrada sobre a receita total, crescendo em degraus em função da taxa de ocupação do hotel.

O modelo de arrendamento traz a posição mais conservadora para os investidores conservadores (investidores do real estate), que recebem sobre a receita, independente do resultado, e deixam para as operadoras, que controlam a gestão, o resultado operacional. Esse modelo resulta nas seguintes vantagens:

- necessidade de auditoria apenas sobre a receita total do hotel (de fácil controle);
- gestão mais livre para as operadoras hoteleiras, que só prestam contas das receitas, e as aprovações anuais se limitam à receita esperada e uso das reservas de reposição dos ativos;
- a reserva de reposição de ativos é feita pelos investidores ou gestores dos fundos, que podem aplicar esses recursos com mais eficácia, aportando anualmente nas necessidades de reposição dentro de um budget pré-aprovado, e
- alinhamento de interesses das operadoras na gestão. Quanto maior for a taxa de ocupação e diária, maior será seu resultado em comparação com o modelo tradicional de administração.

Para facilitar a análise e discussões em relação a esses dois modelos de contratação,

inclusive de forma comparativa, será utilizado adiante um caso protótipo.

2. Caso Protótipo para exploração do tema

O caso protótipo usado é um hotel de 200 quartos com diária média de R\$ 500 (data base: junho de 2019). O quadro 1 a seguir ilustra o NOI do hotel protótipo para uma ocupação de 70%. Parte dos custos listados são fixos e não proporcionais à receita. Outros são variáveis, podendo ser parametrizados contra a receita. Em função dos custos fixos, quanto maior for a ocupação e a receita, maior será o NOI gerado pelo hotel para o seu proprietário (investidor).

- Quadro 01 -

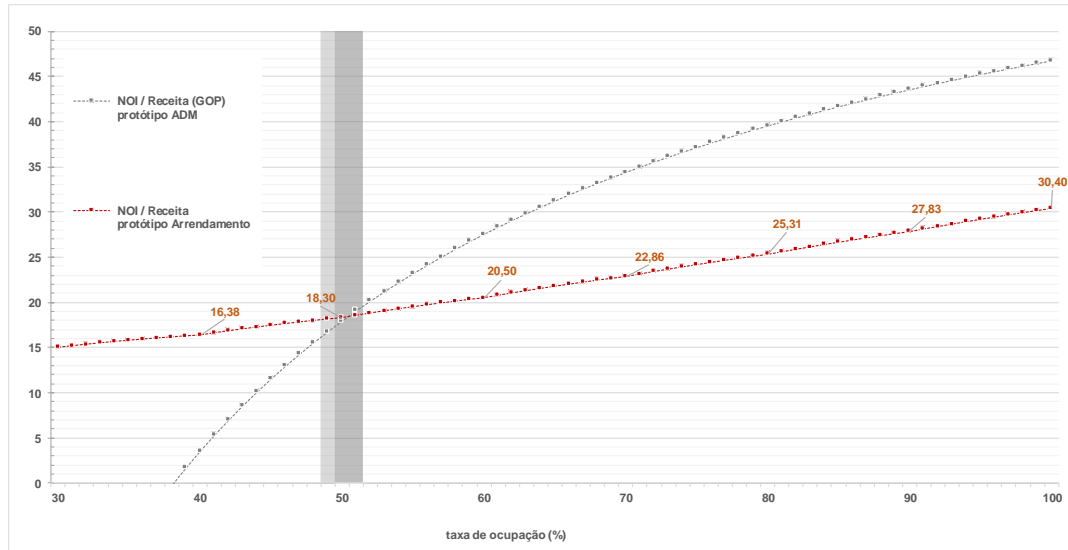
OPERAÇÃO DO HOTEL MATRIZ DE COMPORTAMENTO PARA A TAXA DE OCUPAÇÃO			70,00%
	200 apartamentos	R\$ 500,00 diária	
	valores em R\$ mil da base da análise		
receitas de hospedagem	70.000	100,00%	
custos no departamento	(13.020)	-18,60%	
impostos sobre a receita	(5.957)	-8,51%	
resultado no departamento	51.023	72,89%	
receitas de A&B+serviços	15.883	100,00%	
custos no departamento	(7.287)	-45,88%	
impostos sobre a receita	(1.390)	-8,75%	
resultado no departamento	7.206	45,37%	
total da receita depois de impostos - ROL	78.536	100,00%	100,00%
total das despesas conexas com a receita	(20.307)		-25,86%
total do resultado depois de impostos	58.229		74,14%
contas gerais da administração	(28.196)		-35,90%
gerais e administrativas	(7.562)		-9,63%
telecom e informação	(1.832)		-2,33%
vendas e marketing	(6.426)		-8,18%
remuneração da marca	(1.571)		-2,00%
contas da propriedade e manutenção	(3.118)		-3,97%
utilidades	(5.331)		-6,79%
taxa de administração básica = 3% ROL	(2.356)		-3,00%
resultado operacional - GOP	30.033		38,24%
taxa de administração incentivo = 10% GOP	(3.004)		
RODi = resultado operacional disponível	27.029		34,42%
fundo para reposição de ativos FRA = 2% ROL	(1.571)		
NOI = retorno do investimento	25.458		32,42%

No caso protótipo foi adotado um fundo para reserva de reposição de ativos equivalente a 2% sobre a receita total do hotel.

A análise do contrato de administração versus o modelo de arrendamento será feita para as taxas básica e de incentivo demonstradas no quadro 1 (3% sobre a receita e 10% sobre o lucro operacional, respectivamente).

No modelo de arrendamento proposto o investidor (proprietário do hotel¹) recebe uma taxa de arrendamento sobre a receita total, em função da taxa de ocupação do hotel. Essa taxa de arrendamento é cobrada em degraus e cresce em função da ocupação, conforme gráfico 01 a seguir. Como exemplo, para uma taxa de ocupação de 70% o proprietário receberia, a título de taxa de arrendamento, 22,86% da receita total do hotel (linha vermelha). Em comparação, para a mesma taxa de ocupação (70%), o proprietário receberia em um contrato de administração ~35% sobre a receita total.

- Gráfico 01 -



Pelo gráfico 01 é possível observar que a linha de equilíbrio entre os dois modelos é para uma taxa de ocupação próxima a 50%. Nessa taxa o proprietário recebe valores semelhantes para os dois tipos de contrato. No entanto, para ocupação inferior a 50%, o proprietário recebe mais, reduzindo seu risco, uma vez que o mesmo não detém o

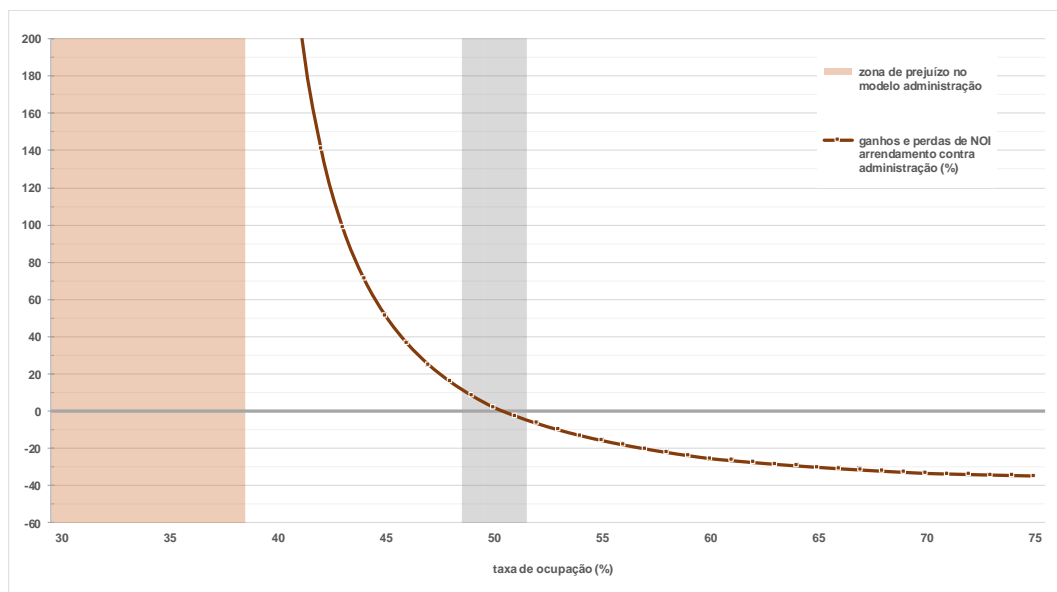
¹ Pode ser um FII, por exemplo.

controle da operação e tem como objetivo receber um fluxo mais harmônico de renda, pelo investimento no real estate e não na operação do hotel.

Cada operadora hoteleira avalia e escolhe o potencial de cada hotel que decide operar em função dos atributos de qualidade do hotel, atendimento aos protocolos, e localização. Sendo assim, após sua decisão de operar, o risco da operação teria que ser da operadora, que buscaria maior ocupação e maior diária média, uma vez que seu incremento de resultado cresce mais do que cresce o valor recebido pelo proprietário.

Pelo gráfico 02 observa-se a zona de prejuízo da operação no modelo de administração. Com taxas de ocupação abaixo de 38% a operação gera prejuízo para os proprietários, responsáveis pelas SPEs operadoras. A linha vermelha do mesmo gráfico apresenta os ganhos e perdas do arrendamento recebido pelos proprietários contra um contrato de administração. É possível notar que a curva é exponencial, levando a um ganho muito superior para ocupações baixas e uma perda (moderada) para ocupações maiores (superiores a 50%).

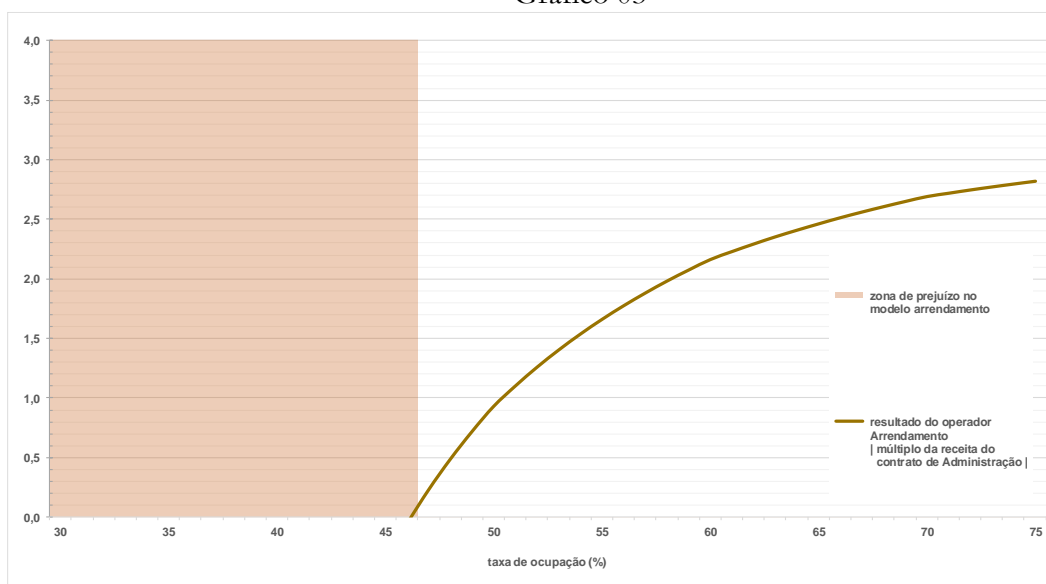
- Gráfico 02 -



Os resultados das operadoras no modelo de arrendamento estão demonstrados no gráfico 03. A zona de prejuízo das operadoras ocorre com taxas de ocupação inferiores a ~46%, que são taxas muito baixas para justificar um investimento no hotel. Para efeito comparativo entre o modelo de arrendamento e o contrato de administração, foi feita o cálculo do múltiplo da receita total recebida pelas operadoras no modelo de

arrendamento contra o modelo de administração. Verifica-se que para taxas de ocupação superiores a 50% as operadoras recebem significativamente mais no modelo de arrendamento. Como exemplo, para uma ocupação de 70% a operadora recebe 2,69x a mais no contrato de arrendamento contra o de administração.

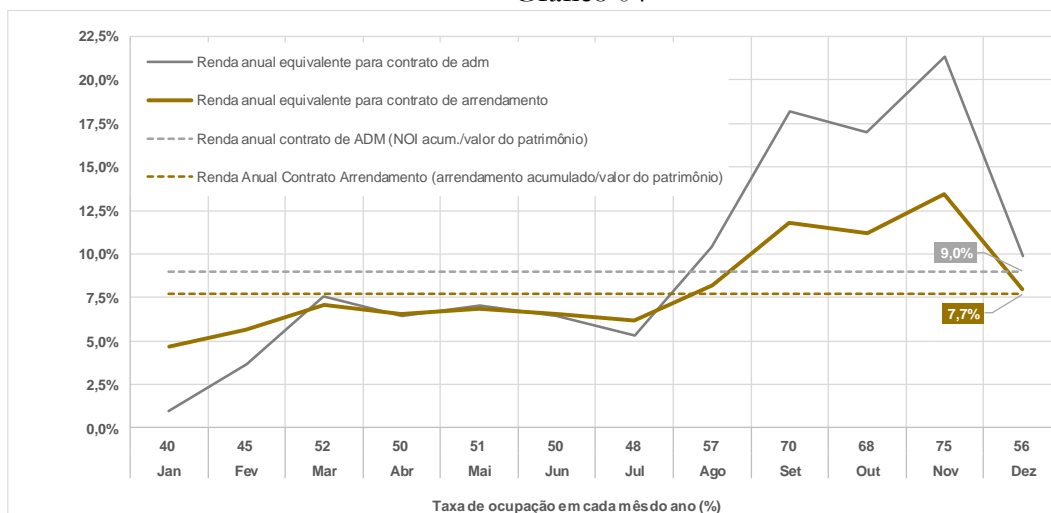
- Gráfico 03 -



Em razão da sazonalidade do hotel, haverá meses em que a operadora hoteleira receberá menos no contrato de arrendamento. No entanto, no total acumulado do ano, os recebimentos das operadoras tendem a ser superiores no modelo de arrendamento.

É possível confirmar isso analisando o gráfico 04, que apresenta a renda dos proprietários (em função dos valores pagos a título de arrendamento e em contrato de administração). A diferença entre as duas linhas é função do montante total recebido pelos proprietários nos dois modelos pelo valor do patrimônio do hotel (adotado em R\$ 160.605 mil). Como a operação gera o mesmo resultado operacional (antes das taxas da operadora), nos meses em que os proprietários recebem mais as operadoras recebem menos e vice-versa.

- Gráfico 04 -



Analisando o recebimento dos proprietários no acumulado do ano, verifica-se que o modelo de arrendamento é significativamente menos volátil, no entanto, apresenta uma renda anual de 7,7% contra uma renda de 9,0% no contrato de administração. Essa diferença fica para as operadoras, como prêmio por uma gestão adequada e com bom desempenho.

Os resultados apresentados por meio do caso protótipo corroboram as premissas descritas na introdução dessa carta. O modelo de arrendamento apresenta menor risco aos investidores (proprietários) e maior alinhamento de interesses com as operadoras hoteleiras, que possuem total controle na gestão dos hotéis. Isso leva a um modelo que reduz os conflitos durante a operação e maior eficiência, adequado para um mercado que necessita de transparência, governança e confiabilidade, como os investimentos no ambiente dos FIIs.