

**ODAIR LEONARDO LIDO**

**Fundos de investimento imobiliário como veículos de investimento em  
projetos hoteleiros**

São Paulo  
2020

**ODAIR LEONARDO LIDO**

**Fundos de investimento imobiliário como veículos de investimento em projetos  
hoteleiros**

Dissertação apresentada à Escola Politécnica  
da Universidade de São Paulo para obtenção  
do título de Mestre em Ciências

Orientador: Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

São Paulo

2020

**ODAIR LEONARDO LIDO**

**Fundos de investimento imobiliário como veículos de investimento em projetos  
hoteleiros**

Dissertação apresentada à Escola Politécnica  
da Universidade de São Paulo para obtenção  
do título de Mestre em Ciências

Área de Concentração: Inovação na  
Construção Civil

Orientador: Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

São Paulo

2020

**LIDO, O.L. Fundos de investimento imobiliário como veículos de investimento em projetos hoteleiros.** São Paulo. 2020. 149 p. (Mestrado) Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Este exemplar foi revisado e corrigido em relação à versão original, sob responsabilidade única do autor e com a anuência de seu orientador.

São Paulo, 03 de agosto de 2020

Assinatura do autor:

Assinatura do orientador:

#### Catálogo-na-publicação

Lido, Odair Leonardo

Fundos de investimento imobiliário como veículos de investimento em projetos hoteleiros / O. L. Lido -- versão corr. -- São Paulo, 2020. 149 p.

Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

1. Empreendimentos de base imobiliária 2. Hotéis 3. Fundos de investimento imobiliário 4. Valuation 5. Arbitragem de valor de hotéis. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II.t.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr., meu orientador, pelo tempo e incentivo dedicado a elaboração deste trabalho e pela contribuição ao ensino do Real Estate no Brasil.

Aos professores do Núcleo de Real Estate, especialmente Prof. Dr. Claudio Tavares e Profa. Dra. Eliane Monetti, pelos inúmeros conhecimentos transmitidos durante as aulas.

A minha família pelo constante incentivo e compreensão durante esta jornada.

A todos, que direta ou indiretamente, contribuíram para conclusão deste trabalho.

## **RESUMO**

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) vêm ganhando espaço no Brasil entre os pequenos e médios investidores, pessoas físicas, que encontram neste veículo de investimento uma alternativa para investirem em empreendimentos de base imobiliária (EBI) com o objetivo de auferir renda, de certa forma constante e homogênea. Ainda poucos FII no Brasil investem no segmento hoteleiro. O presente trabalho apresenta e analisa os FII como uma alternativa de veículo de investimento em hotéis, uma tipologia de EBI que tem como perfil de investidor os pequenos e médios investidores, pessoas físicas, entre outros. O texto aborda, de maneira objetiva as alternativas para investir em EBI no Brasil e traz um panorama do segmento hoteleiro e dos hotéis como produtos de investimento, analisando suas principais particularidades e como são estruturados. A partir desta análise, a pesquisa identificou as alternativas de como os hotéis podem ser estruturados, de uma maneira que possam ser investidos através de FII, e promoveu uma breve análise comparativa com o veículo tradicionalmente utilizado pelos pequenos e médios investidores para investir em hotéis, os Condohotéis.

Palavras-chave: Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI), Hotéis, Fundos de Investimento Imobiliário,

## **ABSTRACT**

The *Fundos de Investimento Imobiliário* (FII), have been growing and gaining ground in Brazil, especially among small and medium investors, individuals who find in this vehicle an alternative to invest in commercial real, with the objective of earning income. Yet few FII in Brazil invest in the Lodging Industry. This dissertation presents and analyzes the FII as an investment vehicle for investing in hotels. The study includes a brief analysis of the alternatives to invest in commercial real estate in Brazil, as well as the lodging industry and hotels as an investment product, their main features and how they have been structured. Based on this analysis, alternatives were identified on how hotels can be structured in a way that can be invested through FII and a brief comparative analysis with the vehicle traditionally used to invest in hotels, the Condohotels, was promoted.

Keywords: Commercial Real Estate, Hotels, Real Estate Investment Funds.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Ciclos de Real Estate.....	48
Figura 2: Ciclo operacional em EBI.....	55
Figura 3: Estrutura PropCo e OpCo.....	65
Figura 5: Estrutura simplificada de um FII.....	93
Figura 6: Estrutura de um <i>Lodging</i> REIT com TRS.....	109

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Plano de contas conforme USALI .....	46
Quadro 2: Vantagens e limitações do modelo de Franquia .....	76
Quadro 3: Vantagens e limitações do modelo de locação .....	79
Quadro 4: Lista de Países com regime de REIT .....	102
Quadro 5: REIT- Mercados com regime de REIT.....	103
Quadro 6: Apuração do Aluguel em função do Resultado Operacional .....	116
Quadro 7: Hotel Protótipo, características .....	124
Quadro 8: Composição da Diária por segmento .....	125
Quadro 9: Hotel Protótipo - Condições do contrato de locação .....	125
Quadro 10: Hotel Protótipo - $VOI_0$ e $VOI_{20}$ .....	127
Quadro 12: FII e Condohoteis .....	132

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Total de hotéis no Brasil .....	31
Tabela 2: Índice de Penetração de mercado.....	44
Tabela 3: Operadoras hoteleiras no Brasil.....	73
Tabela 4: Modelos de negócio das grandes companhias hoteleiras .....	80
Tabela 5: Setores dos REIT Americanos.....	106
Tabela 6: <i>Lodgings</i> REIT listados nas bolsas Americanas .....	107
Tabela 7: Índice de Penetração de Mercado – Hotel Protótipo .....	125
Tabela 8: Hotel Protótipo -Plano de Contas (USALI).....	126

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AQI	Análise da Qualidade do Investimento
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DM	Diária Média
EBI	Empreendimentos de Base Imobiliária
<i>FF&amp;E</i>	<i>Furnitures, Fixtures and Equipment</i>
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
Fra	Fundo de reposição de ativos
<i>GOP</i>	<i>Gross Operating Profit</i>
IPM	Índice de Penetração de Mercado
<i>NOI</i>	<i>Net Operating Income</i>
OpCo	<i>Operating Company</i>
PropCo	<i>Property Company</i>
REIT	<i>Real Estate Investment Trusts</i>
RMLP	Renda Mensal de Longo Prazo
RODi	Resultado Operacional Disponível
SCP	Sociedade em Conta de Participação
TIR	Taxa Interna de Retorno
TO	Taxa de Ocupação
TRS	<i>Taxable Reit Subsidiaries</i>
UH	Unidade Habitacional
<i>USALI</i>	<i>Uniform System of Accounts for Lodging Industry</i>

## SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS

LISTA DE QUADROS

LISTA DE TABELAS

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

1	INTRODUÇÃO .....	15
1.1	Justificativa.....	17
1.2	Objetivos .....	19
1.3	Metodologia.....	20
1.4	Estrutura do texto .....	21
2	INVESTIMENTOS EM EBI NO BRASIL .....	23
2.1	Alternativas para de Investir em EBI .....	27
2.1.1	Fundos de Investimento em Participações (FIP):.....	28
2.1.2	Fundos de Investimento Imobiliário (FII):.....	28
2.1.3	Sociedades de Propósito Específico (SPE): .....	28
2.1.4	Sociedade em Conta de Participação (SCP): .....	29
3	EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS .....	30
3.1	Panorama do Mercado Hoteleiro no Brasil .....	30
3.2	O Negócio Hotel.....	32
3.3	Classificação de Empreendimentos Hoteleiros e Meios de Hospedagem.....	34
3.3.1	Patamares de Preço ou <i>Price Points</i> .....	38
3.4	Indicadores de Desempenho em Empreendimentos Hoteleiros .....	39
3.4.1	Diária Média.....	40
3.4.2	Taxa de Ocupação .....	41

3.4.3 Receita por apartamento disponível .....	42
3.4.4 Índice de Penetração de Mercado .....	43
3.4.5 <i>Gross Operating Profit</i> e <i>Net Operating Income</i> .....	44
4 HOTEL COMO PRODUTO DE INVESTIMENTO .....	47
4.1 Ciclos de Oferta de Real Estate e Empreendimentos Hoteleiros .....	47
4.2 Qualidade de Investimento em Projetos Hoteleiros .....	51
4.2.1 Resultado Operacional Disponível (RODi) .....	51
4.2.2 Taxa Interna de Retorno e Valor da Oportunidade de Investimento em Hotéis .....	54
4.3 Alternativas de Financiamento de Empreendimentos Hoteleiros no Brasil .....	56
4.3.1 Linhas de Crédito e <i>Funding</i> para Empreendimentos Hoteleiros .....	57
4.3.2 Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados .....	60
4.4 Estruturação de Empreendimentos Hoteleiros .....	63
4.4.1 Empresa Operacional (OpCo) e Empresa Imobiliária (PropCo) .....	63
4.4.2 Contratos de Administração e Franquia .....	67
4.4.3 Contratos de Aluguel e Arrendamento .....	76
4.4.4 Sociedade em Contas de Participação (SCP) em Empreendimentos Hoteleiros .....	81
5. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII) .....	84
5.1 Panorama dos FII no Brasil .....	86
5.2 Estrutura e Funcionamento dos FII .....	87
5.3 Regulamentação e Tributação .....	93
5.3.1 Regulamentação .....	93
5.3.2 Tributação .....	94
5.3.3 Classificação dos FII .....	95
5.4 Empreendimentos Hoteleiros em FII .....	96

5.4.1 FII Continental Square Faria Lima (FMLA11).....	97
5.4.2 FII Hotel Maxinvest (HTMX11).....	98
5.4.3 FII XP Hotéis (XPHT11 e XPHT12).....	99
5.5 Panorama Internacional.....	101
5.6 Os <i>Lodging</i> REIT ou Hotel REIT – Dinâmica do mercado Americano .....	106
5.6.1 Estrutura e Características dos <i>Lodging</i> REIT Americanos.....	108
6 ESTRUTURAÇÃO DE FII HOTELEIROS.....	111
6.1 Aluguel Fixo.....	112
6.2 Aluguel variável em função da Receita Operacional .....	112
6.3 Aluguel variável em função do Resultado Operacional .....	114
6.4 Arbitragem de Valor de Hotéis ( <i>Valuation</i> ).....	116
6.4.1 Doutrina da Perenidade para arbitrar VOI.....	122
6.4.2 Arbitragem de Valor de um Hotel Protótipo.....	123
6.5 O desafio da Implantação de empreendimentos hoteleiros por meio de FII .....	128
6.6 Breve Análise comparativa entre os veículos FII e Condohotel .....	131
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	134
ANEXO A – ANÁLISE DE QUALIDADE DE INVESTIMENTO (AQI) DE EBI.....	136
ANEXO B – Regulamentação dos Condohotéis .....	139
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS .....	141

## 1 INTRODUÇÃO

A trajetória descendente da taxa básica de juros registrada no Brasil, que se acelerou em 2019, trouxe especial atenção ao mercado de Real Estate, que passa ganhar ainda mais relevância, tornando-o mais atrativo e competitivo frente a outros produtos de investimento, como os produtos de renda fixa por exemplo. Após alcançar o maior patamar dos últimos 10 anos no ano de 2015, quando chegou a 14,5% aa, a taxa SELIC iniciou, partir do ano de 2016, um movimento de queda, chegando a níveis até então nunca estabelecidos. A taxa SELIC é o referencial que influencia todas as taxas de juros no Brasil, como as praticadas entre as instituições financeiras, através dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI), e os Títulos Públicos Federais. Está diretamente relacionada aos juros praticados nos financiamentos bancários e na rentabilidade dos investimentos em renda-fixa. Frente a esta nova realidade, investir recursos com o objetivo de proteção de capital ou geração de renda tornou-se um exercício um pouco mais trabalhoso se comparado a tempos onde os produtos de renda fixa pagavam a inflação adicionada a um prêmio que chegava a 8%. A preocupação com a poupança, e acúmulo de recursos para aposentadoria, se torna discussão presente nas famílias e futuras gerações de Brasileiros. As novas gerações se tornam conscientes de que para manterem o padrão socioeconômico alcançado durante a vida profissional após cessarem suas atividades produtivas será necessário disciplina para acúmulo de patrimônio com capacidade de geração de renda, uma vez que é arriscado acreditar que os sistemas de seguridade social públicos possam proporcionar renda que assegure o mesmo padrão de vida alcançado antes da aposentadoria.

Segundo Takaoka (2008), entre os perfis de investidores que se preocupam em gerar renda mensal de longo prazo (RMLP) estão: (i) O investidor pessoa física, que está interessado na segurança de renda para si e sua família; (ii) investidores profissionais, gestores e administradores de carteiras para terceiros; (iii) investidores institucionais, interessados na segurança da renda para seus investidores e pensionistas.

No ambiente do Real Estate, os empreendimentos de base imobiliária (EBI) são capazes de gerar renda, de certa forma harmônica, no longo prazo. Entende-se por EBI aqueles empreendimentos geradores de renda, em função das atividades ou operações associadas ao bem imobiliário, através de aluguel por valor previamente fixado ou exploração de qualquer

atividade da qual se deriva ou resulte em renda. Como exemplos de EBI estão os edifícios de escritórios para locação (EEL), galpões logísticos, shopping centers e Hotéis.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) iniciaram no Brasil no ano de 1993, iniciando uma nova maneira de investir no mercado de Real Estate através deste veículo.

Moraes (2015), destaca que os FII regulamentados no Brasil tem como referência os *Real Estate Investment Trusts* (REIT) Americanos, criados naquele país nos idos dos anos 1960.

Os FII no Brasil vivem um momento de importante expansão. O número de interessados, que se tornaram cotistas, vem alcançando patamares históricos. Este crescimento exponencial teve início no ano de 2017 e vale destacar que o veículo vem atraindo principalmente investidores “pessoas físicas”.

O crescimento do veículo FII e o maior interesse do público em geral demandará uma atenção especial, por parte dos gestores e administradores, na busca por bons projetos. Especula-se que já estamos vivenciando uma corrida na busca de bons ativos capazes de gerar renda harmônica de longo prazo e conseqüentemente atrair novos cotistas. Um segmento ainda pouco explorado na indústria dos FII Brasileiros são os empreendimentos hoteleiros.

Segundo Rocha Lima (2016), os hotéis incluem-se entre os EBI capazes de atrair aquele investidor que busca renda em investimentos fundamentados nas seguintes premissas; (i) lastro de investimento de valor relativamente estável em ciclos longos, tendo em vista que investimento em Real Estate é conservador (ii) renda regular com um certo grau de harmonia e (iii) liquidez.

No Brasil, em função da escassez, ou até mesmo inexistência de linhas de crédito para financiamento da implantação e aquisição de hotéis fizeram que uma alternativa para desenvolver projetos neste mercado fosse utilizar como *funding*<sup>1</sup> a poupança de pequenos e médios investidores, quase em sua totalidade pessoas físicas, que passaram a investir neste setor

---

<sup>1</sup> Do inglês o termo *funding* é largamente utilizado no ambiente do Real Estate com o significado de identificar a equação de fundos, destino (no caso investimento) e origem dos recursos para desenvolvimento de empreendimentos.

através da aquisição de unidades hoteleiras (representadas por fração ideal resultante de incorporação imobiliária) com o objetivo de obter RMLP.

Até o início do ano de 2020 existiam somente 3 FII listados, e ativos, na B3 que possuíam hotéis como produto de investimento, sendo um exclusivo para investidores qualificados<sup>2</sup>. Como referência no mercado Americano existem 18 REIT do segmento hoteleiro, os *Lodging REIT*, alguns contendo mais de 100 hotéis em seus portfólios.

Os FII são veículos mais sofisticados de investimento em EBI e são capazes de dar acesso, a investidores em geral, a empreendimentos de grande porte, ou até mesmo a um portfólio de empreendimentos, através da aquisição de cotas. Os FII são condomínios de investidores administrados por uma instituição financeira e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Outro fator importante que deve ser destacado neste veículo de investimento é sua liquidez, principalmente se compararmos à aquisição de imóvel da forma tradicional, através de matrícula imobiliária.

O presente trabalho tem por hipótese avaliar os FII como veículos de investimento mais adequados para utilização no segmento hoteleiro Brasileiro, sendo uma alternativa mais inteligente para investidores que buscam no Real Estate a geração de RMLP. Para alcançar o resultado esperado se fez necessário promover uma análise do setor hoteleiro, destacando suas principais características e particularidades, a fim de avaliar como os empreendimentos hoteleiros se enquadram como um produto de investimento na crescente indústria dos FII Brasileiros.

## **1.1 Justificativa**

Uma etapa importante no processo de tomada de decisão para investir em EBI é o planejamento. As diferentes tipologias carregam características específicas e conseqüentemente suas capacidades de geração de renda estão diretamente relacionadas a penetração e comportamento de mercado e a sua eficiência operacional.

---

<sup>2</sup> Investidores pessoas físicas que comprovem possuir volume de, ao menos, R\$ 1.000.000,00 investidos em ativos financeiros, segundo Instrução CVM 554/2014

Segundo Asmussen (2004), no mercado hoteleiro as taxas de crescimento da oferta e da demanda raramente são aderentes, formando movimentos cíclicos resultantes do interesse crescente ou decrescente dos empreendedores e do equilíbrio da oferta e da demanda.

Mercados com desempenho positivo tendem a atrair empreendedores e o interesse exagerado pode causar desequilíbrio entre a oferta e a demanda, resultado em oferta superior a demanda. Como consequência os investidores se deparam com resultados inferiores aqueles esperados. Este cenário foi verificado no mercado hoteleiro de São Paulo nos períodos de 1999 a 2006 por exemplo, e a recuperação levou alguns anos até o mercado absorver a nova oferta.

No Brasil, tradicionalmente o desenvolvimento de empreendimentos hoteleiros urbanos utiliza a partilha do investimento através de matrícula imobiliária, o que é denominado como Condohotel, como veículo de desenvolvimento e investimento no setor, muito em função da inexistência de linhas de financiamento que viabilizassem os projetos. Desta forma, a principal fonte geradora de investimento no segmento hoteleiro Brasileiro foi o pequeno e médio investidor.

O cenário observado em São Paulo teve como principais agentes motivadores os Incorporadores Imobiliários, do lado do desenvolvimento, e os pequenos investidores, que tradicionalmente investiam em imóveis através da aquisição de unidades em condomínio, neste caso em condomínios hoteleiros ou *flats*. A baixa liquidez e as complexidades em administrar um condomínio com operação dinâmica foram as principais queixas dos investidores.

A principal contribuição deste trabalho será avaliar o veículo FII como veículos de investimento em hotéis no Brasil. Os FII vêm atraindo um número crescente de pequenos e médios investidores pessoas físicas, mesmo perfil de investidor que historicamente investiu em empreendimentos hoteleiros através de outros veículos de investimento.

Neste contexto, os FII apresentam-se como uma alternativa eficaz de investimento que deveria ser estimulada no segmento hoteleiro por ser um veículo mais inteligente para aquele público que tradicionalmente investe no setor, e pelo lado dos administradores de FII como forma de diversificação de carteiras.

## 1.2 Objetivos

O objetivo principal da presente dissertação é avaliar a oportunidade e tomar conclusões a respeito da utilização dos FII como veículos de investimento em projetos hoteleiros no Brasil. Para o qual aplicou-se a metodologia descrita adiante, na seção 1.3.

Tendo em vista o contexto apresentado na introdução pretendeu-se nesta dissertação fornecer subsídios para formatação de projetos hoteleiros estruturados através de FII e auxiliar no processo de tomada de decisão por parte dos investidores ao considerarem o investimento no segmento hoteleiro como parte de seus portfólios de investimentos em Real Estate, com foco na geração de RMLP.

Ao final da pesquisa alcançou-se alguns objetivos específicos, que compreenderam:

- a. Obter uma visão geral dos EBI e seus veículos de investimento;
- b. Avaliar os hotéis como produtos de investimento e suas principais características;
- c. Obter uma visão geral dos FII como veículos de investimento no Brasil e um panorama internacional;
- d. Avaliar a formatação de um FII com ativos hoteleiros;
- e. Produzir informação afim de incentivar a estruturação de FII com empreendimentos hoteleiros em seus portfólios.

Pouco se pesquisou no Brasil sobre os empreendimentos hoteleiros no âmbito do Real Estate, desta forma o presente trabalho pretende contribuir ao meio acadêmico na produção de conhecimento na área no que diz respeito a esta classe de ativo imobiliário com características distintas.

A utilização dos FII como veículo de investimento em projetos hoteleiros já foi e vem sendo utilizada no Brasil. Porém, frente ao tamanho deste mercado, a participação do veículo ainda é inexpressiva. O presente trabalho busca consolidar informações conforme regulações e práticas do mercado Brasileiro, e apresentar e discutir a realidade presente no mercado Americano, onde os hotéis ocupam um espaço relevante no universo dos REIT.

### 1.3 Metodologia

Para alcançar o objetivo da pesquisa, foi realizada coleta de informações referentes ao mercado de EBI em geral, pretendendo-se obter um panorama atual deste segmento da economia, evidenciando a importância da pesquisa, e a relevância do segmento hoteleiro no âmbito do Real Estate. Este levantamento foi realizado através da utilização como fonte de dados de livros e trabalhos sobre o assunto, artigos científicos, as publicações de consultorias especializadas e órgãos de classe, legislação pertinente e uma breve pesquisa de campo com consulta direta a redes hoteleiras, empreendedores e consultores. Com o propósito de balizar a discussão foi dada especial atenção a apresentação dos hotéis como produto de investimento, suas alternativas de estruturação, principais fatores para obtenção dos retornos e o papel dos Operadores hoteleiros neste contexto.

Na sequência da coleta de dados para contextualização do mercado hoteleiro, no âmbito do Real Estate, buscou-se identificar os veículos de investimento que tradicionalmente são utilizados no Brasil para investir em EBI.

A pesquisa sobre o tema propriamente dito inicia-se com a conceituação e apresentação dos FII no Brasil, com um breve histórico deste veículo de investimento, suas regulações, principais características e aplicabilidade ao segmento hoteleiro.

A identificação e análise dos FII que já alocam seus recursos no segmento hoteleiro vieram a contribuir e enriquecer esta análise e discussão. Nesta etapa buscou-se estabelecer um paralelo entre a realidade dos FII Brasileiros com a encontrada no mercado Americano, através dos REIT, identificando as características deste mercado mais evoluído onde o segmento hoteleiro tem participação consolidada. Para tal, obteve-se informações consultando bibliografia publicada sobre os REIT, especialmente os *Lodging REIT*, e analisou-se os relatórios publicados pelas instituições utilizando como ferramenta para esta busca a rede mundial de computadores (internet).

Concluída a coleta de dados, que contribuiu efetivamente para contextualização do ambiente, a etapa seguinte foi o tratamento dos dados e a proposição dos FII como um veículo para o investimento no segmento hoteleiro Brasileiro. A proposição é sustentada após a análise crítica

dos dados e uma discussão das alternativas de formatação e utilização deste veículo para investimento em projetos hoteleiros numa escala maior que a até então utilizada.

Por fim, pretendeu-se demonstrar que a hipótese de que a utilização do FII como veículo de investimento em empreendimentos hoteleiros no Brasil, sendo uma alternativa mais inteligente, sofisticada e vantajosa para aqueles investidores que buscam RMLP, é verdadeira e para tal promoveu-se uma breve análise comparativa com o produto que tem importante participação neste mercado, os Condohoteis.

#### **1.4 Estrutura do texto**

A estrutura do texto foi organizada em capítulos indicados a seguir:

Capítulo 1- Introdução: Trata-se do capítulo introdutório, onde será apresentada a problemática, a hipótese, os objetivos, a importância do tema e a metodologia adotada afim de alcançar os resultados esperados.

Capítulo 2- Investimentos em Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI): Neste capítulo serão apresentados, de uma maneira resumida, os principais veículos de investimento em EBI no Brasil e suas características. Brevemente foi abordado o FII como um dos veículos.

Capítulo 3- Empreendimentos Hoteleiros: Nesta etapa, pretendeu-se apresentar um panorama atual da indústria hoteleira no Brasil, suas características e algumas regulações. Foi abordado o negócio hotel, apresentando seus principais indicadores.

Capítulo 4- Empreendimentos hoteleiros como produto de Investimento: Neste capítulo foram apresentados indicadores para uma análise de qualidade do investimento (AQI), uma breve análise dos ciclos de oferta de Real Estate, as linhas de crédito e alternativas de *funding* para empreendimentos hoteleiros e como os empreendimentos hoteleiros são estruturados.

Capítulo 5- Os fundos de Investimento Imobiliário – FII: O capítulo 5 traz uma apresentação sobre os FII no Brasil, seu histórico, evolução da Legislação e classificação

dos FII. Aproveitou-se deste capítulo para apresentar os FII hoteleiros já existentes no Brasil. Nesta etapa também foi promovida uma análise do contexto internacional, com especial ênfase

ao mercado Americano onde o segmento hoteleiro tem participação relevantes através dos *Lodging REIT*.

Capítulo 6 - Estruturação de FII Hoteleiros: Nesta etapa foram apresentadas proposições de estruturação de FII hoteleiros refletindo as regulações vigentes e incluindo *Valuation* (arbitragem de valor) de hotéis. O capítulo também aborda uma breve análise comparativa entre os FII e os Condohoteis.

Capítulo 7 - Considerações finais: Nesta etapa é apresentada a conclusão do trabalho e a sugestão de pesquisas futuras acerca do tema.

Anexo A - Indicadores para Análise da Qualidade de EBI: Neste anexo pretendeu-se apresentar os conceitos dos principais indicadores utilizados numa análise de qualidade de investimento em EBI, com a pretensão de auxiliar os leitores não familiarizados com o tema;

Anexo B - Regulamentação dos Condohoteis: Nesta etapa abordou-se as principais características instrução CVM 602, que regula os Contratos de Investimento Coletivo (CIC) Hoteleiros;

Referências Bibliográficas: São apresentadas todas as referências utilizadas para elaboração do presente trabalho.

## 2 INVESTIMENTOS EM EBI NO BRASIL

Segundo Rocha Lima et al (2011), empreender em Real Estate obriga a decisões que comprometem grande capacidade de investimento para fazer empreendimentos sem flexibilidade, cujos resultados serão alcançados em um prazo muito longo em relação ao momento da decisão.

Decidir sobre a aquisição, ou destinação, de um terreno e a construção de um Empreendimento Imobiliário<sup>3</sup> ou de um EBI implica em uma decisão importante, de caráter estrutural. Todos os processos de planejamento e estudo de mercado, desenvolvimento de projetos e posterior implantação, requerem um grau de especialidade e consomem tempo e capital.

Do momento do planejamento, que conduzirá a decisão de execução do empreendimento, até sua efetiva inserção de mercado poderão se passar 3 ou 4 anos. A decisão de empreender acarretará numa sequência de ações que irão diminuir a flexibilidade e a capacidade de promover alterações relevantes durante e após a fase de implantação. A partir do momento da tomada de decisão de empreender o empreendimento vai perdendo flexibilidade ao longo do processo:

- I. Quando se decidiu pelo produto a ser implantado, ter seu projeto aprovado e sua construção iniciada, o terreno perdeu sua flexibilidade.
- II. Ao obter uma solução de *funding*, os órgãos financiadores ou os potenciais parceiros avaliaram e decidiram participar do projeto com base nas informações iniciais apresentadas.
- III. Detalhamento dos projetos executivos e efetivo início da construção. Sendo este um dos principais fatores de enrijecimento do projeto. Alterações nesta fase poderão ser inviáveis do ponto de vista econômico-financeiro e até mesmo técnico.

Os exemplos indicados acima de uma maneira abrangente representam que o empreendedor se comprometeu com uma estimativa de investimento e uma expectativa de comportamento de

---

<sup>3</sup> Empreendimentos imobiliários são aqueles voltados para venda, ou seja, o empreendedor busca alcançar o retorno do investimento na venda do empreendimento e não na obtenção de renda advinda de seu uso.

mercado, que só se comprovarão ou serão reconhecidos no momento da implantação e efetiva conclusão, com sua inserção no mercado. Podemos elencar como riscos eventuais desvios de prazos e custos e a alteração do comportamento do mercado no momento de inserção.

“Empreendimentos do Real Estate têm reduzida capacidade de readaptação em função de impactos de quebras de comportamento que possam se descolar das expectativas que fundamentaram a decisão de executar. Se a decisão é fruto de uma rotina primitiva, que conduz da ideia a ação, sem análises críticas, então, qualquer distúrbio comportamental reduzirá a geração de resultados, deixando ao decisor pouca margem de reorganização para compensar as quebras ocorridas. Essas evidências indicam que as rotinas da decisão devem passar pelo planejador, que deverá concentrar análise e crítica, para, antecipadamente, simular situações de quebras de comportamento no futuro que auxiliem a decisão de como fazer ou até permitam avaliar se é admissível correr risco de fazer” (Rocha Lima, et al. 2011).

A fase de planejamento resulta em produzir informação. Não se trata de elaborar qualquer ou muita informação, mas um conjunto de informações ajustadas na medida adequada para dar sustentação às decisões de empreender.

Em geral, no Brasil as decisões de investimento em Real Estate tendem a ser mal fundamentadas, pela razão principal de que os investidores inferem a premissa de que a proteção natural do investimento está na existência do bem, na sua baixa velocidade de depreciação, e na tendência, que se evidencia nos mercados, de que preços de transação não sofrem alterações bruscas em ciclos curtos, ou até mesmo que os valores dos empreendimentos não se perdem no tempo. Ou seja, que no ambiente do Real Estate, o investimento está de certa forma protegido de eventuais perdas inflacionárias ou mesmo depreciação no seu valor.

Como característica, os EBI apresentam ciclos operacionais mais longos, e os fluxos de retornos se apresentam de uma forma mais harmônica.

Segundo Rocha Lima (2011), podemos avaliar os EBI sob dois prismas:

- a) Sustentação do valor como lastro dos investimentos e;
- b) Capacidade de geração de fluxo de caixa com um certo grau de estabilização;

Como qualquer projeto de desenvolvimento em Real Estate o planejamento é discutido num processo de validação da decisão de investir que no caso dos EBI podem se abrir em:

- a) Implantar e operar para receber renda;
- b) Comprar e receber renda.

Independente da magnitude do empreendimento, estas premissas são válidas e tornam os EBI um importante veículo de investimento para geração de renda homogênea e RMLP.

O pequeno investidor que decide construir uma casa para alugar, ou comprar uma sala num edifício de escritórios para locação, ou um quarto de um hotel, tem como expectativa obter RMLP, porém dispõe de conhecimento e informação através de ferramentas, muitas vezes, menos ou pouco sofisticada, diferente de grandes investidores profissionais e gestores de fundos de investimento, que contam com estruturas de análise e planejamento para posicionarem seus investimentos em grandes empreendimentos como Shopping Centers, Centros Logísticos, Edifícios de Escritórios e grandes complexos hoteleiros.

Segundo Takaoka (2009), no caso específico para geração de RMLP, as expectativas dos pequenos investidores ao posicionarem seus recursos, são:

- (i) Renda para assegurar independência financeira futura;
- (ii) Renda para prover a manutenção da qualidade de vida no futuro;
- (iii) Renda para atender necessidades e aspirações futuras, em vista da possibilidade de perda de parte das rendas presentes por desemprego, aposentadoria ou outro fator que reduza a capacidade de geração de renda por meio do trabalho ou investimentos atuais.

Como fatores secundários há que se considerar:

1. A confiança do investidor na capacidade do investimento manter, por um longo período, uma renda homogênea e atualizada (protegida da inflação);
2. A possibilidade de o investimento em ativos que geram RMLP ser uma poupança para eventuais imprevistos, como doença ou revés, e que geram a necessidade de se desfazer do investimento. Neste caso o investimento deve ter liquidez, ou servir de garantia para empréstimos.

Logo, há que se considerar o impacto dos impostos, taxas e a capacidade dos ativos de se manterem competitivos ao longo do tempo com o objetivo de gerar a esperada RMLP homogênea e estável ao longo do tempo.

O investimento no setor hoteleiro traz algumas características específicas, e particulares, que trazem uma maior complexidade se comparados a outros EBI. Nos hotéis, a capacidade de geração de renda está diretamente relacionada, entre uma série de outros fatores, a capacidade e eficiência operacional dos Operadores ou administradores dos empreendimentos. Desta forma a eficiente gestão das despesas operacionais, a capacidade de promoção e uma robusta rede de distribuição<sup>4</sup>, tem impacto direto no retorno aos investidores.

Segundo Rocha Lima (1994), os EBI apresentam um ciclo de vida (da concepção a operação) que pode ser identificado como ciclos de Formatação, Implantação, Operação e Período de Exaustão (sendo este um período virtual).

O ciclo de formatação considera o estudo do mercado, a concepção do produto, análises econômicas-financeiras e a elaboração de diretrizes e estratégias para implantação. Em linhas gerais, uma confirmação da decisão de investir. No ciclo de implantação ocorre a construção efetiva do empreendimento e a instalação de todos equipamentos necessários para sua operação, esta fase pode ser de maior ou menor complexidade, variando em função da categoria e segmento que o respectivo empreendimento estará posicionado. No ciclo de implantação, ocorre também a fase de testes e comissionamentos para início da fase operacional. Vale destacar que, nos empreendimentos hoteleiros, na fase de implantação deve-se considerar todas as despesas pré-operacionais necessárias e o capital de giro para o início do ciclo operacional.

No ciclo de operação ocorrerá a exploração do empreendimento, com a geração de receitas e consequentes despesas. Vale descartar que em empreendimentos hoteleiros algumas despesas operacionais estão diretamente relacionadas ao desempenho (a taxa de ocupação por exemplo), assim é fundamental precificar as tarifas de uma forma coerente para que se consiga atingir um resultado saudável. O último ciclo é o Período de Exaustão do empreendimento (EBI), que é

---

<sup>4</sup> Canais onde os hotéis disponibilizam seus quartos para reservas, através de agentes, meios eletrônicos e acordos comerciais.

caracterizado pelos investimentos (*Capital Expenditures ou CAPEX*) em reciclagem e atualização de uma forma que torne o empreendimento competitivo e com capacidade de continuar com a penetração de mercado similar ao ciclo anterior (ciclo operacional). O período de exaustão é um período virtual determinado para uma AQI no EBI. Trataremos de indicadores utilizados nos empreendimentos hoteleiros e arbitragem de valor de hotéis (*Valuation*) em capítulos específicos mais adiante.

## **2.1 Alternativas para Investir em EBI**

No Brasil, especialmente para o pequeno e médio investidor, as alternativas para investimento em EBI com viés de obtenção de RMLP estão limitados a algumas alternativas. Isso ocorre muito em função da limitação de alternativas de crédito e financiamento para o desenvolvimento ou para aquisição de EBI. Alternativas para o investimento em EBI disponíveis no Brasil são:

- Investimento através de aquisição e/ou construção de empreendimentos diretamente com recursos próprios, caracterizado através de matrícula imobiliária;
- Investimento através de aquisição e/ou construção de empreendimentos diretamente com recursos próprios e utilizando financiamento bancário, caracteriza através de matrícula imobiliária (eventual alienação fiduciária ao banco cedente);
- Investimento através de aquisição de frações ideais em estruturas de condomínio edilício caracterizadas através matrícula imobiliária. Em sua grande maioria esta modalidade é resultado de aquisição de unidades resultantes de incorporação imobiliária. Podemos incluir nesta categoria os Hotéis desenvolvidos através do veículo Condohotel, que será apresentado com mais detalhes em capítulo mais adiante.

Em todas estruturas indicadas acima a RMLP advém do recebimento de aluguel, e os investidores podem ou não contar com estruturas de assessoria como administradores imobiliários.

Outras estruturas, mais sofisticadas, estão disponíveis, mas nem sempre acessíveis aos pequenos e médios investidores. Algumas destas estruturas estão disponíveis somente através do mercado de capitais, outras podem ser acessadas diretamente com os originadores ou empreendedores.

### 2.1.1 Fundos de Investimento em Participações (FIP):

Investimento através de uma comunhão de recursos captados através do sistema público de distribuição, que destina a maior parte do patrimônio para aquisição de bens, ações, debentures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. É constituído sob a forma de condomínio fechado. Mesmo não sendo exclusivamente criado para o ambiente do Real Estate, os FIP vem sendo amplamente utilizados por investidores como veículo de investimento neste ambiente, para empreendimentos imobiliários e também EBI. Os FIP seguem a instrução CVM 578 de 2006.

### 2.1.2 Fundos de Investimento Imobiliário (FII):

Os FII promovem o investimento através de aquisição de cotas, resultado de partilha do investimento, em um ou mais imóveis. Um FII pode ter suas cotas negociadas em bolsa de valores, permitindo o acesso do pequeno investidor, ou pode ser fechado, não negociados em bolsa de valores. A geração do retorno se dá através da distribuição do aluguel proveniente do imóvel ou dos imóveis pertencentes ao fundo. A operação e administração do fundo acontece obrigatoriamente por agentes profissionais devidamente habilitados nos órgãos competentes, especialmente a Comissão dos Valores Imobiliários (CVM). Os FII seguem a instrução CVM 472, de 2008. O detalhamento de um FII será exposto mais adiante em capítulo específico.

### 2.1.3 Sociedades de Propósito Específico (SPE):

As sociedades de Propósito Específico podem ser conceituadas como sociedades organizadas sob um dos tipos societários existentes na ordem jurídica Brasileira.

Segundo Petrechem (2016), as Sociedades de Propósito Específico representam uma estrutura negocial que reúne interesses e recursos para execução de um empreendimento específico e pré-determinado, com personalidade jurídica distinta.

Esta estrutura é muito utilizada para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, apartando o empreendimento específico da estrutura jurídica da companhia incorporadora, segregando os riscos ou a influência da incorporadora no empreendimento.

Vedrossi (2002), destaca que as SPE foram criadas para suportar operações de securitização, considerando que os investidores em títulos securitizados têm grande interesse e preocupação na qualidade dos recebíveis e do ativo originado, sendo essencial a separação das estruturas jurídicas do empreendimento e do originador. A eventual remuneração dos participantes de uma SPE se dá através do pagamento de dividendos e a tributação segue a Legislação pertinente.

#### 2.1.4 Sociedade em Conta de Participação (SCP):

Conforme definição de Uqbar (2019),

(...) a Sociedade em Conta de Participação (SCP) é uma sociedade contratual, prevista no Código Civil (artigos 991 a 996), bastante utilizada para estruturar operações no mercado imobiliário. Diferentemente das sociedades comerciais, a SCP não é constituída por meio de registro em junta comercial. Porém deve ser inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) para fins meramente fiscais. A SCP não possui personalidade jurídica e, portanto, não é capaz de assumir obrigações em seu próprio nome, sendo composta por um sócio ostensivo (que representa a SCP perante terceiros) e por um ou mais sócios participantes. Todas as atividades empresariais da SCP são conduzidas pelo sócio ostensivo, restando aos sócios ocultos, em geral, prover os bens, ativos e recursos financeiros necessários à consecução dos objetivos sociais.

Muito utilizada em empreendimentos hoteleiros pulverizados, em que o operador hoteleiro assume o papel de sócio ostensivo, e os investidores proprietários de unidades habitacionais, o papel de sócios participantes. O modelo de SCP em empreendimentos hoteleiros será apresentado mais adiante.

### **3 EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS**

Segundo Rushmore et Baum (2001), as origens da hotelaria remetem aos anos 500 A.C, onde pequenas moradias serviam de abrigo para mercadores que transitavam em busca de mercadorias. Deste modesto início a indústria hoteleira evoluiu assumindo um papel fundamental no desenvolvimento do comércio ao redor do mundo. Porém, os primeiros registros de regulamentação destes tipos de empreendimentos remetem a 2.000 A.C, na Babilônia, previstos no código de Hammurabi que regulou tavernas e pousadas prevalentes na época e que proviam comida e acomodação para viajantes, Os jogos olímpicos, que iniciaram na Grécia em 779 A.C, impulsionaram as viagens dos competidores e espectadores, criando demanda para acomodação.

Segundo Nunes (2004), o desenvolvimento da indústria hoteleira no Brasil teve seu primeiro grande impulso com a mudança da corte Portuguesa para o Rio de Janeiro, em 1808.

Com o passar dos anos, a evolução dos mercados e o advento da globalização, os empreendimentos hoteleiros cada vez mais são observados como produtos de investimento no âmbito do Real Estate, sendo uma alternativa de diversificação para aqueles que buscam investir em EBI, com foco na geração de RMLP.

#### **3.1 Panorama do Mercado Hoteleiro no Brasil**

Conforme relatório “Hotelaria em Números – Brasil, 2019” publicado pela consultoria imobiliária JLL (2019), não é possível afirmar, em função da inexistência de dados oficiais, o número total da oferta hoteleira existente no Brasil. Neste relatório estimou-se o número próximo a 10.501 empreendimentos, segmentados entre Hotéis e Flats, e os dividiu em empreendimentos pertencentes a: (i) marcas nacionais, (ii) marcas internacionais, (iii) hotéis independentes com até 20 quartos e (iv) hotéis independentes com mais de 20 quartos. Conforme adotado no relatório a JLL determinou como um hotel independente aquele que não está vinculado a uma rede hoteleira consolidada e aqueles que, caso venham a fazer parte de

uma rede, estejam associados a uma rede que não tenha mais que 600 quartos no total<sup>5</sup>. A tabela a seguir demonstra a segmentação definida pela consultoria JLL e o correspondente número de quartos. No total, a consultoria estima que até junho de 2018 existiam no Brasil mais de 550.000 quartos de hotel em operação.

Tabela 1. Total de hotéis no Brasil-Fonte: “Hotelaria em Números – Brasil 2019”, JLL (2019)

<b>Tipo</b>	<b>Hotéis</b>	<b>%</b>	<b>Quartos</b>	<b>%</b>
Hotéis e Flats de Marcas Nacionais	668	6,4%	100181	18,0%
Hotéis e Flats de Marcas Internacionais	607	5,8%	105347	18,9%
Hotéis Independentes até 20 quartos	3724	35,5%	41395	7,4%
Hotéis Independentes com mais de 20 quartos	5502	52,4%	309257	55,6%
<b>Total</b>	<b>10501</b>	<b>100%</b>	<b>556180</b>	<b>100%</b>

A oferta hoteleira no Brasil sofreu um incremento e uma qualificação, que foi observada num ciclo que teve seu início em meados dos anos 2010 e teve seu auge em 2013. O bom momento econômico registrado no País neste período, aliado ao acontecimento de grandes eventos, mais precisamente Copa do mundo de futebol em 2014 e Jogos Olímpicos do Rio de Janeiro em 2016, trouxeram atenção especial a necessidade de qualificação da infraestrutura urbana, e neste contexto a necessidade de incremento de leitos para os futuros visitantes das cidades sede da Copa do mundo de futebol, e especialmente na cidade do Rio de Janeiro sede da final da Copa do Mundo de futebol e dos Jogos Olímpicos de 2016. A atenção dada ao setor de hospedagem, aliados a expectativa de crescimento econômico sustentável, a disponibilidade de crédito e níveis de emprego próximos a plenitude, estimularam o desenvolvimento de uma série de projetos imobiliários e hoteleiros por todas as regiões do Brasil. Vale destacar que algumas cidades sede da copa do mundo promoveram incentivos para construção de Hotéis, exemplo de Belo Horizonte e Rio de Janeiro, aumentando o potencial construtivo de terrenos localizados em algumas regiões destas cidades para construção de hotéis. Nem todos os projetos concebidos neste período foram finalizados, alguns ainda estão em fase de construção, e suas respectivas aberturas (início da fase de operação) devem ser refletidas nos futuros relatórios de oferta das consultorias especializadas.

---

<sup>5</sup> Grupos de menor porte, que venham a possuir mais de um empreendimento, foram caracterizados como independentes quando o número total de quartos, somando os quartos de cada empreendimento participante, seja inferior a 600.

Segundo levantamento da consultoria especializada Hotelinvest (2019), divulgado no relatório “Panorama da Hotelaria Brasileira – Perspectivas de desempenho e nova oferta”, de setembro/2019, existem no Brasil 177 projetos hoteleiros em fase de implantação, espalhados por todo território nacional, que totalizam 25.984 quartos. Não existem dados sobre o estágio destes projetos ou confirmação segura das datas de início de suas operações.

O relatório destaca que em torno de 50% da nova oferta está em implantação em cidade de até 300 mil habitantes.

### **3.2 O Negócio Hotel**

Segundo Wanderley (2004), o produto turístico, como lazer ou qualquer outra motivação para viagem, é constituído por três serviços básicos: (i) o transporte, (ii) a hospedagem (incluindo a alimentação) e (iii) o atrativo. De uma forma geral, a função essencial de um Hotel é acomodar as pessoas que estão longe de casa e atender suas necessidades básicas.

Segundo Morrison apud Mattos (2004), a indústria da hospitalidade inclui uma variedade de organizações e negócios interdependentes e inter-relacionados envolvidos na missão de atender as necessidades dos consumidores que se encontram longe de casa.

Esta interdependência entre bem de raiz e prestação de serviços fazem dos Hotéis um EBI de características bem especiais, uma vez que esta inter-relação tem impacto direto na geração de receita, nas despesas operacionais e conseqüentemente nos resultados operacionais e conseqüente retornos aos investidores. Os serviços oferecidos por um empreendimento hoteleiro são atributos muito sensíveis aos consumidores, e que não estão diretamente relacionado ao produto imobiliário.

Desta forma, segundo Southern apud Mattos (2004), a indústria hoteleira se enquadra ,como um todo, no setor de serviços, o que remete a quatro características básicas:

- **Percibilidade:** Os bens podem ser estocados para vendas futuras, enquanto os serviços e o tempo não têm como ser estocados;
- **Heterogeneidade:** Enquanto os bens são produzidos em massa, apresentando um padrão de qualidade homogêneo, o serviço oferecido a um cliente não é totalmente igual ao oferecido a outro cliente. São dependentes de pessoas, além de serem avaliados pela rapidez e qualidade

de processos de prestação;

- **Inseparabilidade:** A cadeia de distribuição da maioria dos bens consiste em, ao menos três locais distintos: onde é produzido, onde é comercializado e onde é consumido. Nos serviços, as etapas de produção e consumo ocorrem no mesmo local, e a etapa de venda pode ou não acontecer no mesmo local, particularmente no caso dos hotéis;
- **Intangibilidade:** Os serviços são intangíveis à medida que são atividades, ou uma série de atividades não palpáveis, ou seja, os serviços só podem ser avaliados quando consumidos.

Tal interdependência entre bem imobiliário e prestação de serviços é o desafio constante no sucesso dos empreendimentos hoteleiros, aliar engajamento e excelência na prestação de serviços com o desenvolvimento do bem de base imobiliária, com o objetivo de obter o retorno planejado na sua concepção. Mas, historicamente, os empreendimentos hoteleiros não foram avaliados com este viés.

Segundo Asmussen et al (2002), até a metade do Século XX os hotéis, em sua grande maioria construídos com recursos próprios e operados por seus próprios proprietários, eram vistos por seus proprietários sob uma perspectiva de rentabilidade meramente operacional. Não havia uma visão de retorno sobre um investimento. O empreendimento era entendido simplesmente como um monumento perene, cuja própria existência era a justificativa e o retorno do investimento.

Entretanto, estes tempos mudaram e os empreendimentos hoteleiros cada vez mais estão inseridos na dinâmica natural do ambiente de Real Estate, como um EBI, onde os investidores buscam retornos compatíveis com as taxas de atratividade do setor, e em função dos riscos inerentes ao negócio, riscos estes correlacionados muitas vezes à complexidade dos empreendimentos hoteleiros. Atualmente, os hotéis fazem parte de portfólios de grandes investidores, de fundos de pensão, investidores institucionais e de pequenos e médios investidores, que investem através de fração em condomínios hoteleiros ou cotas de FII. A gestão dos hotéis está profissionalizada e a indústria cresce exponencialmente de uma forma global. Pode-se afirmar que estamos vivendo a era de ouro do turismo e o setor hoteleiro se beneficia diretamente neste contexto. Cada vez mais as novas gerações dão valor a experiências, valorizando as viagens e o conhecimento de novas culturas, e as companhias se tornam cada vez mais globais, atuando em diversos países, incluindo as companhias nacionais que estão expandindo seus negócios por todo território nacional, fomentando o turismo de negócios. No

desenvolvimento da indústria diversas categorias e segmentações de empreendimentos hoteleiros foram criadas, em função dos atributos dos empreendimentos, de suas localizações, das características da demanda turística e do seu público alvo.

### **3.3 Classificação de Empreendimentos Hoteleiros e Meios de Hospedagem**

Entre os EBI os empreendimentos hoteleiros apresentam uma dinâmica específica na busca de ocupantes, neste caso os hóspedes, em um ambiente que apresenta considerável grau de competitividade. É a busca diária de um cliente disposto a eleger o empreendimento como seu meio de hospedagem em uma necessidade de viagem. Ao longo dos anos a indústria hoteleira se desenvolveu, criando uma série de tipologias e categorias de empreendimentos, sempre alinhadas com as necessidades da demanda, ou até mesmo estimulando uma nova dinâmica. Faz parte do mercado competitivo a necessidade constante de evidenciar os atributos dos produtos e serviços ao público, que tem a opção de eleger aqueles que mais se aproximam as suas necessidades. Assim, os empreendimentos hoteleiros, e os meios de hospedagem em geral, foram se segmentando através de classificações que refletem seus atributos e características, algumas classificações seguem uma maneira mais formal, através de Legislação específica, como é o caso do Brasil, outras são definidas pela própria indústria hoteleira, de uma maneira informal e mais abrangente.

Segundo Rushmore et Baum (2001), os hotéis são desenvolvidos e localizados para atrair mercados específicos. Como os empreendimentos se diferenciam em função de seus atributos, suas localizações e serviços oferecidos, tais características impactam diretamente o resultado econômico e financeiros dos empreendimentos. Sendo assim, a definição e a classificação corretas dos empreendimentos se tornam importantes.

Rushmore et Baum (2001), classificam os hotéis conforme:

1. Tipologia do produto e serviços oferecidos;
2. Categoria e qualidade do produto e serviços oferecidos;
3. Localização

No Brasil, o Ministério do Turismo elaborou o Sistema Brasileiro de Classificação Meios de Hospedagem, que segundo o Ministério é uma ferramenta de comunicação entre o setor hoteleiro e os turistas, com o objetivo de orientá-los em suas escolhas de maneira clara e

objetiva. Este sistema deve ser interpretado em conjunto com a Lei 11.771/2008- Art. 23 e a Portaria n.100/11 do Ministério do Turismo, que define meios de hospedagem em:

- Hotel
- Resort
- Hotel Fazenda
- Cama e Café
- Hotel Histórico
- Pousada
- Flat / Apart-Hotel

A cartilha de orientação básica do Sistema de Classificação de Meios de Hospedagem (2010), define hotel como:

“Estabelecimento com serviço de recepção, alojamento temporário, com ou sem alimentação, ofertados em unidades individuais e de uso exclusivo dos hóspedes, mediante cobrança de diária”.

O Sistema Brasileiro de classificação de Meios de Hospedagem (2010) classifica os hotéis através de estrelas, estabelecendo as categorias de 1 (uma) a 5 (cinco) estrelas, conforme atendimento de requisitos de infraestrutura, serviços e sustentabilidade, que são sumariamente descritos a seguir, conforme categoria:

Uma Estrela: Serviço de recepção aberto por 12 horas, área total de quarto ou Unidade Habitacional (UH) de no mínimo 9 m<sup>2</sup>, troca de roupa de cama uma vez por semana, serviço de café da manhã, medidas permanentes para redução do consumo de água e energia elétrica, gerenciamento de resíduos sólidos com foco na redução, monitoramento da satisfação dos hóspedes através de meios de pesquisa de opinião;

Duas Estrelas: Serviço de recepção aberto por 12 horas, área total de quarto ou Unidade Habitacional (UH) de no mínimo 13 m<sup>2</sup>, troca de roupa de cama duas vezes por semana, quartos equipados com televisão, serviço de café da manhã, possibilidade de pagamento através de cartões de débito ou crédito, medidas permanentes para redução do consumo de água e energia

elétrica, gerenciamento de resíduos sólidos com foco na redução, monitoramento da satisfação dos hóspedes através de meios de pesquisa de opinião;

Três Estrelas: Serviço de recepção aberto por 18 horas, área total de quarto ou Unidade Habitacional (UH) de no mínimo 16 m<sup>2</sup>, troca de roupa de cama em dias alternados, troca de roupa de banho diariamente, quartos equipados com televisão, serviço de café da manhã, acesso à internet, possibilidade de pagamento através de cartões de débito ou crédito, medidas permanentes para redução do consumo de água e energia elétrica, gerenciamento de resíduos sólidos com foco na redução, monitoramento da satisfação dos hóspedes através de meios de pesquisa de opinião;

Quatro Estrelas: Serviço de recepção aberto por 24 horas, área total de quarto ou Unidade Habitacional (UH) de no mínimo 18 m<sup>2</sup>, berço e equipamentos para bebês à pedido, troca de roupa de cama e banho diariamente, quartos equipados com televisão com canais por assinatura disponíveis, mesa de trabalho, sala de ginástica, ar-condicionado, restaurante, bar, estacionamento com manobrista, serviço de café da manhã, serviços de alimentação disponíveis nos quartos (*room-service*), acesso à internet, secador de cabelo nos quartos, lavanderia, mínimo de 3 serviços acessórios oferecidos no próprio hotel, possibilidade de pagamento através de cartões de débito ou crédito, medidas permanentes para redução do consumo de água e energia elétrica, gerenciamento de resíduos sólidos com foco na redução, monitoramento da satisfação dos hóspedes através de meios de pesquisa de opinião;

Cinco Estrelas: Serviço de recepção aberto por 24 horas, área total de quarto ou Unidade Habitacional (UH) de no mínimo 21 m<sup>2</sup>, disponibilidade de quartos com banheira, berço e equipamentos para bebês à pedido, troca de roupa de cama e banho diariamente, quartos equipados com televisão com canais por assinatura disponíveis, mesa de trabalho, sala de ginástica, ar-condicionado, restaurante, bar, estacionamento com manobrista, serviço de café da manhã, serviços de alimentação disponíveis nos quartos (*room-service*), acesso à internet, secador de cabelo nos quartos, lavanderia, sala de reuniões e eventos, mínimo de serviços acessórios oferecidos no próprio hotel, possibilidade de pagamento através de cartões de débito ou crédito, medidas permanentes para redução do consumo de água e energia elétrica, gerenciamento de resíduos sólidos com foco na redução, monitoramento da satisfação dos hóspedes através de meios de pesquisa de opinião.

Em geral, esta classificação promovida pelo Ministério do Turismo segue como uma referência como o objetivo de estabelecer um critério de divulgação de informações sobre os empreendimentos de uma forma clara e objetiva e, de certa forma, assegurar a competitividade de um mercado global, ou em um âmbito mais regional. Nos grandes centros e para aquele público que tem hábito de viajar constantemente, muitas vezes motivados por situações de cunho profissional, ou seja, o turista de negócios, a classificação dos empreendimentos hoteleiros está mais relacionada com o patamar de preços e eventualmente a marca relacionada ao empreendimento, que intuitivamente estabelece sua categoria. É usual encontrar uma classificação desenvolvida pelas próprias companhias hoteleiras para definir a categoria de suas marcas e conseqüentemente estabelecer patamares de preços. O assunto marcas e gerenciamento da operação de empreendimentos hoteleiros será tratado mais adiante.

Com a evolução da indústria hoteleira, que vem se tornando cada vez mais global, uma classificação utilizada de maneira mais efetiva no segmento segue aquela preconizada por uma reconhecida consultoria do segmento, a *Smith Travel Research Global*, ou simplesmente STR, que classifica os empreendimentos vinculados as redes da seguinte forma:

- *Luxury*
- *Upper Upscale*
- *Upscale*
- *Upper Midscale*
- *Midscale*
- *Economy*

E os empreendimentos não vinculados as redes, como:

- *Independent*

No Brasil, o Fórum dos Operadores Hoteleiros do Brasil (FOHB), uma entidade associativa que reúne 26 redes hoteleiras em atuação no País, promove o acompanhamento dos indicadores de ocupação e diária-média em diferentes mercados Brasileiros, e mesmo sem definir uma classificação formal e objetiva, indica em seus relatórios e informativos mensais três categorias:

- *Upscale*
- *Midscale*
- Econômico

Tanto o FOHB quanto a STR definem a classificação dos empreendimentos muito em função dos valores encontrados nas diárias cobradas, em comparação a um mercado competitivo determinado, indicando que os valores praticados estão diretamente relacionados aos atributos dos empreendimentos e na qualidade do produto e dos serviços oferecidos.

### 3.3.1 Patamares de Preço ou *Price Points*

Segundo Asmussen (2004), o conceito de patamares de preço está intrinsecamente vinculado a uma percepção de valor por parte do mercado. Patamar de preço é um valor em torno do qual as tarifas dos hotéis de um determinado conjunto competitivo <sup>6</sup> se coalescem. Asmussen (2004), faz analogia ao setor automobilístico onde o público consegue correlacionar o valor ao produto, como exemplo um veículo de categoria popular, e um veículo médio, mais espaçoso, com opcionais de serie e motorização mais potente.

Da mesma forma, porém sempre referenciado ao mercado específico, o mercado vai estabelecendo os patamares de preços, que entende ser justos, a pagar para aquele determinado nível de serviço e atributos encontrados nos hotéis. Aos hotéis, pertencentes a determinado mercado e que formam um conjunto competitivo, cabem então posicionar seus preços em torno deste patamar de preço. Conforme observado por Asmussen (2004), os hotéis que posicionam suas tarifas com valores descolados do patamar de preço identificado pelo mercado para um determinado conjunto competitivo tendem a alcançar índices de ocupação mais baixos que seus competidores diretos.

Os patamares de preços identificados nos determinados mercados não estão aderidos a uma classificação formal que, como comentado anteriormente, são raramente referenciadas para determinar os patamares de preços. Asmussen (2004) destaca que, de fato, *os Price Points*

---

<sup>6</sup> Hotéis comparáveis atuando no mesmo mercado. Competidores diretos ao empreendimento, contendo os mesmos atributos, ou atributos comparáveis.

indicam exatamente a posição relativa de cada conjunto competitivo de hotéis na hierarquia competitiva dos mercados (sua área de influência)

A determinação das tarifas de um hotel requer monitoramento constante dos movimentos do mercado competidor, da atividade econômica local, do fluxo de turistas ao destino, e principalmente do perfil deste público. Um quarto de hotel deve ser alugado todos os dias, para um público consumidor que pode ter um perfil e uma percepção de valor distintas. A precificação correta tem impacto direto na ocupação e conseqüentemente nos resultados operacionais dos empreendimentos. Atualmente as grandes redes operadoras de hotéis dispõem de departamentos específicos de gerenciamento de receitas, ou *Revenue Management*<sup>7</sup>, que contam com ferramentas e sistemas, algumas vezes sofisticados, de monitoramento do mercado, com capacidade de monitorar o mercado e seus competidores imediatos, e assim determinar suas tarifas, objetivando alcançar uma eficiente de penetração de mercado.

### **3.4 Indicadores de Desempenho em Empreendimentos Hoteleiros**

Os principais indicadores do segmento hoteleiro que expressam o desempenho do hotel frente ao mercado e conjunto competidor são: (i) a Taxa de ocupação (TO), expressa em percentuais, (ii) a Tarifa ou Diária média (DM), expressa em valores de moeda corrente, a combinação destes dois fatores que resulta na tarifa média por apartamento disponível, ou (iii) RevPAR do e o (iv) Índice de penetração de mercado (IPM). Estes indicadores refletem a competitividade do empreendimento em determinado mercado. São termômetros do estágio do mercado e da capacidade de penetração de um determinado empreendimento nele.

Outros indicadores são relacionados diretamente ao desempenho operacional, reflexo da capacidade de gestão, e impactam diretamente nos resultados, como o GOP<sup>8</sup> (*Gross Operating*

---

<sup>7</sup> Estas ferramentas tendem a monitorar a ocupação e os preços praticados nos determinados mercados de interesse com o objetivo de precificar suas tarifas que são ajustadas em função da demanda e ocupação. Esta mesma técnica é utilizada na aviação. Ao subir a ocupação do mercado, os preços tendem a serem ajustados para cima.

<sup>8</sup> GOP, do inglês *Gross Operating Profit*, o que equivale ao resultado operacional, conforme plano de contas estabelecido pelo *Uniform System of Accounts of Lodging Industry*. Este é um importante indicador de desempenho do administrador do Hotel, pois estabelece como despesas, somente aquelas que sofrem influência direta da gestão do empreendimento.

*Profit*) e o NOI<sup>9</sup> (*Net Operating Income*) que indicam a eficiência operacional e a capacidade de produção de renda do empreendimento.

### 3.4.1 Diária Média

A diária média (DM), ou *Average Daily rate* (ADR), é a tarifa média praticada na comercialização da utilização dos apartamentos de um hotel num determinado período. Monitorada diariamente, porém, podendo ser consolidada de forma mensal e anual para séries históricas. Na consolidação anual são consideradas as tarifas praticadas durante todo ano, levando em consideração eventuais sazonalidades, como exemplo a cidade de São Paulo, onde a demanda é prioritariamente o turista de negócios, e historicamente as tarifas nos finais de semana chegam a ser até 50% abaixo dos valores praticados num dia regular da semana. Os hotéis utilizam de diferentes mecanismos para atrair seus clientes, como o relacionamento mais estreito com as empresas que geram demanda com frequência e assim conseguem negociar valores diferenciados. A divulgação de suas instalações (como espaços de eventos) e ações de promoção específicas, como programas de fidelidade, também são importantes ferramentas para maximizar a receita, e conseqüentemente a DM. Um empreendimento pode estabelecer diferentes tarifas que são resultados de negociações específicas. Como referência, um hotel da categoria *Upper-Upscale*, que conta com espaços para convenções e atrativos de lazer, pode chegar a praticar várias tarifas diferentes no mesmo período, sendo a DM a média entre todas estas tarifas no determinado período.

O mais tradicional sistema de contas hoteleiro, que teve início em 1926, o *Uniform Systems of Accounts for Lodging Industry* (USALI) em sua 11ª edição (2014), destaca que a receita de hospedagem, aquela advinda da cobrança de diárias pela utilização dos apartamentos, é a primeira fonte de receitas de um hotel, e pode ser caracterizada em 4 grupos principais;

a) Transitório (*Transient*): É o hospede comum, indivíduos que buscam hospedagem ou qualquer motivação, ou pequenos grupos que venham a utilizar menos que 10 apartamentos de um hotel. O USALI sub-classifica essa classe de diárias (tarifas) em *Retail* (varejo), *Discount* (promocional), *Negotiated* (negociadas), *Qualified* (Qualificada) e *Wholesale* (Atacado);

---

<sup>9</sup> NOI, do inglês *Net Operating Income*, ou resultado líquido alcançado antes da depreciação, dos juros, e impostos (IR).

- b) Grupos (*Groups*): A tarifa praticada para um grupo que venha a reservas mais de 10 apartamentos em um hotel é considerada como uma tarifa Grupos conforme o USALI. Neste tipo de acordo, o USALI também prevê subdivisões. A tarifa para grupos pode ser: *Corporate* (corporativa), *Conventions* (convenções), *Tour/Wholesalers* (Operador Turístico) e *SMERF* (*Social, Military, Educational, Religious, Fraternal*);
- c) Contratos (*Contracts*): Tarifas acordadas em negociação específica, que resultem em um número considerável de quartos reservados por um período superior a 30 dias. Um exemplo de tarifas que se enquadram nesta categoria são os acordos negociados com companhias aéreas, que necessitam diariamente de acomodações para suas tripulações;
- d) Outras receitas de Hospedagem (*Other*): Nesta categoria o USALI define as receitas diversas geradas em função da hospedagem, e que são consideradas para o cálculo da DM, como exemplo estão os cancelamentos (no-shows) que geram cobrança, a utilização do quarto por um período menor que a diária regular (*day-use*) e as saídas após os horário determinado (*os late check-out*).

A receita total de hospedagem é o resultado da soma das diferentes tarifas acordadas no hotel para utilização dos apartamentos, e a DM é divisão da receita de hospedagem total gerada num determinado período pelo número de apartamentos comercializados<sup>10</sup> no empreendimento neste período, e pode ser expressa pela equação 1:

$$DM (\$) = \frac{\text{Receita Total de Hospedagem (\$)}}{\text{Numero de apartamentos comercializados}} \quad (1)$$

#### 3.4.2 Taxa de Ocupação

Conforme USALI (2011), a Taxa de Ocupação (TO) representa o número de apartamentos vendidos frente ao total de apartamentos disponíveis. Podendo ser consolidado num determinado período. A taxa é expressa em percentuais. Determina-se como apartamento

---

<sup>10</sup> Entende-se por apartamento comercializado como a unidade vendida para utilização regular (a diária).

disponível aqueles que estão aptos a serem comercializados. Os apartamentos indisponíveis são aqueles que estão bloqueados, ou passando por reformas que podem levar a vários dias consecutivos, e os de uso permanente (é comum encontrar apartamentos em hotéis para utilização permanente e moradia do Gerente por exemplo). Pequenos serviços de manutenção ou reparos que podem levar a poucos dias são considerados como apartamentos disponíveis uma vez que tais reparos podem ser realizados em períodos de baixa ocupação previamente identificados. Os apartamentos ocupados por hóspedes como cortesias não são considerados no indicador TO<sup>11</sup>, mas devem ser considerados para fins de análise de taxa de ocupação total uma vez que impactam nas despesas operacionais regularmente. Assim, a TO é expressa pela equação 2:

$$TO (\%) = \frac{\text{Apartamentos comercializados}}{\text{Apartamentos disponíveis}} \times 100 \quad (2)$$

### 3.4.3 Receita por apartamento disponível

A receita por apartamento disponível ou RevPAR do inglês *Revenue per available room*, é a combinação dos dois indicadores anteriores, DM e TO. É expresso em valores de moeda corrente e permite comparar hotéis em diferentes mercados que possam ter características específicas. É um indicador fundamental uma vez que a ocupação do hotel impacta diretamente nas despesas operacionais e correntes do empreendimento, ou seja, a calibragem da tarifa com o objetivo de atingir um nível de ocupação é fator determinante no desempenho, e consequente NOI de um empreendimento. Hotéis com altas taxas de ocupação, porém com tarifas mais baixas, podem alcançar a mesma receita total de um hotel com um nível de ocupação mais baixo, porém com tarifa num patamar acima. A tendência é que hotel com ocupação mais baixa tenha um resultado melhor, uma vez que o nível de despesas relativas à ocupação tende a ser mais baixo, além do desgaste do empreendimento. O RevPAR deve ser analisado para fins comparativos e de avaliação de desempenho de uma operação, uma vez que ao avaliar a TO de

---

<sup>11</sup> O USALI (2011) indica outros indicadores, como o percentual de apartamentos ocupados em cortesia e a duração média da estadia, o *Average Length of stays* (ALS) = Quartos ocupados total/n. de check-ins, neste último caso os apartamentos em cortesias são considerados.

maneira isolada pode impactar o NOI. O cálculo RevPAR está representado na equação 3, a seguir:

$$RevPAR (\$) = TO(\%) \times DM(\$) \quad (3)$$

Da mesma forma que a DM e TO, o RevPAR pode ser definido e analisado em períodos, levando em consideração o número de apartamentos comercializados, a TO, e a correspondente receita total de hospedagem deste período.

#### 3.4.4 Índice de Penetração de Mercado

O índice de penetração de mercado (IPM) indica o desempenho, ou posicionamento, de um determinado hotel frente aos seus concorrentes diretos. Representa sua capacidade de competição, ou seu poder de atratividade frente ao mercado competidor. Em geral, o IPM compara a ocupação do empreendimento analisado frente ao mercado competidor, este caracterizado pelo conjunto competitivo existente na área de influência do hotel em análise.

Segundo Asmussen (2004), o desempenho mercadológico de um hotel é refém de seu conjunto competitivo, e, portanto, IPM como um indicador de seu desempenho relativo se faz necessária. O indicador contempla a eficácia relativa com a qual um hotel adquire fatia de mercado, sendo assim um indicador alheio a condição do mercado, pois exprime em qual proporção o empreendimento em análise se destaca frente ao seu conjunto competitivo na capacidade de adquirir uma fatia de mercado (*Market-share*).

O IPM relaciona a TO do mercado com a TO do hotel em análise. A TO do mercado, representada pelo conjunto competitivo, resulta da soma de todos os apartamentos comercializados no período determinado e expressa a demanda gerada naquele mercado neste período. A TO de um hotel específico, pertencente ao conjunto competitivo, que resultaria em TO igual à do mercado é atribuída como parcela justa, ou *fair share*, da demanda naquele mercado e período. O IPM do hotel analisado é a proporção da TO de cada empreendimento em relação ao *fair share*, ou parcela justa, de TO do mercado.

Asmussen (2004), destaca que, em função das diferentes capacidades de penetrar nos seus mercados, não há correspondência entre a parte que cada hotel representa da oferta e a

respectiva parte da demanda que cada um consegue captar. O quadro a seguir ilustra a relação de quatro empreendimentos hipotéticos, que representam um conjunto competidor, em um mercado também hipotético, seus indicadores, e o IPM de cada hotel dentro deste mercado competidor, num período determinado de 365 dias (1 ano):

Tabela 2. Índice de Penetração de mercado. Fonte: Adaptado de Asmussen (2004)

Propriedade	Apts	Apt. Disponíveis	Parte de Oferta	Apt. Vendidos	Parte da Demanda	TO	Fair Share (Apt)	Fair Share (TO)	IPM
Hotel A	100	36500	0,22	25550	0,24	70,0%	23320	63,9%	1,10
Hotel B	150	54750	0,33	35588	0,34	65,0%	34979	63,9%	1,02
Hotel C	200	73000	0,44	43800	0,42	60,0%	46639	63,9%	0,94
<b>Mercado</b>	<b>450</b>	<b>164250</b>	<b>1,00</b>	<b>104938</b>	<b>1,00</b>	<b>63,9%</b>	<b>104938</b>	<b>63,9%</b>	<b>1,00</b>

### 3.4.5 *Gross Operating Profit e Net Operating Income*

O *Gross Operating Profit* (GOP) é um indicador largamente utilizado na análise da eficiência e produtividade de uma operação hoteleira, e tem sua definição a partir do USALI. O termo em inglês é adotado globalmente uma vez que a tradução literal, no caso para a língua Portuguesa “Lucro Operacional Bruto”, pode trazer conflitos quando analisado do ponto de vista contábil.

Segundo USALI (2011), o GOP é calculado subtraindo o total de despesas não distribuídas (*total undistributed expenses*) do resultado apurado em cada departamento do hotel. Num hotel os principais departamentos são o departamento de Hospedagem e o departamento de Alimentos e Bebidas, por serem, na maioria dos hotéis, as principais fontes de receita de uma operação. O USALI orienta que seja apurado um resultado para cada departamento de maneira isolada. Ou em outras palavras, que para cada fonte de geração de receita, a devida alocação das despesas seja considerada, resultando assim na margem, ou resultado, de cada departamento (ou fonte de geração de receita) de uma operação hoteleira. As despesas não distribuídas (*undistributed expenses*<sup>12</sup>) são aquelas que não estão diretamente ligadas a um departamento específico de um hotel, mas sim a administração geral do empreendimento. Como exemplo, as

---

<sup>12</sup> É comum encontrar em publicações e trabalhos de consultoria a definição de *Undistributed Expenses* como Despesas Operacionais.

despesas administrativas e de utilidades são consideradas como despesas não distribuídas segundo USALI.

Asmussen (2006), destaca que ainda não existe uma rubrica contábil que expresse o indicador GOP, sendo assim admissível sua utilização como referência gerencial, sem atribuir-lhe qualquer significado fiscal ou contábil, especialmente frente as práticas contábeis Brasileiras.

O USALI é uma referência na indústria hoteleira, uma vez que estabelece de uma maneira uniforme o que pode ser definido como despesas operacionais e despesas não operacionais para posterior apuração do indicador GOP. Este indicador é muito utilizado no modelo de contratação de operadores hoteleiros, pois estabelece como despesas operacionais, para fins de apuração do GOP, somente as despesas que estão diretamente relacionadas a atuação e gestão do operador. Exemplificando, uma despesa que não sofre nenhuma influência do operador é o imposto predial e territorial urbano (IPTU). Para apuração do indicador GOP, o IPTU não é alocado como uma despesa da operação, e sim do imóvel, outro exemplo é o valor do prêmio do seguro predial. Os impostos da operação (sobre receitas<sup>13</sup>) também não são consideradas despesas operacionais para apuração do indicador GOP. O operador hoteleiro tradicionalmente cobra sua taxa de gerenciamento em função deste indicador, sendo um percentual (%) do GOP<sup>14</sup>.

O *Net Operating Income* (NOI<sup>15</sup>) é efetivamente o resultado produzido pelo empreendimento hoteleiro. O NOI é o valor apurado ao deduzir do GOP as taxas do operador e as despesas não operacionais (*non-operating expenses*), conforme definidas pelo USALI. Na existência de receitas definidas como não operacionais, este valor também é considerado no NOI (para o

---

<sup>13</sup> No Brasil há incidência de impostos sobre as tarifas que não são repassados aos hóspedes (PIS/COFINS). Estes impostos não são considerados despesas operacionais segundo o USALI. O imposto sobre serviços (ISS) é geralmente acrescido ao valor da tarifa e pago diretamente pelos hóspedes.

<sup>14</sup> Alguns operadores determinar um GOP ajustado (*adjusted GOP*, ou aGOP), que é o resultado do GOP descontando a taxa básica cobrada pelo operador, que incide sobre as receitas e são consideradas despesas operacionais segundo USALI. A outra parte da taxa cobrada pelo operador incidirá assim sobre o aGOP.

<sup>15</sup> A 11ª edição do USALI alterou a definição do NOI para EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*). Neste trabalho o termo NOI será mantido, pois é amplamente utilizado no ambiente do Real Estate.

GOP esta receita não é considerada). Como despesas não operacionais, estão os impostos (IPTU e impostos da operação), seguro predial, e demais despesas que venham a ser caracterizadas como não operacionais (*non-operating*), conforme USALI. O Quadro 1, a seguir, mostra um plano de contas conforme USALI, e a apuração do GOP e do NOI. Após o NOI desconta-se o Fundo de Reposição de Ativos (*Fra*), chegando ao valor a ser distribuído pelo hotel<sup>16</sup>.

Quadro 1: Plano de contas conforme USALI. Fonte: Adaptado de USALI

<b><i>Receitas Operacionais</i></b>
Receita de Hospedagem (+)
Receita de Alimentos e Bebidas (+)
Receita Diversas (+)
<b><i>Receita Operacional Total (+)</i></b>
<b><i>Despesas Departamentais</i></b>
Despesas Dep. de hospedagem (-)
Despesas Dep.A&B (-)
Despesas Dep. Diversos (-)
<b><i>Total Despesas Departamentais (-)</i></b>
<i>Receita Operacional Total (+)</i>
<i>Total Despesas Departamentais (-)</i>
<b><i>Resultado Total de Departamentos (+)</i></b>
<b><i>Despesas não distribuídas</i></b>
Administrativo (-)
Tecnologia da Informação (-)
Vendas e Marketing (-)
Manutenção de Utilidades (-)
<b><i>Total Despesas Não Distribuídas (-)</i></b>
<i>Resultado Total de Departamentos (+)</i>
<i>Total Despesas Não Distribuídas (-)</i>
<b><i>Gross Operating Profit (GOP)</i></b>
Taxas de Gerenciamento (Operador) (-)
IPTU + Impostos (-)
Seguro Predial (-)
Outras despesas não operacionais (-)
<b><i>Net Operating Income (NOI)</i></b>
<i>Fra (-)</i>

---

<sup>16</sup> Em casos de Hotéis investidos por FII, a gestão do *Fra* pode ser feita pelo administrador do FII.

## **4 HOTEL COMO PRODUTO DE INVESTIMENTO**

Como característica intrínseca aos EBI os empreendimentos hoteleiros também são atrativos para os investidores que buscam renda de certa forma homogênea e com algum grau de estabilidade, ancoradas pelo bem de raiz ou imóvel, que passa ao pequeno e médio investidor, principalmente, um sentimento de proteção. Os empreendimentos hoteleiros, diferentemente de algumas tipologias de EBI, possuem características específicas no que tange a estabilidade e homogeneidade da renda. Isso se dá em função da estruturação do negócio, e consequente geração e distribuição da renda resultante da exploração de um empreendimento hoteleiro. Esta especificidade na estabilidade, homogeneidade e consequente distribuição de renda dos hotéis, se dá em função de diversos fatores, sendo os principais: (i) a não homogeneidade da renda em função da variação diária da ocupação e das tarifas de um hotel, (ii) a capacidade gerencial do operador, que impacta diretamente no NOI.

A possibilidade de alterar as tarifas a qualquer momento é um fator atrativo para investidores quando se compara um hotel com empreendimentos destinados a locação regular que na maioria dos casos seguem a Legislação pertinente, onde eventuais atualizações dos valores de aluguéis acontecem somente a cada 3 anos em discussões de revisionais dos contratos existentes, ou na busca de um novo locatário, quando novas condições contratuais podem ser negociadas. O fato de raramente acontecer vacância total ou mesmo inadimplência também são fatores positivos pertinentes aos empreendimentos hoteleiros. Porém, a geração de renda diretamente atrelada a uma eficiência operacional traz um risco específico que pode comprometer o retorno ao investidor.

Neste capítulo serão abordadas as principais características dos investimentos em empreendimentos hoteleiros, os comportamentos cíclicos do mercado de Real Estate e um panorama geral dos veículos de investimentos mais utilizados no Brasil.

### **4.1 Ciclos de Oferta de Real Estate e Empreendimentos Hoteleiros**

O tema dos ciclos de oferta de Real Estate, ou evolução da oferta, é amplamente tratado no ambiente acadêmico e é regularmente objeto de artigos baseados em estudos que discutem suas ocorrências, suas dinâmicas e principalmente seus impactos no comportamento dos preços e consequentemente no retorno dos investimentos no setor. No Brasil o tema também vem sendo

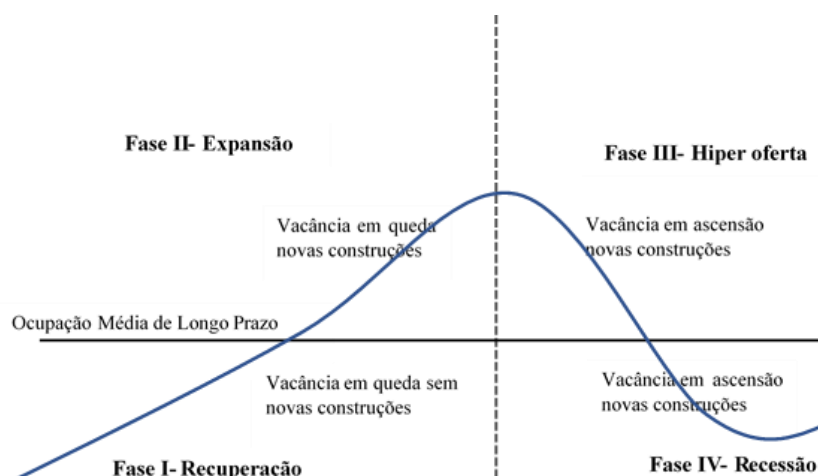
abordado no meio acadêmico e no mercado em geral. Porém, quando trazemos o tema para os Empreendimentos Hoteleiros poucas pesquisas ou artigos são encontrados.

Asmussen (2004), conclui que ao prevalecer um ambiente cíclico de oferta de empreendimentos hoteleiros o ponto de inserção de um novo empreendimento neste ciclo terá um impacto na sua rentabilidade (considerando o indicador Taxa interna de retorno). Este impacto está diretamente relacionado com a amplitude do ambiente cíclico, sendo maior em ciclos mais longos, e pode ser decisivo num processo de planejamento e tomada de decisão de se investir ou não em um determinado projeto, tornando-o mais ou menos atrativo.

Segundo Asmussen (2004), há duas formas de se contemplar formalmente o ponto de inserção de um novo empreendimento em um ciclo: (i) Arbitrar um fator de perda cíclica sob forma de um desconto, de um certo número de pontos percentuais, a ser aplicado na taxa de retorno encontrada na análise da rentabilidade ou (ii) incorporar o ciclo da análise de cenário para inserção que se efetua como fundamento do estudo econômico.

Muller apud Asmussen (2004), classifica os ciclos em quadrantes, definidos como Recuperação, Expansão, Hiper Oferta e Recessão. Estas quatro fases do ciclo se desenvolvem em torno do que Muller define como médias de longo prazo, que para o setor hoteleiro pode ser aplicado a TO. A Figura 1 abaixo ilustra a conceituação proposta por Muller.

Figura 1: Ciclos de Real Estate. Fonte: Adaptado de Muller apud Asmussen (2004)



Asmussen (2004) interpretou as fases propostas por Muller, no contexto do segmento hoteleiro, da seguinte forma:

(i) Fase de Recuperação: Crescimento de DM inicialmente a taxas abaixo da inflação, mas tendendo a rapidamente aumentar seu ritmo de crescimento atingindo, ao fim da fase, um nível a partir do qual começa a ser possível viabilizar novas construções. Possivelmente próximo a uma tarifa de equilíbrio e TO em ascensão, evoluindo de seu ponto mais baixo até a média de longo prazo, ao fim da fase;

(ii) Fase de Expansão: Acréscimo de DM a taxas inicialmente ainda altas, mas tendendo a diminuir rapidamente até o fim da fase, à medida em que o mercado começa a receber as novas construções, TO mantendo os ritmos de crescimento da fase anterior até o início da entrega de novos empreendimentos, o crescimento TO desacelera, chegando a zero (crescimento) no fim da fase.

(iii) Fase de Hiper Oferta: depois de atingido o que Muller classifica como ponto de equilíbrio entre a oferta e demanda, verifica-se a inversão da evolução das DM praticadas, que tenderão a retornar ao nível supostamente de equilíbrio atingido ao fim da fase I. Início da queda da TO, que também deverá atingir, ao fim da fase, sua média de longo prazo.

(iv) Fase de Recessão: nesta última fase continua crescimento negativo da DM em ritmo mais acelerado até atingir seu nível mais baixo, ao fim da fase. Continuação da queda da TO, a taxas gradualmente mais baixas até atingir também, ao fim da fase, seu nível mais baixo do ciclo. Desta fase o ciclo retoma a fase de recuperação ou fase inicial do ciclo.

A formação dos ciclos esta intrinsicamente ligada a características dos mercados de atuação dos empreendimentos. Todavia alguns fatores são condicionantes ou estimulam a formação dos ciclos, fatores estes que podem ser específicos de um mercado ou de outros fatores, como aspectos macroeconômicos.

Asmussen (2006), destaca o que se pode considerar como fatores condicionantes, ou que estimulam a formação de ciclos descritos, a seguir.

Alterações na demanda de um mercado: De uma forma que venha estimular a produção de novos empreendimentos em função de um evento específico (como Jogos Olímpicos ou Copa do Mundo de futebol), ou alguma ocorrência que venha desestimular a demanda e a produção de novos empreendimentos (como alteração de índices de violência);

**Crescimento Econômico:** O crescimento econômico ou a recessão econômica podem ser fatores estimulantes ou inibidores de demanda e conseqüentemente atrair ou inibir o interesse em novos empreendimentos;

**Crédito e *funding*:** A disponibilidade, ou ausência, de crédito é um fator que pode atrair, ou simplesmente inviabilizar, o desenvolvimento de novos empreendimentos;

**Regulação:** A regulação do setor, do ponto de vista legal, pode ser um fator decisivo na confirmação de novos empreendimentos, especialmente para o investidor estrangeiro.

Os ciclos de oferta de empreendimentos hoteleiros podem ser mais longos, ou seja, ocorrerem com amplitude de tempo maior, em função da complexidade de recuperação e capacidade de reciclagem da oferta. Historicamente, o crescimento da oferta, quando se identifica uma fase de expansão motivada por fatores condicionantes distintos, é muito superior ao crescimento da demanda. Pode-se identificar em muitos mercados Brasileiros um movimento cíclico de oferta, com atenção especial ao setor em função da confirmação de grandes eventos, como Copa do Mundo de Futebol e Jogos Olímpicos do Rio de Janeiro, e um certo grau de estabilidade econômica. Pode-se identificar este período como a fase de expansão do ciclo. Nesta fase muitos empreendedores se interessaram pelo setor, o que acarretou num grande número de empreendimentos desenvolvidos, tanto nas principais capitais como em cidades secundárias. Como exemplo, a cidade de Belo Horizonte, que apresentava TO estáveis, e em bom patamar, e DM também em ótimo patamar, coerentes com o porte e poder econômico da cidade. Os indicadores atrativos, aliados ao incentivo concedido pela Prefeitura Municipal para construção de empreendimentos hoteleiros (com o objetivo de expandir a oferta de quartos na cidade para alcançar as premissas da organização da Copa do Mundo de Futebol), resultaram num grande interesse por parte dos empreendedores que desenvolveram um significativo número de empreendimentos que praticamente dobraram a oferta de quartos na cidade. O mercado de Belo Horizonte se encontra em fase de recessão, que foi agravada pela recessão econômica registrada nos anos de 2015 a 2017, com sinais da fase de hiper oferta, uma vez que ainda são identificados empreendimentos em construção, que tiveram seu ritmo de produção desacelerado, porém não cancelados, e que devem entrar no mercado entre 12 a 24 meses.

Este mesmo efeito foi observado na cidade do Rio de Janeiro, mais especificamente na região da Barra da Tijuca, onde muitos empreendimentos foram desenvolvidos com a expectativa de

um legado dos jogos olímpicos e a transformação do bairro em um polo empresarial da cidade, o que ainda não se concretizou, pois a vacância é observada também em edifícios de escritório para locação que também foram desenvolvidos neste mesmo ciclo de oferta.

Na cidade de São Paulo observou-se a fase de hiper oferta do segmento hoteleiro no período registrado do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, quando ocorreram muitas aberturas de empreendimentos voltados a hospedagem, os apart-hotéis, resultando na estagnação da ocupação e desempenho dos hotéis existentes na cidade. A fase de recuperação do mercado de São Paulo se prolongou por aproximadamente uma década. Como consequência, durante quase uma década não se desenvolveu novos empreendimentos hoteleiros na cidade de São Paulo. Pode-se admitir que o mercado de São Paulo se encontra na fase final de recuperação, e dá sinais de entrada na fase de Expansão, quando novos projetos passam a ser avaliados e confirmados pelos empreendedores.

## **4.2 Qualidade de Investimento em Projetos Hoteleiros**

A análise da qualidade de investimento (AQI) em empreendimentos hoteleiros segue a mesma doutrina das outras tipologias de EBI, porém a complexidade de sua operação traz especial atenção ao processo de obtenção dos retornos, que tem como expectativa remunerar o investimento nos patamares estabelecidos no momento da decisão de investir no segmento. Neste capítulo será abordado os indicadores de qualidade de investimento importantes para uma análise.

### **4.2.1 Resultado Operacional Disponível (RODi)**

A renda ao investidor advinda de um empreendimento hoteleiro é originada em função de algumas linhas de negócios estabelecidas no empreendimento especificamente. Como vimos anteriormente, mesmo com a existência de diversas tipologias e categorias na indústria hoteleira, a fonte de geração de receita principal, e pode-se assumir também com a melhor qualidade, é a receita advinda da venda de hospedagem, ou em outras palavras, a tarifa cobrada pelo uso dos quartos. Outras fontes de receitas regulares dos hotéis são: (i) Restaurantes e serviços relacionados a venda de alimentos e bebidas (hotéis, em função de sua categoria, contam com bares e cafeterias, além de restaurante) (ii) aluguel de salas de reuniões/eventos e respectivos equipamentos, (iii) Estacionamento, (iv) Serviços de spa (empreendimentos no

segmento luxo principalmente) e (v) Aluguel de espaços no empreendimento a terceiros (lojas, antenas, etc.).

O retorno dos investimentos, caracterizados pelo RODi, ao investidor durante o ciclo operacional é calculado subtraindo do NOI o *Fra* e as eventuais taxas do veículo de investimento onde o hotel possa ser o produto. O *Fra* é um valor correspondente a um percentual da receita total do empreendimento, coletado com o objetivo de reposição e atualização futura dos equipamentos de um hotel<sup>17</sup>. O *Fra* será mais explorado neste trabalho em capítulos mais adiante. Adotou-se aqui como RODi o retorno efetivo ao investidor, e NOI como a renda gerada pelo empreendimento hoteleiro, como produto de um investimento de um veículo que pode carregar seus custos de operação e manutenção. O RODi num período *k* pode ser expresso pela equação 4 a seguir:

$$RODi_k (\$) = NOI - Fra - \text{taxas (veículo inv.)} \quad (4)$$

A capacidade do operador, ou gestor, do empreendimento tem impacto direto no NOI, e consequentemente no RODi. Entendendo-se por capacidade a sua habilidade em fomentar as receitas e controlar as despesas. Geralmente o retorno distribuído aos investidores se estabelece de maneira mensal. A operação de empreendimentos hoteleiros acontece em sua grande maioria através de contratação de empresas operadoras terceiras. Sendo esta relação celebrada através de contratos de prestação de serviços, ou mesmo arrendamento do ativo imobiliário. Como veremos mais adiante, existem várias formas de estruturar uma operação hoteleira, e as distintas formas de estruturação podem impactar o RODi.

Assim como em outras tipologias de EBI, a disciplina da composição e manutenção do *Fra* para um hotel é fundamental para que o empreendimento mantenha sua competitividade no longo prazo. Promover uma AQI de um empreendimento hoteleiro inevitavelmente requer arbitrar cenários de comportamento futuro do seu desempenho operacional. Assim, a manutenção e atualização dos equipamentos, utilizando os recursos coletados durante o ciclo

---

<sup>17</sup> O *Fra* no segmento hoteleiro é também denominado como reserva de FF&E, ou *FF&E reserve*.

operacional para geração do *Fra* é chave para mitigar riscos de perda de competitividade e penetração de mercado do empreendimento, por obsolescência ou completa desatualização.

Segundo Rocha Lima (2000), quando se propõe hipóteses de cenário referencial, que compreendem expectativas de comportamento futuras, estas sempre consideram um regime homogêneo no andamento do negócio, e conseqüentemente o vínculo destas hipóteses de comportamento e desempenho com a qualidade dos sistemas físicos e gerenciais do hotel. Ou seja, a base operacional, no sentido de que ela seja capaz de sustentar comportamento homogêneo (assumindo-se que esta seja uma meta da gestão), não é contestada.

Rocha Lima (2000), destaca que não há base de dados na qual se apoiar para referenciar como o mercado reage se o empreendimento vier a perder qualidade. Desta forma, a premissa deve ser impor um cenário de comportamento em regime uniforme e, de maneira coerente, sustentar que a estratégia do empreendimento é ganhar penetração e posição de mercado e mantê-la. Assim, a manutenção desta posição de mercado está diretamente relacionada a capacidade de atualização e adequações da base física do empreendimento e de seus equipamentos, promovendo investimentos que objetivam atualizá-lo e adequá-lo funcionalmente de uma forma que este comportamento homogêneo possa ser assegurado. Os recursos para tais investimentos são oriundos do *Fra* coletado durante um ciclo operacional  $k$  arbitrado, de uma forma que este regime homogêneo proposto possa ser atingido (através de atualizações e adequações no empreendimento).

Segundo Rocha Lima (2000), tais observações colaboram a concluir que estes recursos do *Fra* se extinguem ao final do ciclo operacional arbitrado. Neste momento novos recursos de investimento devem migrar para o ambiente do empreendimento para sua reciclagem, assegurando a sua penetração de mercado no novo ciclo operacional que se iniciará. O *Fra* deve ser calibrado em função da receita operacional e não do NOI, por estabelecer uma relação direta com o desgaste da base física do empreendimento, ou seja, quanto maior a receita, mais intensa é a utilização e o desgaste do empreendimento, exigindo investimento em reposição.

#### 4.2.2 Taxa Interna de Retorno e Valor da Oportunidade de Investimento em Empreendimentos Hoteleiros

Como vimos anteriormente, a geração dos retornos num empreendimento hoteleiro se dá em função da combinação de distintas linhas de receitas, resultando numa receita operacional total, e posterior dedução dos valores necessários para honrar as despesas geradas pela operação. Do ponto de vista do investidor, estas despesas podem variar em função do modelo adotado na estruturação da operação do hotel. Em geral, para um empreendimento hoteleiro, arbitra-se um cenário referencial que considera um período de estabilização e penetração de mercado nos cinco primeiros anos do ciclo operacional. Ou seja, os retornos auferidos nos cinco primeiros anos tendem a sofrer uma ascensão até a sua estabilização, que referencialmente acontece no quinto ano de operação.

Asmussen (2004), destaca que este período de estabilização pode variar em função do momento de inserção do novo empreendimento no mercado, face ao momento do ciclo que o tal mercado possa estar vivenciando. Este período de estabilização pode impactar os indicadores da qualidade do investimento.

O indicador amplamente utilizado para avaliar a qualidade do investimento em empreendimentos de base imobiliária é a Taxa Interna de Retorno (TIR). O anexo A deste trabalho traz mais conteúdo teórico sobre os principais indicadores a serem considerados numa AQI em EBI. Neste capítulo os abordaremos de maneira objetiva.

Segundo Rocha Lima (1995):

(...) a taxa de retorno mede, no conceito de média anual equivalente, o ganho de riqueza que o investidor pode esperar quando aloca seus recursos em um empreendimento, para obter retorno através do fluxo dos resultados operacionais disponíveis (RODi) a cada ano, agregado ao valor do empreendimento ao final do ciclo operacional, como se estivesse pronto em caixa, taxa medida do ponto de vista do final do ciclo operacional, olhando para trás. Assim, admitindo o ciclo operacional de 20 anos, o valor medido da taxa de retorno poderá ser verificado no ano-20.

A TIR é a taxa alcançada ao confrontar um fluxo de investimentos e retornos. O investimento pode ser apurado em função da compra de um empreendimento pronto e operando, caracterizado pelo preço, ou o investimento total direcionado para implantação de um empreendimento. O ciclo de implantação de um empreendimento hoteleiro, em média pode levar de 3 a 5 anos, gerando um fluxo de investimentos (INV) ao longo deste ciclo, resultando no nível de exposição (EXP).

Como foco deste trabalho é o FII como veículo de investimento em empreendimentos hoteleiros e avaliar a capacidade deste veículo em atrair o pequeno e médio investidor, não será abordado em profundidade o fluxo de investimentos em EBI durante o ciclo de implantação, mas sim o investimento em empreendimentos no seu ciclo operacional, prontos e operando. A Figura 2 a seguir ilustra o momento 0 de investimento e o fluxo de RODi até o momento da saída.

Figura 2: Ciclo operacional em EBI (Fonte: Rocha Lima, 2000)



O INV no empreendimento pronto para operar será caracterizado pelo preço, que inevitavelmente, numa AQI preliminar, é comparado com o potencial valor do empreendimento, estabelecendo um lastro (LAS).

Segundo Rocha Lima (2000), os projetos únicos, em geral os EBI pois não podem ter suas localizadas replicadas por exemplo, tem como método mais seguro para análise de valor o cálculo do Valor da Oportunidade do Investimento (VOI), que considera que o empreendimento terá valor equivalente ao que o investidor está disposto a pagar, tendo como objetivo do investimento auferir renda produzida por tal empreendimento remunerada a uma determinada TIR, que do ponto de vista do investidor seja atrativa.

O valor arbitrado a um hotel, para um ciclo operacional referencial proposto, no conceito de VOI, (no início do ciclo  $VOI_0$ ), é calculado seguindo a expressão 5:

$$VOI_0 = \frac{VOI_n}{(1+tat)^n} + \sum_{k=1}^n \frac{RODi_k}{(1+tat)^k} \quad (5)$$

O valor  $VOI_n$ , considera o valor do hotel no final no momento  $n$  do ciclo operacional, assumindo a posição de um investidor que entra no empreendimento pagando  $VOI_n$ . Considerando um ciclo operacional de 20 anos como recomendado por Rocha Lima (2000), o valor  $VOI$  no ano 20 será o  $VOI_{20}$ . Assim, o  $VOI_{20}$  será o valor que um investidor estaria disposto a pagar no empreendimento, e assumir os custos com reciclagem, objetivando obter retornos em um novo período de 20 anos, remunerados a uma taxa de atratividade imposta ( $Tat$ ). Para um horizonte de 20 anos é arriscado estimar um montante a ser investido em reciclagem no final do ciclo operacional, uma vez que os custos de reprodução de um hotel nem sempre são conhecidos e a disponibilidade de informação consistente é bastante limitada. Rocha Lima (2000) propõe a adoção de um fator  $\alpha$  para cálculo do  $VOI_{20}$ , conforme a expressão 6 a seguir.

$$VOI_{20} = \alpha \cdot \sum_{k=21}^{40} \frac{RODi_k}{(1+tat)^{k-20}} \quad (6)$$

Conforme o exposto, a medida de TIR de um empreendimento hoteleiro, assim como para outras tipologias de EBI, tem influência direta de pelo menos dois fatores resultantes de arbitragem, que são: (i) a expectativa de comportamento e geração de  $RODi$ , arbitrados através de um cenário referencial, e (ii) os critérios para determinação do valor de saída ( $VOI_{20}$ ).

Segundo Rocha Lima (1995), para dar qualidade a análise convém medir a contribuição exclusiva do fluxo dos retornos e seu efeito na TIR para isolar os efeitos das duas arbitragens, a do cenário de desempenho operacional e do valor de saída ( $VOI_{20}$ ). O tema Arbitragem de Valor (*Valuation*) de Hotéis será tratado com maior profundidade mais adiante.

### 4.3 Alternativas de Financiamento de Empreendimentos Hoteleiros no Brasil

Conseguir financiamento para implantar um EBI no Brasil tem se mostrado um desafio. Os recursos destinados ao setor imobiliário têm como prioridade os empreendimentos imobiliários, que são incentivados com o objetivo de vencer o enorme déficit habitacional encontrado no país.

Este desafio se faz também presente no financiamento de empreendimentos hoteleiros, porém algumas alternativas vêm sendo encontradas pelos empreendedores para desenvolvimento de seus projetos.

#### 4.3.1 Linhas de Crédito e *Funding* para Empreendimentos Hoteleiros

A estruturação do *funding* e financiamento de EBI no Brasil pode se tornar complexa, e na maioria dos casos requerem alternativas diversas para serem estruturadas de uma maneira que consigam alcançar os resultados esperados, em outras palavras, que consigam alcançar taxas de atratividade coerentes com os riscos inerentes ao negócio. O grande volume de capital necessário para a construção ou aquisição dos EBI, aliados a baixa disponibilidade e custo do crédito, fazem desta equação um desafio para se empreender no segmento em nosso País.

Diferentemente do setor da Habitação, com um viés social, as linhas de crédito para o desenvolvimento de Shopping Centers, Edifícios de Escritório e Hotéis são mais escassas e menos óbvias se comparadas ao desenvolvimento de Empreendimentos Imobiliários, particularmente os voltados a habitação, que contam com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) entre outros, que são disponibilizados para a construção de habitação no Brasil.

Os hotéis apresentam uma complexidade ainda mais distinta em função da variação ou não linearidade da geração de renda representada RODi. O investidor está mais envolvido no negócio, uma vez que tradicionalmente não é usual modelos de locação fixa em empreendimentos hoteleiros. O mais usual é a variação da renda a ser distribuída (retornos) atrelada ao NOI do empreendimento, que tende a variar ao longo do ano em função de sazonalidades e demais características específicas de cada mercado. A experiência do operador, com um bom planejamento financeiro, tende a mitigar estas variações de uma forma que a renda a ser distribuída se torne mais homogênea. Independente da experiência ou competência do operador, o que é incerto é a demanda que pode flutuar de maneira expressiva de um dia para outro. Esta situação tem aspectos positivos também, pois a demanda pode ser acima do esperado e gerar uma receita acima do previsto, o que não acontece em empreendimentos que tem a base de receita regular, corrigida usualmente uma vez ao ano por índices de inflação. Esta particularidade leva os hotéis a serem avaliados com critérios específicos por agentes financeiros, que requerem garantias para o capital que será disponibilizado e tem a expectativa

que o capital será retornado no período estipulado. Historicamente, o resultado destas análises dos projetos hoteleiros, pelos agentes de financiamento bancário, resultara em taxas de juros que podem tornaram os projetos pouco atrativos, ou economicamente inviáveis.

No Brasil, alguns bancos de fomento como o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Banco do Nordeste (BNE) e o Banco da Amazônia (BASA), oferecem condições mais atrativas para financiamento do desenvolvimento de EBI, especialmente Hotéis, em função do viés de desenvolvimento do turismo, e nos casos específicos das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste do Brasil, o *funding* são os Fundos Constitucionais de Financiamento do Nordeste (FNE), do Norte (FNO) e do Centro-Oeste (FCO) respectivamente. Estes Fundos constitucionais foram criados com o objetivo de serem instrumentos de financiamento de políticas de desenvolvimento econômico regionais, destinados as regiões com os índices mais baixos de desenvolvimento. Tais Fundos não existem para as regiões Sudeste e Sul, onde os índices de desenvolvimento econômicos e sociais são mais elevados.

Cypriano (2012), indica como principais fatores da dificuldade da obtenção de crédito, ou linhas de financiamento, para o desenvolvimento e construção de empreendimentos hoteleiros no Brasil: (i) As garantias exigidas para aprovação e liberação do crédito, limitando o número de candidatos com capacidade de cumpri-las (ii) Não existência de políticas de incentivo às transações, ou aquisição, de empreendimentos existentes (iii) Linhas de crédito dos bancos privados são proibitivas.

Como consequência, a estruturação dos empreendimentos hoteleiros existentes no Brasil, na maioria dos casos, se limita a partilha do investimento, resultando em estruturas condominiais ou Contratos de Investimento Coletivo (CIC), ou participação do investidor com recursos próprios, ou 100% *equity*, recursos estes de origem nacional e internacional. Numa breve pesquisa sobre a estruturação de empreendimentos hoteleiros no Brasil, percebe-se que nos empreendimentos das categorias *Luxury e Upper-Upscale* prevalece o investimento através de investidores institucionais, *Family offices* e empresas de *Private-equity*, que alocaram seus recursos para aquisição ou desenvolvimento dos empreendimentos.

Tomando como referência os mercados mais evoluídos do Brasil, as cidades do Rio de Janeiro e São Paulo, os exemplos são: o recém-aberto (2018) hotel de luxo Four Senses São Paulo, de propriedade do fundo soberano de Abu-Dabi, *Abu-Dhabi Investment Authority* (ADIA) em

conjunto com a família Brenand de Recife. O não menos luxuoso Palácio Tangará, de propriedade do fundo de *private-equity* imobiliário americano GTIS, o Grand-Hyatt São Paulo onde a própria rede *Hyatt* detém participação, o Renaissance São Paulo de propriedade do fundo de pensão Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF) e o Hilton São Paulo Morumbi, desenvolvido pela *Hilton Worldwide*, e recentemente repassado a um fundo de investimento imobiliário americano, o REIT Park Hotels<sup>18</sup>. Em construção, encontra-se o Rosewood São Paulo, com investimento de um grupo chinês, CTF, em parceria com um investidor Frances (Grupo *Allard*).

Já no Rio de Janeiro encontramos um cenário parecido, o Sheraton Rio de Janeiro é de propriedade da rede de hotéis *Marriott*, assim como o Grand Hyatt Barra da Tijuca é de propriedade da rede *Hyatt Hotels Corporation*, o JW Marriott Copacabana foi desenvolvido pela *Marriott* e repassado a um fundo de investimento imobiliário americano, o REIT Host Hotels. O tradicional Copacabana Palace de propriedade da companhia *Belmond Hotels*, o atual Hilton Copacabana, adquirido pelo fundo de *private-equity* Blackstone e o Fairmont Copacabana (antigo Sofitel) de propriedade da AccorInvest. A maioria dos grandes Resorts e empreendimentos voltados ao lazer existentes no Brasil também são de propriedade de grupos com participação acionária total, das próprias redes e fundos de pensão como FUNCEF (Caixa Econômica Federal) e Previ (Banco do Brasil).

Em se tratando do segmento médio, ou *midscale*, e econômico, ou *economy*, o predomínio é de partilha do investimento em estruturas condominiais, ou popularmente chamados de Condohoteis.

Segundo Rocha Lima (2016), a partilha do investimento hoteleiro no modelo Condohotel, na criação Brasileira, está ancorado no raciocínio primitivo de que o investidor que busca renda no ambiente do Real Estate, portanto conservador, não aceita estruturas que não correspondam a propriedade do imóvel, vestida solenemente pela escritura.

---

<sup>18</sup> Conforme informações divulgadas ao mercado, esse hotel foi transacionado em fevereiro de 2020, sendo o comprador principal um fundo soberano internacional.

Efeitos de cunho cultural, ou até mesmo a pouca sofisticação do pequeno investidor Brasileiro, aliados a falta de financiamento regular no Brasil, tornaram a partilha do investimento no segmento hoteleiro como o principal instrumento de *funding* dos hotéis urbanos no Brasil.

#### 4.3.2 Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados

Como comentado anteriormente, a complexidade e consequente dificuldade de se obter financiamento e crédito para o desenvolvimento de empreendimentos hoteleiros no Brasil fizeram do Hotel estruturado em forma de condomínio a principal forma de financiar a nova oferta de empreendimentos hoteleiros registrada entre os anos de 2011 e 2015, especialmente nas regiões sudeste, centro-oeste e sul do Brasil.

Historicamente, o desenvolvimento de empreendimentos para fins hoteleiros em estruturas condominiais foram originalmente concebidos como empreendimentos residenciais, porém com serviços de hotelaria, e tiveram como principais agentes motivadores os incorporadores de empreendimentos imobiliários, que enxergaram no segmento uma alternativa ao seu rol de produtos a serem ofertados ao mercado, principalmente aos pequenos e médios investidores que buscavam uma RMLP.

Segundo Spolon (2006), registrou-se entre os anos 2000 e 2003 o que viria a ser o maior *boom* de desenvolvimento hoteleiro na cidade de São Paulo, que foi impulsionado pela estabilidade econômica trazida pelo plano Real, pela demanda crescente (especialmente a advinda dos segmentos de eventos corporativos e empresariais), pelo “atraso” ou desatualização da estrutura hoteleira existente a época e pelas novas formas de negócio desenhadas pelas empresas hoteleiras e pelos incorporadores imobiliários.

Spolon (2006), reitera que os agentes responsáveis pela expansão do inventário hoteleiro na cidade de São Paulo a partir da década de 1980, e em especial entre os anos 1995 e 2000, são os incorporadores, destacando que as principais empresas do setor imobiliário e da construção civil atuaram no segmento hoteleiro, lançando e desenvolvendo projetos hoteleiros no período.

Esta realidade pouco mudou atualmente, 65% da nova oferta hoteleira está estruturada em forma de condomínio (Hotelinvest,2019), resultando em empreendimento com inúmeros

proprietários, que adquiriram suas unidades em lançamentos de produtos imobiliários hoteleiros com a expectativa de auferir RMLP.

Com o objetivo de informar , o investidor que tenha interesse nestes produtos e aos incorporadores que enxergam uma oportunidade no segmento, o Sindicato da Habitação de São Paulo, SECOVI -SP promoveu a publicação do “Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados” (2013), e segundo a publicação, nota-se uma evolução no modelo, o qual classificou em gerações da seguinte forma:

- (i) Primeira geração: Os *Flats*, surgidos no final da década dos anos 1970 e início da década dos anos 1980, com o objetivo de atender tanto o morador quanto aos eventuais hóspedes. Os conflitos de interesse entre os moradores e os investidores, que buscavam somente renda através da locação de suas unidades, mostraram que esta configuração necessitava de aperfeiçoamento;
- (ii) Segunda Geração: Surgida em meados dos anos 1990 até o início dos anos 2000. Para moradores surge o residencial com serviços hoteleiros, e para os investidores o *Flat* 100% no pool de locação, onde todas as unidades estão direcionadas aos hóspedes, corrigindo desta forma os principais conflitos registrados nos empreendimentos mistos desenvolvidos na primeira geração;
- (iii) Terceira Geração: Trata-se mais de um ajuste na sua denominação, definindo como *Condohotéis* os empreendimentos onde 100% das unidades são exclusivamente destinadas a exploração hoteleira e *Apart-hotéis* para os empreendimentos residenciais que oferecem serviços de hotelaria.

A publicação do SECOVI-SP (2013), definiu os empreendimentos a partir de sua estruturação da seguinte forma:

- a) *Flat, Flat-Hotel, Hotel-Residência, Apart-hotel* ou *Apart-service*: Empreendimentos submetidos ao regime de condomínio edilício e de natureza híbrida, com serviços similares aqueles oferecidos em hotéis, mas com apartamentos que podem servir como moradia, para seu proprietário ou titular de direitos aquisitivos, ou terceiros por ele autorizados. Geralmente aprovados em órgãos públicos como empreendimento residencial, residencial com serviços, *Flat* ou *Apart-hotel* propriamente dito, ou qualquer denominação similar que lhe seja dada. O proprietário ou titular dos direitos aquisitivos tem a opção de ingressar sua unidade ao chamado *pool* de locação a ser explorado pelo operador hoteleiro ou mantê-la para uso próprio ou de

terceiros.

b) **Condohotel:** Geralmente aprovado nos órgãos públicos como empreendimento Hoteleiro e submetidos ao regime de condomínio edilício. O proprietário, ou titular dos direitos aquisitivos sobre a unidade autônoma, não poderá usar sua unidade para moradia, como também não poderá fazer a sessão de seu uso a terceiros que não seja o gestor (operador) hoteleiro. É obrigatória sua participação no *pool*, ou seja, a unidade autônoma automaticamente faz parte do *pool* de locação<sup>19</sup> que é explorado pela operação hoteleira.

c) **Residencial com Serviços:** Empreendimentos submetidos ao regime de condomínio edilício no qual são prestados serviços aos seus moradores similares, ou não, aos disponibilizados em hotéis. Este tipo de empreendimento geralmente não conta com um gestor hoteleiro.

O modelo Hotel através de uma estrutura condominial, segue as diretrizes que da Lei 4591/94 que rege as incorporações imobiliárias. A incorporação imobiliária tem como fruto um condomínio, um bem partilhado com diversos proprietários por meio de uma fração do empreendimento, que é composto da área privativa e área comum. No caso dos empreendimentos Hoteleiros, a incorporação imobiliária tem como fim um Hotel como produto e uma organização condominial tradicional na representação da comunidade (Mota, 2014).

O modelo Condominial em empreendimentos hoteleiros pulverizados evoluiu, partindo de uma referência de condomínio residencial com prestação de serviços hoteleiros para a definição de um condomínio não residencial, conforme preconizado na Deliberação Normativa n. 433/02 do Instituto Brasileiro de Turismo. Segundo Mota (2014), a partir da publicação da Deliberação Normativa n. 433/02, o *pool* hoteleiro, ou de locação, perde espaço para figura da Sociedade em Contas de Participação (SCP).

---

<sup>19</sup> Pool de locação em um empreendimento hoteleiro é o conjunto de unidades que são disponibilizadas para exploração hoteleira, sendo administradas pelo gestor do hotel. Quando o proprietário inclui sua unidade ao *pool* de locação ele renuncia ao uso ou posse da unidade, transferindo-a ao administrador hoteleiro, que fará a gestão operacional e comercialização da unidade. O proprietário recebe dividendos ou aluguel resultante do rateio do resultado consolidado de todas unidades integrantes do *pool* de locação do hotel.

#### 4.4 Estruturação de Empreendimentos Hoteleiros

A estruturação de um empreendimento hoteleiro compreende duas estruturas fundamentais, (i) a estrutura imobiliária, o bem imobiliário diretamente, e (ii) estrutura operacional.

Ambas estruturas estão diretamente relacionadas, uma vez que um bom produto imobiliário por si só não é capaz de produzir resultados operacionais, e conseqüentemente retornos em patamares atrativos, aos seus investidores. O fator operacional é parte fundamental para o sucesso de um empreendimento. O operador será o responsável pela geração das receitas e gerenciamento e controle das despesas, com a premissa de fazer bom uso dos recursos e bens disponibilizados. A marca aderida ao hotel, se a decisão for integrar uma rede, é também um recurso que deve ser carregado na operação. A marca efetivamente é uma despesa operacional, porém pode ser um mitigador de riscos se comparado a um empreendimento que opera de maneira independente, sem vinculação a nenhuma rede.

Neste contexto, ao planejar um empreendimento hoteleiro, além do desafio da construção efetiva é prudente no início do planejamento discutir a figura de um operador, de preferência com experiência comprovada, e eventualmente a marca<sup>20</sup> que será aderida ao empreendimento.

##### 4.4.1 Empresa Operacional (OpCo) e Empresa Imobiliária (PropCo)

Como já mencionado, os empreendimentos hoteleiros carregam características específicas que os diferenciam de outras tipologias de EBI. Os usuários dos hotéis buscam não somente um abrigo, ou em outras palavras o corpo físico ou atributos físicos dos empreendimentos, mas sim uma experiência atrelada ao serviço prestado, que na maioria das vezes vai além da hospedagem. Assim, o fator humano tem papel fundamental no sucesso ou insucesso de um hotel, e conseqüentemente o retorno do investimento alocado nesta tipologia de EBI.

Gujar (2012), destaca que os empreendimentos hoteleiros carregam características únicas, quanto a sua estrutura organizacional, que não são percebidas pelos usuários em geral, que não

---

<sup>20</sup> A grandes marcas hoteleiras carregam características de arquitetura. É recomendável tomar a decisão pelo ingresso de uma marca durante o planejamento do empreendimento para que a eventual marca venha a contribuir também nesta fase, com informações pertinentes ao produto e seus eventuais custos de implantação.

chegam a diferenciá-las, assumindo que se trata de um negócio único. Porém, não é esta a realidade encontrada na maioria dos hotéis, principalmente em mercados mais evoluídos.

Segundo Gujar (2012)<sup>21</sup>, em um empreendimento hoteleiro é possível identificar pelo menos quatro linhas de negócio distintas, que podem trazer quatro agentes distintos atuando em cada uma delas, que são: (i) Propriedade do Hotel (ii) Locatário do Hotel (iii) Gerenciamento da Operação (iv) Franqueadores.

A “Propriedade do Hotel” se caracteriza pelo bem imobiliário (Real Estate), o investimento para implantação ou aquisição do empreendimento, objetivando a sua locação, ou arrendamento, geralmente ao agente operador, através de contrato específico pactuando as condições desta relação entre as partes (pagamento do aluguel, prazo, etc...)

O “Locatário do Hotel”, ou arrendatário, representa a parte operacional e tem a responsabilidade sobre toda a operação, como a contratação dos funcionários em seu CNPJ, o recebimento de todas as receitas, como as advindas da hospedagem por exemplo, e o consequente pagamento de todas as despesas oriundas da operação.

O “Gerenciamento da Operação”, é o prestador de serviços de gerenciamento e operação do empreendimento hoteleiro, administrando o empreendimento em nome dos proprietários e/ou locatários, através de um contrato de prestação de serviços e uma procuração, sendo remunerados através de uma combinação de taxas, que são acordadas entre as partes. O gerenciamento da operação pode ser representado pelo locatário, ou até mesmo pelo proprietário diretamente.

Os “Franqueadores” dão o direito ao empreendimento hoteleiro de se afiliar a uma rede, utilizarem uma marca e terem acesso a canais de distribuição e estruturas comerciais estabelecidas, através de um contrato de franquia ou licenciamento, sendo remunerados

---

<sup>21</sup> Gujar (2012), define os quatro segmentos de negócios em: (i) *Hotel Ownership*, (ii) *Leasing of Hotels*, (iii) *Hotel Management*, (iv) *Franchisors*. A tradução foi adaptada, trazendo os conceitos mais próximos da realizada encontrada no mercado Brasileiro.

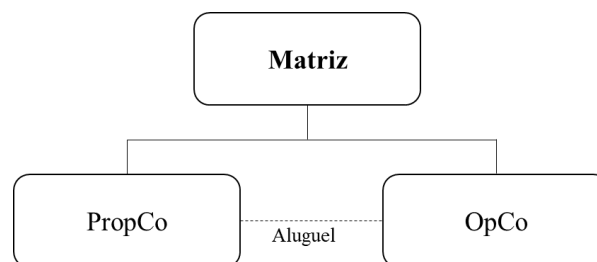
geralmente por uma taxa de *royalties*. Em contrapartida o hotel deve seguir padrões da marca, que se refletem na concepção do produto e nos procedimentos operacionais.

Objetivamente, a estrutura de um empreendimento hoteleiro está dividida entre duas partes, a parte operacional e a parte imobiliária (Real Estate), que podem ser controladas pelo mesmo proprietário ou grupo de investidores, resguardadas as características jurídicas e fiscais que estas estruturas carregam. É muito utilizado um termo que vem da língua inglesa que denomina a empresa do bem imobiliário (Real Estate) como *Property companies* (PropCo), e a empresa operacional como *Operating Companies* (OpCo).

Do ponto de vista do investidor, no ambiente do Real Estate, a separação do empreendimento, especialmente os hoteleiros, no modelo PropCo e OpCo traz uma série de benefícios fiscais e jurídicos, além de propiciar melhores alternativas de transacionar o ativo imobiliário, ou parte dele.

Nos hotéis, as PropCo e OpCo podem ser companhias pertencentes ao mesmo grupo econômico, consolidando-as em sua empresa matriz. Esta estruturação pode também conter controle acionário que pode ser distinto entre a PropCo e a OpCo. Das linhas de negócios indicadas acima, a PropCo aluga ou estabelece algum vínculo entre o seu ativo imobiliário e a OpCo, que carrega toda estrutura operacional. A PropCo é a empresa que contrata todos os funcionários, recebe as receitas operacionais, paga todas as despesas e distribui os dividendos aos seus acionistas. O contrato de gerenciamento e operação hoteleiro é celebrado entre o prestador de serviços e a OpCo, da mesma forma que o contrato de franquia ou licenciamento da marca do hotel. A Figura 3 a seguir, ilustra uma estrutura PropCo e OpCo, e sua relação com uma matriz, ou *holding*.

Figura 3: Estrutura PropCo e OpCo. Fonte: Autor



As grandes companhias hoteleiras globais ao longo dos anos foram se estruturando através do modelo PropCo e OpCo, alocando todos os seus ativos hoteleiros na PropCo e ajustando um contrato de arrendamento e conseqüente gestão entre elas mesmas. Um passo seguinte a esta estruturação, observado entre estes grandes grupos, foi a saída ou venda da parte imobiliária, tornando-as empresas de prestação de serviços e transferência de expertise e licenciamento de marca (branding), através de contratos de licenciamento e franquia, adotando assim um modelo de empresas *asset-light*, ou que não alocam seus recursos em ativos imobiliários.

A segregação do patrimônio imobiliário de uma empresa em uma entidade isolada, ou filial imobiliária, é uma prática recorrente em atividades onde o uso do imóvel é intensivo, como atividades de varejo, bancos e grandes companhias com patrimônio imobiliário considerável.

Vale ressaltar que as maiores empresas do setor, como a Marriott, Hilton e Accor, fizeram este movimento. Nos casos de Marriott e Hilton observou-se que a decisão das companhias foi dar saída do investimento em seus ativos imobiliários, que já estava apartados em uma PropCo, através de criação de REIT, que foram posteriormente listados e ofertados ao público geral na Bolsa de Valores Americana.

O REIT criado a partir dos ativos hoteleiros da companhia Marriott é o Host Hotels, e o criado a partir da Hilton é o Park Hotels & Resorts. A companhia Francesa Accor isolou seus ativos imobiliários hoteleiros criando uma companhia, a AccorInvest<sup>22</sup> para promover a gestão unicamente dos ativos imobiliários, e “contratando” a Accorhotels como Operadora.

Estes são exemplos de companhias hoteleiras que historicamente iniciaram suas atividades investindo na implantação dos seus hotéis, porém com o passar do tempo e expansão global cada vez mais relevante, tornaram-se empresas com foco no licenciamento de suas marcas e na prestação de serviços de operação hoteleira.

Gregório (2017), considerada adequado separar os serviços e a produção das companhias de seu “abrigo físico”, deixando a parte que remunera o ativo imobiliário apartada, o que poderia

---

<sup>22</sup> O Grupo Accor detém participação acionária na AccorInvest. Em novembro de 2019 essa participação era de aproximadamente 30%. (hotelnewsresource.com)

facilitar a eventual saída do investimento imobiliário, resultando em alguns benefícios, como: (i) Maior ganho global no resultado dos acionistas da corporação, mantendo o ativo imobiliário com acionistas, porém em ambiente segregado (eficiência contábil) ; (ii) redução de pressão de caixa para novos investimentos no negócio principal, com recursos gerados da eventual saída do investimento imobiliário; (iii) melhora do perfil de endividamento; (iv) melhora dos índices financeiros das corporações (endividamento, liquidez, e grau de imobilização).

#### 4.4.2 Contratos de Administração e Franquia

Os empreendimentos hoteleiros, como mencionado anteriormente, são distintos de outras tipologias de EBI, muito em função de dois fatores que o tornam mais complexos do ponto de vista do investidor que considera alocar seus recursos nestes produtos de investimento. Estes fatores seriam:

- a) Operação que requer participação e especialização intensa do Operador;
- b) Decisão de afiliar o empreendimento a uma rede, através da adesão de uma marca

Assim, a estruturação de um empreendimento hoteleiro passa pela decisão de contratar uma operadora hoteleira, e conseqüentemente remunerá-la, e afiliar o empreendimento a uma rede, agregando uma marca ao empreendimento. Esses dois fatores passaram a ser fatores mitigadores de riscos, esperando-se uma melhor exposição comercial do empreendimento ao afiliá-lo a uma rede e a racionalização dos custos operacionais, através de uma gestão operacional profissional e especializada.

##### 4.4.2.1 Contratos de Administração e Operação Hoteleira

Segundo Evanoff (2016), até 1949 praticamente todos os hotéis que se tinha conhecimento eram mantidos e operados por seus proprietários. Tomando como exemplo uma companhia pioneira no segmento, a Hilton, que se originou de um único hotel em 1919, até a formação de uma cadeia de hotéis em 1946, todos de propriedade da companhia, que os operava com sua própria estrutura funcional. Foi quando em 1949 a companhia inaugurou seu primeiro empreendimento hoteleiro fora dos Estados Unidos, em Porto Rico e que se chamava Caribe Hilton, sob um contrato de aluguel, iniciando um modelo diferente até então. Neste projeto a companhia Hilton não detinha nenhuma participação acionaria no empreendimento, e o aluguel pago aos

proprietários do imóvel, no caso o Governo de Porto Rico, não era fixo, e sim variável em função dos resultados financeiros. Concomitante com a abertura deste empreendimento a companhia iniciou uma filial somente para a expansão internacional fora do seu país de origem, os Estados Unidos. Também de forma pioneira a Hilton originou, o que Evanoff (2016) descreve como um marco na indústria hoteleira, o primeiro modelo puramente de gestão e operação hoteleira, com a abertura do empreendimento Hong Kong Hilton em 1963. Este hotel era de propriedade de uma companhia de Hong Kong chamada *Hutchinson Wampoa*, que celebrou com a Hilton um contrato puramente de prestação de serviços de gerenciamento e operação hoteleira. Segundo Evanoff (2016), o modelo estruturado no empreendimento Hong Kong Hilton tornou-se uma referência até os dias atuais, e este modelo foi fundamental para o crescimento da companhia Hilton, assim como de outras empresas hoteleiras, internacionalmente.

Como visto, os contratos de gerenciamento e operação hoteleira nasceram de companhias que eram proprietárias de seus próprios empreendimentos dando origem as suas marcas e sua capacitação operacional. A partir desta especialização as companhias passaram naturalmente a prestarem serviços de administração, carregando as suas marcas como diferenciais<sup>23</sup>, muitas vezes objetos de desejo de proprietários e investidores. A indústria cresceu, gerando oportunidade para o surgimento de empresas puramente operacionais, as *property management companies* ou Operadores hoteleiros, que estão vinculadas ou não a uma marca. Todavia, as grandes companhias globais continuam prestando serviços de operação exclusivamente sob suas marcas. Aos investidores, existem as alternativas de contratação de uma empresa para operação do hotel e o ingresso a uma rede através de um modelo de licenciamento de marca ou franquia, ou a combinação de ambos modelos sob o mesmo contrato, marca mais operação.

Num contrato de administração e operação hoteleira tradicional, o operador assume as atividades gerenciais e operacionais em nome dos proprietários. Este contrato é celebrado entre a empresa prestadora de serviços (Operador) e a OpCo, controlada pelos proprietários. Além

---

<sup>23</sup> As companhias detentoras de marcas, e que também atuam como operadores, através de contratos de administração, são chamadas de “*Brand Managers*”.

do contrato definindo as responsabilidades, o vínculo se estabelece também através de procurações, uma vez que a gestão é total, inclusive financeira.

Um contrato de administração hoteleiro é basicamente uma definição das responsabilidades entre as partes, e a definição do que será considerado como despesa operacional para o cálculo do GOP. A remuneração do Operador é geralmente uma composição, sendo parte um percentual que incide sobre as receitas, e outra sobre o GOP. A clareza na definição das despesas operacionais, para fins contratuais, é fundamental, e o USALI sempre é utilizado como referência. O Operador é o responsável pela geração das receitas e pela gestão das despesas, e sua remuneração geralmente é de forma totalmente variável, sendo este incentivado a impulsionar as receitas e a racionalizar as despesas, através da produtividade das equipes por exemplo.

Segundo Evanoff (2016), ao longo do tempo o “pendulo” já se inclinou para os dois lados. Inicialmente para o lado das companhias hoteleiras que detinham maior poder de negociação, uma vez que as marcas eram conhecidas e havia pouca concorrência, e ao passar do tempo, com o surgimento de mais integrantes nesse mercado, para o lado dos proprietários, que conseguiram maior poder de barganha, uma vez que a concorrência aumentou e o investidores foram adquirindo mais conhecimento sobre o modelo. Esse movimento se confirma ao observar que as taxas cobradas pelos operadores vieram caindo ao longo do tempo. Porém, Evanoff (2016) destaca que o poder de barganha entre as partes é influenciado pelo ciclo de desenvolvimento e conjuntura econômica dos mercados.

O Operador é geralmente remunerado, como mencionado anteriormente, através da cobrança de taxas que incidem sobre a receita total do empreendimento, a denominada Taxa Básica , onde o percentual pode variar de 3% a 5% sobre a Receita, e uma taxa que incide sobre o GOP, seguindo o plano de contas estabelecido pelo USALI<sup>24</sup>, denominada Taxa de Incentivo, e que pode variar entre 8% até 12%.

---

<sup>24</sup> A remuneração do Operador hoteleiro é um acordo entre as partes. A referência do USALI para determinação das despesas operacionais e conseqüentemente o GOP é uma prática de mercado, não havendo nenhuma previsão legal para sua adoção.

Cada contrato é negociado e ajustado caso a caso, e o apetite das partes varia em função de seus interesses. Do lado dos empreendedores, o interesse de agregar uma marca reconhecida e uma gestão profissional e especialista ao seu empreendimento, e do lado dos Operadores, aumentar a sua rede, e claro, coletar taxas.

O modelo pode trazer alguma sofisticação, principalmente quando o alvo é um hotel de maior magnitude, como a inclusão de um retorno prioritário ao investidor, onde a taxa de incentivo incide sobre o saldo remanescente a este patamar e não sobre o GOP diretamente, ou seja, é estabelecido um patamar que será diretamente distribuído ao proprietário ou investidor, e caso houver saldo após esta distribuição, sobre este saldo incidirá a taxa de incentivo. Não se trata de um valor estabelecido e garantido pelo operador, que geralmente não aceita esta condição (garantir um retorno), e sim da prioridade ao retorno ao investidor sobre a taxa de incentivo a ser cobrada pelo Operador.

Usualmente os contratos são celebrados prevendo um prazo de 10 a 15 anos, e o término antecipado geralmente está previsto somente em caso de falha (por parte de uma das partes) ao atingir algum objetivo estipulado, como o orçamento operacional previsto para determinado exercício. Os grandes grupos buscam contratos longos de até 20 anos. Em contrapartida, Operadores menores e independentes aceitam contratos com prazos mais curtos. O teor dos contratos deixa, de certa forma, claro que a assunção do risco de empreender é do investidor sendo o Operador um mero prestador de serviços mesmo tendo o controle total da operação, e este é um dos principais motivos das calorosas discussões durante as negociações.

Em empreendimentos maiores, localizados em grandes centros, é possível que os Operadores venham propor “luvas”, ou *Key Money*, geralmente pagas ao investidor no momento da abertura do hotel. O valor do *Key Money* é influenciado pela expectativa de recebimento de taxas pelo Operador. Os Operadores que oferecem *Key Money* tendem a cobrar uma Taxa Básica maior, a que incide sobre a receita e, portanto, de menor risco para o Operador, e buscam contratos com prazos mais longos.

Neste modelo, o Operador busca, contratualmente, o controle total sobre a operação hoteleira, determinando as posições operacionais do hotel (o número total de funcionários, e seus respectivos salários, benefícios e treinamentos), gerenciando as ações de marketing e promoção, assim como a política comercial. Todas as ações (receitas e despesas) previstas para

o empreendimento, no determinado exercício, são apresentadas aos proprietários e investidores através de um orçamento operacional, onde presume-se que sejam justificados, pelo Operador, todas as despesas previstas e os cenários projetados para obtenção das receitas. Na maioria dos contratos o orçamento operacional a ser proposto segue um plano de contas conforme USALI. O evento da apresentação e discussão do orçamento é a principal interação entre os Operadores e investidores. A prestação de contas, e conseqüentemente a apuração e distribuição dos resultados, ocorre mensalmente. A devida atenção deve ser dada a este evento, buscando clareza e grau de detalhamento para que nenhuma questão fique subentendida, ou para que não fique caracterizado algum conflito de interesse. Por exemplo, pagamentos por serviços prestados pelo próprio Operador que venham a ser propostos, gerando despesas (além das taxas básica e de incentivo), devem ser devidamente justificados e aprovados.

Segundo Bader e Lababedi (2007), um contrato de operação hoteleira é um *mix* entre termos comerciais e legais, e que os termos acordados tem efeito e impacto direto na distribuição dos resultados e no desempenho do Operador selecionado.

Os principais pontos que devem ser observados ao negociar um contrato de operação hoteleira são:

- a) Prazo Contratual
- b) Taxas Operacionais (*Operating fees*): Definição das taxas básica, de incentivo e demais cobranças que possam ocorrer a título de reembolso (por exemplo comissões sobre reservas).
- c) Clausula de desempenho: Geralmente vinculada ao orçamento operacional.
- d) Direito de Aprovação pelos proprietários: Orçamento e principais posições na operação (Gerentes Geral e Financeiro, por exemplo).
- e) Plano de Investimentos (*Capital Expenditure - CAPEX*): Compromisso de manutenção do *Fra* e investimento na atualização do hotel, por parte dos proprietários.
- f) Área de Proteção (*Non-Compete*): Impossibilidade de o Operador ter outro empreendimento num determinado raio ou área, evitando assim “canibalização”.
- g) Resolução de Disputas: No âmbito da Justiça Comum ou Câmara Arbitragem.
- h) Término: Condições gerais para término antecipado ou em função da venda do ativo (*termination on sale*).

Crandell, Dickinson et Kanter (2006), sugerem aos investidores que ao definirem um Operador, e antes de avançarem nas negociações contratuais, as partes deixem claro seus direitos, ou como denominados pelos autores o “*Bill of Rights*”, destacando, entre outros, o direito dos proprietários de que o Operador coloque os interesses dos investidores em primeiro lugar ( ou seja, maximizar os retornos), e por parte dos Operadores, que tenham o direito de administrar o hotel sem interferências diretas dos proprietários.

Segundo Collis et Perret (2015), o modelo traz um potencial de obtenção de retornos maior, ao se comparar a um modelo de locação por exemplo, em contrapartida, está mais exposto aos riscos da operação, uma vez que a OpCo está sobre seu controle e responsabilidade.

O Quadro 1 a seguir mostra algumas vantagens e limitações do modelo, tanto para Proprietário quanto para o Operador.

Quadro 1: Vantagens e limitações da Administração Fonte: Adaptado de Collis et Perret (2015)

<b>Parte</b>	<b>Vantagens</b>	<b>Limitações</b>
<b>Proprietário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Não necessita ter experiência em hotelaria.</li> <li>• Não necessita desenvolver uma estrutura para gerenciar os hotéis.</li> <li>• Suporte técnico (arquitetura e construção) e operacional.</li> <li>• Pode facilitar a obtenção de financiamento (pela experiência do Operador).</li> <li>• Maximização dos retornos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Não tem controle sobre a operação.</li> <li>• Assume riscos Operacionais.</li> <li>• Não tem controle sobre ações e reputação da marca.</li> <li>• Está sujeito a imposições da marca.</li> <li>• Assume prejuízos operacionais.</li> </ul>
<b>Operador</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento de sua rede e marca com menor investimento.</li> <li>• Crescimento de sua estrutura operacional.</li> <li>• Oportunidade de incrementar suas receitas.</li> <li>• Menor exposição ao risco de mercado e operacional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ganhos limitados as taxas coletadas</li> <li>• Taxa de incentivo sujeitas aos riscos de mercado e operacionais</li> <li>• Investimentos em atualização por parte dos Proprietários (a não atualização pode comprometer a reputação da marca).</li> </ul>

No mercado Brasileiro as grandes companhias hoteleiras estão presentes, mas as Operadoras locais estão em maioria, algumas atuando com suas marcas próprias que, estão presentes somente no Brasil. A Tabela 3 a seguir mostra as 15 primeiras operadoras em atuação no Brasil ano de 2019, em número total de quartos e unidades (hotéis).

Tabela 3: Operadoras hoteleiras no Brasil. Fonte: Hotelaria em Números 2019 (JLL)

2019	Administradora	Quartos	Hotéis
1	Hotelaria Accor Brasil	38912	209
2	Atlântica Hotels	19162	112
3	Nobile Hotéis	11450	52
4	Átrio Hotel Management	6956	55
5	Nacional Inn Hotéis	6508	58
6	ICH Administradora de Hotéis	5472	35
7	Transamérica Hospitality Group	4381	23
8	Hplus Hotelaria	4365	15
9	Allia Hotels	4300	31
10	Windsor Hotéis	4142	16
11	Bourbon hotéis & Resorts	4044	19
12	diRoma Hotéis	3656	13
13	BlueTree Hotels	3407	17
14	Vert Hotéis	3155	21
15	Melia Hotéis	3086	11

#### 4.4.2.2 Contratos de Franquia

Segundo Meyer (2018), as origens de um sistema de franquia hoteleiro podem estar diretamente ligada a união entre sete proprietários de hotéis no estado da Florida, EUA, que buscavam formar uma cooperação e trocar experiências referentes a padrões de qualidade, e que deu início ao grupo denominado *Quality Courts United* em 194. Esta espécie de cooperativa deu origem a companhia hoje chamada de *Choice Hotels International*, umas das maiores franquadoras hoteleiras do mundo.

O modelo de franquia no segmento hoteleiro segue o modelo tradicional encontrado em outros segmentos da economia, e está baseado na transferência de conhecimento operacional e comercial e na permissão de uso de uma marca. Neste modelo o franqueado deve seguir todos os padrões operacionais estabelecidos pelo sistema e a concepção do produto deve seguir os critérios determinados pelo franqueador, proprietário da marca. O empreendedor para

construção do hotel afiliado a uma marca deve seguir as orientações de arquitetura, os padrões construtivos e a decoração estabelecidos por este sistema, e deve seguir os padrões de serviços, o que reflete no quadro de colaboradores por exemplo, previamente estabelecidos pelo franqueador, que busca fortalecer a consistência de sua marca. Em contrapartida, o franqueado espera se beneficiar de uma estrutura já consolidada, dando visibilidade e exposição ao seu empreendimento, assumindo que o franqueador tem uma maior capacidade de inserção mercadológica de sua marca, beneficiando todo o sistema.

Do ponto de vista operacional, um sistema de franquia se propõe a beneficiar o franqueado pela troca de experiências e rotinas operacionais já estabelecidas e devidamente testadas. Do ponto de vista comercial, especificamente para o segmento hoteleiro, a possibilidade de participar de uma rede deve trazer benefícios, pelo ganho de escala na negociação com agentes de viagens, resultando em cobranças de comissões mais baixas, impactando positivamente o GOP do empreendimento.

Alon, Ni et Wang (2012), destacam que as grandes companhias hoteleiras preferem um modelo com pouca alocação de capital para entrar em novos mercados internacionais, e o modelo de franquia é um dos mais comuns quando consideram entrar em um determinado novo País.

Já Diaz-Bernardo (2009) verificou que o modelo de franquia é predominante no mercado americano, e que na Europa as redes hoteleiras daquela região dão preferência a outros modelos, como o modelo de locação, que também é bastante procurado por parte dos investidores.

No Brasil, as grandes companhias hoteleiras estão habilitadas a operar o modelo de franquia para determinadas marcas de seus portfolios. Assim como algumas redes Nacionais desenvolveram seus próprios modelos.

O Franqueado pode ser diretamente o proprietário do empreendimento, que tem a discricionariedade de eleger um Operador, que deve operar o hotel com a marca elegida e seguindo o contrato de franquia da determinada marca ou contratar um operador que também

assume o papel de franqueado<sup>25</sup>. No caso de a marca estar diretamente associada a propriedade e ao investidor, este tem a liberdade de promover a substituição do operador e manter a marca no empreendimento por exemplo, ou estabelecer um prazo contratual com o Operador distinto do prazo comprometido com a marca.

No modelo de franquia, o proprietário do empreendimento hoteleiro deve remunerar o franqueador, a marca, através do pagamento de royalties, que geralmente é um percentual que incide sobre a receita de hospedagem, ou seja, da receita gerada pela comercialização dos quartos. Outros custos cobranças eventuais são encontradas nos inúmeros modelos contratos existentes na indústria, como a cobrança de comissões pelas centrais de reservas do sistema, programas de fidelidade, obrigatoriedade na participação em encontros e convenções, entre outras.

Segundo a publicação anual “*Hotel Franchise Fee Guide 2019*”, da consultoria HVS, para o mercado Americano que analisou ofertas de franquia de 73 marcas presentes naquele mercado o custo médio de uma franquia representou 11.59% da receita de hospedagem. Marcas de categoria *economy* representaram um custo menor médio equivalente a 9.2% da receita de hospedagem, enquanto o custo para os hotéis de categoria *Upper-Upscale* foi de 12.2%. A pesquisa apontou uma importante variação de custos e taxas cobradas pelas companhias, sendo as mais caras as, conforme apontado pela publicação, marcas de primeira classe ou *First-Class Brands*.

Em geral cada companhia em sua estratégia de cobrança, até em função de imposições legais, mas o sistema deve manter uma uniformidade nas condições ajustadas com seus franqueados, ou seja, as taxas devem ser uniformes entre todos os participantes do sistema. O quadro 2 a seguir, indica algumas vantagens e limitações do modelo de franquia, tanto para os proprietários, quanto para as marcas.

---

<sup>25</sup> Nesta situação o Operador detém um contrato específico com o franqueador da marca e passa a oferecer ao investidor um contrato de administração e marca.

Quadro 2: Vantagens e limitações do modelo de Franquia. Fonte: Adaptado de Collis et Perret (2015)

<b>Parte</b>	<b>Vantagens</b>	<b>Limitações</b>
<b>Proprietário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Controle operacional.</li> <li>• Acesso a sistemas distribuição global.</li> <li>• Acesso a padrões operacionais e orientação na concepção do produto.</li> <li>• Potencial de maiores receitas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia operacional.</li> <li>• Assume riscos Operacionais.</li> <li>• Não tem controle sobre ações e reputação da marca.</li> <li>• Está sujeito a imposições da marca.</li> </ul>
<b>Franqueador/Marca</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento de marca com pouco investimento.</li> <li>• Incrementar nas receitas (taxas).</li> <li>• Sem risco operacional.</li> <li>• Possibilidade de término por não cumprimentos dos padrões da marca por parte dos franqueados.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risco de imagem e reputação da marca.</li> <li>• Receita limitada a coleta de taxas.</li> <li>• Não contribui para o crescimento da estrutura operacional (como Operador)</li> </ul>

#### 4.4.3 Contratos de Aluguel e Arrendamento

Uma alternativa ao estruturar um empreendimento hoteleiro é a opção através do aluguel do imóvel (abrigo físico) à um inquilino, geralmente o Operador hoteleiro. O mais comum é uma construção sob encomenda, ou seja, o empreendedor segue as orientações de produto conforme premissas impostas pela marca, incluindo os equipamentos operacionais e mobiliário (*FF&E*), do empreendimento a ser alugado pelo ocupante-operador. As condições gerais de escopo e entregas entre das partes são geralmente discutidas e negociadas conforme entendimento e interesse elas.

Neste modelo, o empreendedor fica exposto somente a parte imobiliária da operação, ou seja, representa a PropCo, cabendo ao inquilino ou locatário o papel da entidade ou companhia operadora, OpCo. Neste caso, o controlador da OpCo assume a exposição da operação, contratando todos os funcionários e demais recursos necessários para operação do empreendimento hoteleiro em seu nome, sob seus registros.

Existe a possibilidade também, porém pouco praticada no Brasil, de um potencial investidor assumir a locação de um empreendimento e contratar um operador, que assume o papel de prestador de serviços, e não de locatário.

DeRoss (2008), destaca a importância do prévio entendimento das características de um contrato de aluguel no âmbito dos empreendimentos hoteleiros. Diferentes dos contratos praticados em edifícios de escritórios para locação por exemplo, os contratos são geralmente celebrados com um único locatário, como mencionado acima, o operador hoteleiro, preveem prazos alongados, de vinte até trinta anos, e tipicamente o aluguel é uma composição de um valor fixo (em sua menor proporção) e um valor variável.

Segundo Rommey (2007), os contratos de locação hoteleiros requerem atenção especial, principalmente quanto as condições no término do contrato, que, em função de geralmente serem de prazo alongado, não são discutidas no momento de sua celebração. Como exemplo, especial atenção deve ser dada a condição das equipes operacionais, uma vez que o inquilino assume o papel de entidade operacional os funcionários devem ter seus contratos de trabalho terminados, a condição dos equipamentos e do imóvel em geral. Rommey (2007) também destaca os estoques e a eventual troca de marca também como pontos de atenção.

O modelo de locação vem sendo preterido por alguns grandes operadores globais, que colocam como primeira opção o modelo de administração, onde atual como prestadores de serviços para uma OpCo, geralmente em nome dos proprietários e, como visto anteriormente, onde estão alocados todos os funcionários da operação e onde são registrados todos as receitas e despesas do empreendimento.

Segundo DeRoos (2008), mesmo enquanto os contratos de prestação de serviços continuam sendo preferenciais pelas grandes redes hoteleiras, o modelo de locação vem ganhando importância como um mecanismo para apartar o negócio em estruturas PropCo e OpCo, em função de requerimentos legais, como exemplo os REIT Americanos somente se beneficia fiscalmente, quando a receita recebida se dá através de alugueis, e os FII Brasileiros, que só podem investir em ativos imobiliários. DeRoos (2008) também destaca que o modelo de locação em empreendimentos hoteleiros é muito comum na Europa e Ásia, sendo o modelo de administração sendo mais praticado nos EUA.

A decisão em seguir por determinado modelo se dá em função do perfil do investidor e da estratégia do operador, como potencial locatário, sendo então uma discussão aberta. Um fato que não se pode desprezar é a necessidade, ou desejo, de imprimir uma marca ao empreendimento, dando força ao operador e detentor da marca em conduzir a negociação, impondo o modelo que esteja mais alinhado com sua estratégia.

Segundo DeRoss (2002), algumas motivações fizeram as companhias hoteleiras, principalmente de origem Americana, considerarem o modelo de locação como secundário, ou simplesmente não o considerarem, que são: (i) impacto em seus balanços, conforme práticas contábeis Americanas<sup>26</sup>; (ii) preferência dos investidores nos EUA pelo modelo de administração, que tende a ser mais barato, ou seja, cobrança menor por parte dos Operadores; (iii) pela magnitude da indústria nos EUA e o tamanho alcançado pelas companhias hoteleiras, os investidores estão numa posição desfavorável para imporem o modelo preferido, adotando assim o colocado pelos operadores e detentores das marcas. Entretanto, o modelo de locação vem sendo bastante praticado especialmente em países da Europa.

Collis et Perret (2015), apuraram que na Europa, 29% dos hotéis pesquisados, e sob gestão das grandes redes hoteleiras, estão estruturados sob o modelo de locação ou são propriedades próprias das redes. Já nos Estados Unidos, este montante é de apenas 2%, sendo o modelo de franquia como o predominante neste mercado e sendo praticado em 82% dos hotéis em operação naquele país. A pesquisa de Collis et Perret (2015) tinha em sua amostra hotéis com marcas das companhias, Hilton, Marriott, Accor, Hyatt e IHG.

O Quadro 3 a seguir indica vantagens e desafios, entre outros, encontrados num modelo de locação, por parte dos Proprietários quanto por parte do Inquilino-Operador.

---

<sup>26</sup> Segundo DeRoss (2002), o US GAAP é pouco “amigável” aos contratos de aluguel, impactando assim o balanço das empresas que carregam contratos de aluguel de imóveis em suas operações.

Quadro 3: Vantagens e limitações do modelo de locação. Fonte: Adaptado de Collis et Perret (2015)

Parte	Vantagens	Limitações
<b>Proprietário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Não é necessário experiência em hotelaria.</li> <li>• Baixa exposição a riscos da operação.</li> <li>• Pode facilitar eventual transação imobiliária.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Necessidade de um Inquilino-Operador com capacidade financeira.</li> <li>• Pouco acesso/controlado sobre a operação.</li> <li>• Contratos mais rígidos, dificultando término antecipado.</li> </ul>
<b>Inquilino/Operador</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estratégia de expansão.</li> <li>• Maiores receitas</li> <li>• Controle sobre o produto e sobre o <i>Fra.</i></li> <li>• Força na manutenção do contrato.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exposição a riscos de mercado e operacionais.</li> <li>• Contratos mais rígidos, dificultando o término antecipado.</li> <li>• Exposição contábil (impacto nos balanços).</li> <li>• Impacto no valor das ações (em caso de companhias de capital aberto).</li> </ul>

No Brasil, o modelo de locação vem sendo praticado. Em caso de empreendimentos pulverizados, com diversos proprietários, como os Condohoteis, alguns operadores dão preferência pela locação, assumindo que esse modelo possa trazer uma segurança maior no cumprimento do prazo contratual acordado. Em uma breve consulta realizada a dois dos principais consultores hoteleiros do Brasil, a JLL Hotels e Hotelinvest, apurou-se que aproximadamente 70% dos hotéis onde as consultorias atuam como “mandatárias”, ou *asset managers*, estão estruturados através do modelo de locação.

A Tabela 4 a seguir demonstra a proporção de cada modelo - Propriedade e Locação, Administração e Franquia - praticado pelas grandes redes hoteleiras globais.

Tabela 4: Modelos de negócio das grandes companhias hoteleiras. Fonte: HVS (2015)

<b>Companhia</b>	<b>Locação / Próprio</b>	<b>Administração</b>	<b>Franquia</b>
Marriott	1,4%	42,40%	50,76%
Hilton	9,10%	22,20%	68,80%
IHG	0,40%	27,00%	72,50%
Accor	38,70%	33,60%	27,70%
Hyatt	19,40%	58,80%	21,80%
Radisson	22,90%	54,40%	23,10%

O modelo de locação variável, onde o aluguel pago varia em função do resultado operacional, ou GOP, vem sendo o mais praticado na estruturação de Condohoteis. Como condição para celebração do modelo, os Operadores podem impor a contratação de um mandatário, que representa os diversos proprietários, com poderes para deliberar com o Operador na prestação de contas e conseqüentemente definição do valor do aluguel a ser distribuído aos proprietários. O modelo de locação com aluguel fixo, ou aluguel variável, sendo um percentual da receita total do empreendimento também é praticado, porém, pouco utilizado em casos de Condohotel. Os Operadores geralmente dão preferência por esse modelo quando o empreendimento é de propriedade de um proprietário único ou fundo de investimento.

#### 4.4.3.1 Locação com Mandato Civil

Nos empreendimentos hoteleiros estruturados através de um modelo de aluguel, geralmente variável em função da receita total do empreendimento ou em função do GOP, assim como nos contratos de administração, a prestação de contas pelo operador é o evento para definição do aluguel a ser pago no determinado período.

Neste modelo, que de certa forma é menos complexa do ponto de vista jurídico, se estabelece uma relação imobiliária entre o Operador hoteleiro e os Proprietários (investidores), sendo o Operador o locatário e os Proprietários os locadores.

Em uma estrutura pulverizada, como os Condohoteis, os Proprietários geralmente adquirem suas unidades já locadas pelo Operador hoteleiro em contratos negociados e definidos anteriormente pelo incorporador responsável pela concepção, lançamento e entrega do empreendimento pronto e operando. O Operador hoteleiro, com a posse do imóvel promove a exploração hoteleira, através de uma filial, cabendo aos adquirentes aceitar tais condições pré-

estabelecidas<sup>27</sup>. Com a evolução do modelo, e por imposição de alguns Operadores, surgiu o arrendamento ou locação com mandato civil, onde os Proprietários (investidores) não estão diretamente em contato com o Operador, nos eventos de prestação de contas por exemplo, cabendo este papel de interlocução ao Mandatário ou *Asset Manager*, um especialista que representa os Proprietários, através de um mandato, nas discussões, algumas vezes calorosas, com o Operador hoteleiro.

Mota (2014), destaca que a figura do *Asset Manager* ganha força e se faz necessária já no final da década dos anos 1990, quando o hotel em condomínio ganha força, e quando se desenvolveram empreendimentos contemplando um grande número de sócios ou Proprietários, na maioria das vezes passivos.

O modelo de arrendamento foi uma evolução do modelo *Apart-Hotel*, em função da busca de um modelo mais objetivo aos investidores que não necessitam ingressar numa SCP e aos incorporadores que promovem suas ofertas sem a complexidade jurídica do modelo SCP, ou seja, promovem a venda de uma unidade previamente alugada simplesmente. Como exposto anteriormente, o modelo também traz pontos positivos para os Operadores, e a presença de um *Asset-Manager* especialista, trouxe uma sofisticação ao modelo.

Este modelo foi o mais utilizado no último ciclo de desenvolvimento hoteleiro registrado na última década, e já representa um montante expressivo do inventário total de quartos de hotel nas principais cidades Brasileiras.

#### 4.4.4 Sociedade em Contas de Participação (SCP) em Empreendimentos Hoteleiros

Conforme definição do código Civil Brasileiro, a SCP é aquela sociedade onde os seus participantes se unem com um objetivo específico, sendo que o acordo entre as partes envolvidas é de interesse único das partes. Para a sociedade em geral, o exercício desta empresa

---

<sup>27</sup> Esta dinâmica também é verificada nos empreendimentos formatados em SCP, quando toda a estruturação do modelo também é definida pelos empreendedores ou incorporadores previamente, cabendo os adquirentes das unidades seguir o estabelecido no momento da oferta (no caso de hotéis pulverizados).

ocorre pela pessoa jurídica do sócio ostensivo, sendo os demais denominados sócios participantes (Mota apud DJI, 2013).

A estrutura de SCP é bastante utilizada nos empreendimentos hoteleiros pulverizados, onde geralmente a figura do sócio ostensivo é exercida pelo Operador do empreendimento que assume o direito de uso das unidades hoteleiras dos sócios participantes da SCP, promovendo assim a operação do Hotel. A Receita Federal enquadra as SCP, para fins de exploração hoteleira, pessoa jurídica regular, oficialmente estabelecida, devendo seguir obedecer às regulações e Legislação pertinentes. Desta forma, o sócio ostensivo é o responsável civil e criminalmente pela operação do empreendimento, isentando os sócios participantes de tais obrigações.

Segundo Mota (2014), os hotéis estruturados em forma de condomínio operam em duas vertentes, a condominial e a hoteleira. A vertente condominial atende normas relativas à administração condominial, com seu quadro de representantes próprio (síndico e conselho) conforme as definições do Código Civil Brasileiro, e a segunda vertente está relacionada diretamente à exploração do negócio hoteleiro, em que os acordos entre os participantes seguem a lógica do mercado e os interesses das partes envolvidas, porém regidas pelas normas do Código Civil Brasileiro.

Como a Sociedade de Contas em Participação tem caráter de Pessoa Jurídica estabelecida o RODi a ser distribuídos aos sócios participantes acontece através da distribuição de dividendos, que refletem o RODi apurado no período específico. Cabem aos proprietários, sócios participantes da SCP, participarem dos eventuais aportes de capital no caixa do empreendimento, com o objetivo de custear despesas operacionais, se assim se fizer necessário e estando previamente acordado com o Operador (que também tem o papel de Sócio Ostensivo).

No modelo de SCP os Proprietários das unidades disponibilizam suas unidades de maneira isolada à SCP, celebrando um contrato de locação ou comodato. Geralmente, nos hotéis estruturados neste modelo o valor do aluguel previsto nestes contratos de locação é simbólico, uma vez que se sustentam somente com o objetivo de vincular a SCP, que promoverá a exploração hoteleira, ao imóvel desenvolvido única e exclusivamente para este fim, seguindo de alguma forma a formatação de OpCo e PropCo. O investidor, ao adquirir uma unidade no

condomínio ou Condohotel, fica condicionado a participar da SCP, e conseqüentemente dar em locação ou comodato sua unidade a SCP (OpCo).

As receitas da exploração hoteleiras se darão através da SCP, da mesma forma o RODi a ser distribuído em forma de dividendos. Tradicionalmente a administradora hoteleira assume o papel também da administração condominial, e, em alguns casos, os funcionários do hotel estão vinculados ao condomínio.

## 5 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

Este trabalho tem por hipótese demonstrar as vantagens da utilização dos FII como veículos de investimento no segmento hoteleiro no Brasil, como já acontece em economias mais avançadas. Desta forma é dedicado um capítulo específico para o tema Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

Os FII foram instituídos no Brasil através da Lei 8.668 de 25 de junho de 1993, e regulamentados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) através das Instruções Normativas n. 205 e 206 em 14 de janeiro de 1994.

Ferreira (2011), destaca que os FII foram criados com o objetivo de concentrar os recursos para serem aplicados em empreendimentos no ambiente do Real Estate, possibilitando que pequenos investidores pudessem aplicar seus recursos em grandes empreendimentos, ou em carteiras de empreendimentos, com eventual diversificação de riscos, que não seriam possíveis de serem alcançados pelos pequenos e médios investidores, em aplicações individuais, devido ao montante de capital necessário para desenvolver tais empreendimentos, que muitas vezes referenciam em seus mercados de atuação.

Os FII são constituídos em forma de condomínio fechado, dividido em cotas que correspondem a frações ideais de seu patrimônio. Os cotistas são os titulares das cotas do Fundo, mas não exercem nenhum direito real sobre os imóveis, ou ativos, que compõem o Fundo. Em contrapartida, os cotistas não possuem nenhuma obrigação legal, ou contratual, perante tais ativos (Guia CVM do Investidor, 2ª. edição 2015).

Os FII podem ter prazos de duração determinados ou indeterminados, e o resgate de suas cotas não é permitido, salvo as exceções indicadas a seguir:

- (i) Liquidação do FII deliberada em assembleia de cotistas
- (ii) Quando FII tiver prazo determinado, no final do prazo de duração
- (iii) Negociação de venda no mercado de bolsa de valores, em balcões organizados.

Segundo Ferreira (2011), os FII sempre foram instrumentos com incentivo fiscal, inicialmente para o próprio fundo e posteriormente, a partir de 2005 com a Lei 11.196, a isentar os tributos sobre os rendimentos também para cotistas pessoas físicas, desde que atendidos determinados

itens. O acesso de pessoas físicas ao veículo foi facilitado a partir de 2003, quando se regulamentou a listagem das cotas de FII em ambiente de bolsa de valores, incentivando assim as ofertas públicas, nos mercados primário e secundário.

Os recursos captados através dos FII devem ser aplicados em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, prontos e operando ou em desenvolvimento (a serem implantados), representados por quaisquer direitos reais sobre bens imóveis e títulos de renda fixa e variável.

Por parte do investidor, o investimento é caracterizado através da aquisição de quotas, e os retornos são caracterizados através da distribuição do RODi gerados pelos empreendimentos que compõe a carteira do FII e pelo resultado da venda dos ativos componentes do FII. Para o cotista, a venda das cotas, através do mercado de balcão ou bolsa de valores, caracteriza também um retorno pela saída do investimento, apurando-se o eventual ganho de capital.

Segundo Ferreira (2011), os FII Brasileiros são inspirados nos REIT Americanos, muito em função do tratamento fiscal diferenciado. A diferenciação tributária dos FII se dá pela isenção de impostos sobre as receitas e lucros provenientes da exploração do portfólio presente na carteira, destacar como impostos isentos: IR, CSLL, PIS e COFINS.

Moraes apud Li & Chow, (2015), destaca que desde que essa classe de ativos se expandiu pelo mundo, o mercado imobiliário deixou de ser local, uma vez que investidores podem facilmente investir em imóveis, ou grupos de imóveis, localizados em outras cidades ou Estados.

Moraes (2016), destaca que os REIT americanos fomentaram o surgimento de veículos semelhantes em diversos países, que de certa forma seguiram o modelo de condicionar a alta distribuição dos lucros dos Fundos aos seus cotistas e contam com benefícios fiscais.

De acordo com Ferreira (2011), no Brasil, os FII não possuem a flexibilidade e capacidade de giro de aplicações em empreendimentos com velocidade que permita aumentar o valor do portfólio de maneira ativa no mercado, sendo um veículo mais reativo neste sentido. Ferreira (2011) destaca que por regulamentação os FII não devem vender ou comprar imóveis visando obter ganhos com estas operações, o que poderia implicar em especulação, porém existem FII que conseguem substituir ativos que não estejam apresentando rentabilidade adequada, mas o

fluxo de decisões impede que este processo seja rápido e frequente, estando este processo sujeito a aprovação dos cotistas se assim estiver definido no regulamento do Fundo.

Segundo Moraes (2016), o tamanho dos FII é fator determinando para diminuição do risco diversificável dos FII listados na B3, e sugere que investidores individuais e institucionais devem buscar compor seus portfólios com os FII de maior tamanho.

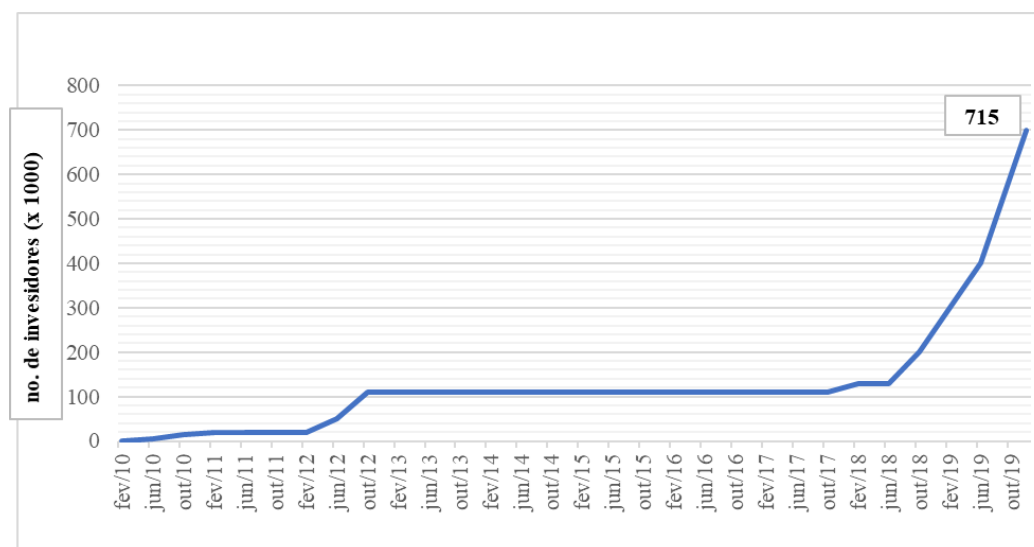
### **5.1 Panorama dos FII no Brasil**

Mesmo que instituídos pela Lei 8.668 de 1993, é coerente afirmar que a indústria de FII no Brasil começou a ganhar relevância a partir da publicação da Instrução CVM n. 472 no ano de 2008, que praticamente recriou os FII e representou um divisor de águas na evolução deste segmento (Uqbar, 2018).

Em 2009, primeiro ano após a vigência da Instrução CVM 472/08, somavam-se 83 FII em funcionamento no Brasil, e um patrimônio líquido correspondente a aproximadamente R\$ 4,5 bilhões, valores da época (Guia CVM do Investidor FII, 2015). Como referência, dados do boletim do mercado imobiliário da B3, de janeiro de 2020, o número de FII registrados na entidade até o final do ano de 2019 era de 571, e a somatória dos patrimônios líquidos destes FII era superior a R\$ 164 bilhões, o que demonstra o expressivo crescimento do veículo em 10 anos. O número de investidores é outro fator que também demonstra a evolução dos FII, em dezembro de 2019 o número de cotistas, ou seja, investidores, de FII registrado na B3 era superior a 715 mil, conforme boletim B3 de janeiro de 2020, comprovando o aumento significativo no interesse nestes ativos. Este movimento pode demonstrar uma sofisticação e evolução dos investidores, que encontram nos FII uma maneira mais inteligente para investir em Real Estate. O quadro a seguir mostra o crescimento de cotistas no veículo FII. Outro fator que também merece destaque é o interesse do pequeno e médio investidor, caracterizado por pessoas físicas, que conforme boletim B3 correspondeu a exatos 73,32% do volume total negociado.

A figura 4 a seguir, mostra a evolução do número de investidores em FII, conforme dados da B3, representados num período de aproximadamente 10 anos.

Gráfico 1: Evolução número de investidores em FII. Fonte: Adaptado de B3



Mesmo com o forte crescimento registrado desde a publicação da Instrução CVM 472/08, o veículo FII ainda tem bastante espaço para crescer, especialmente quando se compara a mercados mais maduros e evoluídos.

Rocha Lima (2018), destaca que o mercado Brasileiro ainda é quase infantil, pelo tamanho do mercado e pela utilização deste veículo, que no Brasil ainda é utilizado mais para vender propriedades isoladas em pequenas porções. Porém essa realidade vem mudando, e os administradores e estruturadores de FII estão cada vez mais procurando diversificar e ampliar seu patrimônio, buscando a formação de um portfólio.

## 5.2 Estrutura e Funcionamento dos FII

Os FII são uma comunhão de recursos, captados por meio de sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, estando seu funcionamento e oferta pública de cotas sujeitos ao registro prévio na CVM, que é o órgão responsável pela supervisão e fiscalização destes veículos. O patrimônio de um FII é dividido em cotas, que correspondem a frações ideais de seu patrimônio. As cotas são nominativas e escriturais (não há certificado e sim um registro eletrônico em nome do investidor), e, em regra, conferem direitos e deveres iguais a todos os titulares (cotistas). No caso de fundos destinados a investidores qualificados, aqueles que possuem mais de R\$ 1 milhão investidos no mercado financeiro, o regulamento poderá prever a existência de cotas com direitos ou características

especiais, conferindo um tratamento desigual entre os cotistas. Porém, para o investidor médio o tratamento diferenciado é praticamente inexistente (Guia CVM do investidor – FII, 2015).

As cotas dos FII não são resgatáveis, desta forma uma expressiva parte dos FII existentes no mercado tem as cotas registradas para negociação em mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado, onde a negociação destas cotas segue a mesma dinâmica das ações de companhias abertas por exemplo.

Obrigatoriamente e conforme regulamentação da CVM, os FII devem conter um administrador que deverá ser uma instituição financeira. Este administrador será responsável pelo funcionamento e a manutenção do FII, podendo exercer as atividades diretamente ou através da contratação de terceiros. O regulamento dos FII deve identificar quem é esse Administrador, que possui diversas obrigações, perante a CVM e os cotistas. Compete ao administrador, dentre outras obrigações:

- (i) Selecionar os bens e direitos que irão compor o patrimônio do FII;
- (ii) Providenciar e manter em ordem toda 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;
- (vi) Custear despesas de publicidade do FII (exceto propaganda em período de distribuição)
- (vii) Manutenção de departamento técnico habilitado;
- (viii) Escrituração das cotas;
- (ix) Custódia de ativos financeiros
- (x) Gestão de valores mobiliários integrantes da carteira do fundo;

Os bens da carteira patrimonial do FII ficam sob a gestão do administrador em caráter fiduciário e não se comunicam com o patrimônio do administrador. Conforme artigo 12 da Lei 8668/93, é vedado ao administrador, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do FII:

(...)Art. 12. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário:

- I. Conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos sob qualquer modalidade;
- II. Prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;
- III. Aplicar no exterior recursos captados no País;
- IV. Aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;
- V. Vender a prestação as quotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries;
- VI. Prometer rendimento predeterminado aos cotistas;
- VII. Realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor

As vedações sobre a atuação do Administrador também são detalhadas e complementadas no art. 35 da Instrução CVM 472/08.

Os FII podem investir em empreendimentos imobiliários de diversas naturezas. A rentabilidade e os riscos de cada FII em geral relacionadas aos riscos do mercado de Real Estate. Além de poder adquirir direitos reais sobre bens imóveis, os FII podem também investir outros tipos de aplicações relacionadas ao segmento imobiliário, tais como: Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Hipotecárias (LH), cotas de outros FII, certificado de potencial adicional de construção(CEPAC), certificados de recebíveis imobiliários(CRI), cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII, além de valores mobiliários de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII. A relação dos ativos que podem ser investidos pelos FII está descrita no art. 45 da Instrução CVM no 472/08.

A parcela do patrimônio do FII que, temporariamente por força de cronograma físico-financeiro ou de outras situações de cunho negocial, não estiver aplicada em ativos relacionados ao Real Estate, deve ser aplicada em cotas de fundo de investimento ou em títulos de renda fixa, públicos ou privados, com liquidez compatível com a necessidade do FII. Eventualmente pode ser aplicada em derivativos, com o exclusivo fim de proteger o patrimônio do FII e com exposição no máximo equivalente ao valor do patrimônio líquido do fundo. Estas situações devem estar previstas na política de investimentos do FII. O FII também pode manter permanentemente parcela de seu patrimônio aplicada em cotas de fundos de investimento ou

títulos de renda fixa, públicos ou privados, com o objetivo de atender suas necessidades de liquidez (Art. 47 da Instrução CVM 472/08).

Segundo Amato (2009), a exposição dos FII em derivativos confere flexibilidade as políticas de investimento e composição de carteiras, principalmente tratando-se em investimento indireto em EBI e em atividades de incorporação de empreendimentos imobiliários destinados a venda.

Rocha Lima (2011), comenta que a ampliação dos objetivos dos FII, permitindo-se investir em derivativos, desde a participação em SPE até recebíveis embarcados em CRI, descaracteriza os FII como um ambiente de investimento equivalente aos que estão presentes em economias de primeira grandeza. E que essa configuração, de certa forma difusa, perde a identidade com a aplicação em imóveis comerciais, que é a sustentação do sucesso de sistemas equivalentes nas economias mais avançadas, desde a norte-americana, passando por países importantes da Europa até o Japão.

Pelo menos 75% do capital de um FII deve ser investido em ativos imobiliários, representados por quaisquer direitos reais sobre bens imóveis. Deverão ser distribuídos aos seus cotistas no mínimo 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa e com base no balanço ou balancete semestral. (Uqbar, 2018)

Os principais rendimentos dos FII são obtidos através do recebimento de aluguéis, dos juros dos títulos imobiliários investidos e do ganho de capital na venda dos direitos reais sobre bens imóveis. A Legislação estabelece que a distribuição de rendimentos deve acontecer no mínimo semestralmente, porém a maioria dos FII promove a distribuição de rendimentos aos seus cotistas de forma mensal.

As características principais de um FII devem estar previstas em seu regulamento, e devem ser de conhecimento de seus cotistas. Conforme art.15 da Instrução CVM 472/987 o regulamento do FII deve dispor sobre:

- a) a descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados (ganho de capital, obtenção de renda ou ambos);
- b) o grau de liberdade que o administrador se reserva a esta política de investimento;

- c) as operações que o administrador fica autorizado a realizar independentemente de prévia autorização dos cotistas;
- d) os ativos que podem compor o patrimônio do fundo e os registros de diversificação de investimentos;
- e) a possibilidade de o fundo contratar operações com derivativos para fins de proteção patrimonial; e
- f) a emissão de novas cotas, respeitando o direito de preferência dos atuais cotistas na subscrição.

O órgão de deliberação de um FII é a assembleia geral dos cotistas. A assembleia pode ser convocada pelo administrador do FII, por cotistas que detenham mais de 5% das cotas emitidas ou por um representante dos cotistas. Algumas matérias competem exclusivamente a deliberação em assembleia, tais como a destituição ou substituição do administrador do FII e transações entre o fundo e seu administrador que possam caracterizar algum conflito de interesses (Guia CVM do Investidor-FII, 2015).

Conforme previsto no Art.39 da ICVM 472/08, o administrador do FII deve disponibilizar ao público informações mensalmente, trimestralmente e anualmente. O conteúdo das divulgações deve seguir a orientação descritas nos anexos 39-I, 39-II e 39-IV, dispostos na mesma instrução.

As informações a serem divulgadas pelo administrador do FII devem dar aos cotistas acesso a dados mais detalhados referentes ao desempenho do FII, por exemplo divulgar o nível de vacância dos imóveis, eventual inadimplência dos inquilinos, andamento de obras, relação de contratos por faixa de vencimento, laudos de avaliação dos imóveis adquiridos e qualquer outra informação que seja definida como relevante a operacionalidade e desempenho do FII.

Segundo Brito (2018), com base nos relatórios divulgados por FII específicos de EEL (Edifício de Escritórios para locação), a falta de padronização com relação a estrutura informacional apresentada nos relatórios e informes mensais divulgados pelos FII dificulta a análise comparativa entre os FII e outras oportunidades de investimento, o que pode inibir a captação de novos investidores.

Brito (2018), com o intuito de organizar, padronizar e orientar as análises que envolvem o processo de investimento, propõe um conjunto mínimo de informações e indicadores

relacionados a comportamento de mercado, vacância ou desempenho do portfólio, composição do portfólio, desempenho do investimento, liquidez, riscos, taxas, performance operacional e (benchmarks).

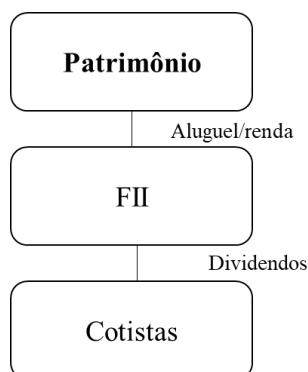
Referente aos custos e encargos incorridos na operacionalização dos FII, o art. 47 da ICVM 472/08 dispõe dos encargos que podem ser debitados do patrimônio dos FII. Cabe destacar que entre os principais custos na operação de um FII está a remuneração pelos serviços prestados pelo administrador, a taxa de administração<sup>28</sup>, que deverá constar expressamente no regulamento do FII. Impostos, despesas com auditores independentes, contratação de formador de mercado<sup>29</sup>, custos com registros para negociação em ambiente de bolsa de valores, comissões sobre compras e vendas de bens constantes do patrimônio do FII, despesas operacionais e relativas a manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do FII, também são encargos que devem ser debitadas do patrimônio do FII. Qualquer despesa que venha a incorrer e que não esteja expressamente prevista no art. 47 da ICVM 472/08 deve ser arcada diretamente pelo administrador do FII. Aos cotistas cabem os custos com taxas de corretagem e emolumentos na transação de suas cotas e a taxa de custódia por parte da instituição responsável pela custódia das cotas do FII. A Figura 6 a seguir, demonstra a estrutura simplificada de um FII:

---

<sup>28</sup> A taxa de administração poderá compor uma parcela fixa, ou uma parcela fixa combinada com uma parcela variável em função do desempenho do FII (taxa de performance), e geralmente é descontada do patrimônio do FII.

<sup>29</sup> Formador de mercado é um agente que pode ser contratado pelo administrador para garantir liquidez das cotas do FII. Seu papel é manter ofertas de compra e venda de forma contínua. A contratação do formador de mercado tem um custo que é debitado do patrimônio do FII.

Figura 4: Estrutura simplificada de um FII. Fonte: Autor



### 5.3 Regulamentação e Tributação

#### 5.3.1 Regulamentação

Desde sua criação em 1993, através de Lei Federal, algumas Leis complementares e instruções da CVM foram criadas, evoluindo as regulações que orientam o ambiente de gestão e governança dos FII. A seguir, de maneira cronológica, estão indicados marcos importantes na regulação dos FII no Brasil.

- Lei Federal n. 8668 (25/06/1993): Criação dos FII, dispõe sobre a constituição e o regime tributário;
- Instrução CVM 205/94 (14/01/1994): Regulamenta os FII;
- Instrução CVM 206/94 (14/01/1994): Regulamenta os FII;
- Lei Federal n.9779 (19/01/1999): Alterações na regulamentação dos FII, relativos à sua tributação;
- Instrução CVM 389/03 (29/12/2003): Simplifica o processo de listagem de cotas no mercado de balcão organizado;
- Instrução CVM 400/03 (29/12/2003): Dispõe sobre ofertas públicas de distribuição nos mercados primário e secundário, e revoga as Instruções CVM 13/80 e 88/88;
- Instrução CVM 409/04 (18/08/2004): Dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento;

- Lei Federal n.11196 (21/11/2005): Isenta a tributação dos rendimentos de cotistas pessoas físicas, diante do atendimento de requisitos específicos;
- Instrução CVM 472/08 (31/10/2008): Representa um importante marco na regulamentação dos FII. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII. Revoga as Instruções n.205/94, n.389/03, n.418/05. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n.400/03;
- Instrução CVM 516/11: Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos FII;
- Instrução CVM 517/1: Dispõe sobre demonstração dos fluxos de caixa e relatórios do administrador. Altera o art. 39 da ICVM 472;
- Instrução CVM 528/12: Dispõe sobre constituição, a administração, o funcionamento e oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII. Altera o anexo III-B da ICVM 400/03;
- Instrução CVM 571/15: Altera dispositivos da ICVM 472/08 e da ICVM 400/03
- Instrução CVM 580/16: Altera os Artigos 26,31-A, 34 e 35 da ICVM 472/08
- Instrução CVM 604/18: Altera os Artigos 18, 37, e acrescenta o art. 17-A a ICVM 472/08.

### 5.3.2 Tributação

Como acontece em outros Países, e inspirados no modelo Americano dos REIT, desde sua criação os FII buscaram o benefício fiscal e isenção do imposto sobre a renda, na fonte ou na declaração de rendimentos.

A publicação da Lei 9.779/99 alterou a legislação do IR e ganhos líquidos auferidos pelos FII e determinou que 95% dos lucros auferidos no regime de caixa devam ser distribuídos aos cotistas. A Lei também estabeleceu uma regra e promoveu a diferenciação tributária para os FII que tenham como incorporador, construtor ou sócio, o cotista ou pessoal a ele ligada, com percentual de 25% das cotas do FII.

A isenção da tributação sobre distribuição dos rendimentos dos FII só foi aprovada no de 2005, com a publicação da Lei 11.196/05, que alterou a Lei 11.033/04 em seu artigo terceiro, que determina, entre outras disposições:

- I. Isenção do imposto de renda na fonte e na declaração anual das pessoas físicas, para os rendimentos distribuídos pelos FII, cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado;
- II. O benefício só é válido para FII que possuem no mínimo 50 cotistas;
- III. O benefício não é válido para cotista pessoa física que represente 10% ou mais da totalidade de cotas emitidas pelo FII, ou cujas cotas lhe de direito de recebimento de rendimento superior ao total a 10% do total de rendimentos auferidos pelo FII;

O tratamento tributário é uma importante diferenciação dos FII, sendo uma vantagem significativa se compararmos à tributação incidente aos rendimentos advindos de locação regular. O imposto de renda sobre os rendimentos advindos de aluguel é de 27,5% quando os proprietários são pessoas físicas.

### 5.3.3 Classificação dos FII

Com o objetivo de identificar a composição de seu portfólio, e conseqüentemente estabelecer regras no que se refere à base de dados dos FII, a ANBIMA promoveu através da Deliberação n.62 de 22 de junho de 2015 a classificação dos FII, que segmenta os FII em função da classe de seus ativos. Esta resolução da ANBIMA é a única classificação formal dos FII no Brasil, e é uma importante referência aos investidores, uma vez que o mercado do Real Estate é dinâmico e suas características são completamente distintas em função da tipologia e segmento da econômica em que os empreendimentos estão inseridos.

Segundo a classificação ANBIMA os FII podem ser classificados em dois grupos:

- o Mandato: Este grupo é subdividido em função do propósito do investimento. Sendo:
  - (i) FII de Desenvolvimento para Renda;
  - (ii) FII de Desenvolvimento para Venda;
  - (iii) FII de Renda;
  - (iv) FII de Títulos e Valores Mobiliários;
  - (v) FII Híbrido;
- o Tipo de Gestão: Este grupo está subdividido em função da sua estratégia de gestão. Sendo:
  - (i) Gestão Passiva e
  - (ii) Gestão Ativa.

Conforme previsto no Art.4 da resolução ANBIMA n.62, a classificação dos FII é complementada em função de seu segmento de atuação, cabendo aos FII informar seu segmento no ato do registro. Os segmentos<sup>30</sup> indicados pela ANBIMA são:

- (i) Agências
- (ii) Educacional
- (iii) Híbrido
- (iv) Hospital
- (v) Hotel
- (vi) Lajes Corporativas
- (vii) Logística
- (viii) Residencial
- (ix) Shoppings
- (x) Títulos e Valores mobiliários
- (xi) Outros

#### **5.4 Empreendimentos Hoteleiros em FII**

Ainda pouco explorado pelo estruturadores e gestores de Fundos, o segmento hoteleiro conta com poucos FII existentes e em operação no Brasil. No último ciclo de desenvolvimento de observado no País, ocorrido entre 2010 e 2014, alguns empreendedores esboçaram um movimento para estruturar empreendimentos hoteleiros abrigados em FII, porém estes projetos não decolaram. Naquela ocasião os empreendedores buscavam uma alternativa ao Condohotel tradicional, com venda de fração ideal (quarto do hotel) caracterizada através de matrícula imobiliária. Acredita-se que em função da maior complexidade na estruturação de um FII, em comparação aos Condohoteis, uma eventual pouca familiaridade do público alvo, o tradicional investidor que busca segurança nos imóveis, e o desafio de atrair o público já familiarizado com o FII porém pouco disposto em investidor em FII de desenvolvimento, fizeram que os

---

<sup>30</sup> A resolução ANBIMA n.62 indica que pelo menos 2/3 do patrimônio do FII seja investido no respectivo segmento para que seja classificado como tal.

empreendedores mantivessem suas estratégias de *funding* dos empreendimentos voltadas para o modelo de Condohotel, já testado no País.

Até dezembro de 2019, dos 226 FII listados na B3 somente 4 investiam empreendimentos hoteleiros em seus portfólios, o Hotel Maxinvest (HTMX11), o Continental Square Faria Lima (FLMA11), o XP Hotéis (XPHT11) e o BR Hotéis (BRHT11B), este último mantém baixa liquidez no mercado balcão, sendo registrados somente 11 cotistas entre as 1.841.677 cotas emitidas (informações extraídas do relatório mensal de janeiro de 2020). O BR Hotéis tem como produto de investimento um hotel ainda em construção na cidade de Belo Horizonte, desta forma este FII não será analisado neste trabalho.

#### 5.4.1 FII Continental Square Faria Lima (FMLA11)

O FII Continental Square Faria Lima foi constituído em 01 de agosto de 2000, tendo o registro de distribuição pública primária de cotas da primeira emissão ocorrida em 08 de novembro de 2000.

O Continental Square Faria Lima é um empreendimento de uso misto, sendo seus componentes uma Torre Comercial composta por conjuntos de escritórios, 2 Hotéis, operados através das marcas Pullman Hotels & Resorts e Grand Mercure, espaços para eventos e restaurantes, uma grande academia de ginastica, além de estacionamento pago e administrado por operador especializado. É classificado segundo ANBIMA como um FII de renda com gestão ativa do segmento híbrido. O empreendimento está localizado na cidade de São Paulo, no bairro da Vila Olímpia, uma das regiões mais nobres da cidade e que vem se consolidando como um dos principais distritos de negócios de São Paulo e do Brasil. O portfólio do FII Continental Square Faria Lima é composto por 75% do Hotel Pullman Hotel & Resorts, o que corresponde a 135 quartos, e por 18 conjuntos comerciais da Torre de escritórios, distribuídos em 4 andares e meio do edifício e alugados isoladamente.

O Hotel Pullman esta arrendado para companhia francesa AccorInvest, especializada no segmento hoteleiro, e operado pela Accor Hotels também a e detentora da marca Pullman. A AccorInvest é a proprietária dos 25% remanescentes do Hotel. O outro hotel do empreendimento, o Grand Mercure, também operado pela companhia Accorhotels, e está estruturado através do modelo Condohotel.

Conforme verificado no informe trimestral de fevereiro de 2020, a receita gerada pelo componente hotel deste FII híbrido correspondia a aproximadamente 48% do total da receita do FII.

O FII Continental Square Faria Lima tem como público alvo investidores em geral, tem prazo de duração indeterminado. O fundo mantém 69.033.500 cotas emitidas, sendo em 31/12/2019 50.547 cotistas, destes 50.503 eram pessoas físicas. O FII Continental Square Faria Lima é administrado pela BR-Capital DTVM S.A.

O patrimônio líquido do FII em 31/12/2019 era de R\$ 199 milhões, e o valor patrimonial de suas cotas de R\$ 2,89.

O FII apresentou forte valorização no ano de 2019, com alta liquidez. Nos quadros a seguir apresentam-se os históricos de distribuição e comportamento do valor das cotas nos últimos 12 meses. O público alvo FII FLMA11 são investidores em geral.

#### 5.4.2 FII Hotel Maxinvest (HTMX11)

O FII Hotel Maxinvest é um FII ativo e listado na B3 com 100% do seu portfólio concentrado no segmento hoteleiro. Segundo ANBIMA é um FII de renda, com tipo de gestão ativa e seu segmento de atuação é Hotel.

O FII Hotel Maxinvest foi criado em 2007, tendo o início de seu funcionamento datado de 13 de fevereiro de 2007. Conforme informações coletadas nos informes mensais e relatórios gerencias do FII, o intuito da criação do fundo foi aproveitar a recuperação do mercado hoteleiro na cidade de São Paulo, prevendo-se que esta ocorrência aconteceria nos anos subsequentes a sua criação. O FII se aproveitou do cenário de baixa ocupação registrado nos hotéis na cidade de São Paulo naquele momento para adquirir unidades hoteleiras com preços atrativos, mirando revendê-las no momento de recuperação do mercado. Seguindo a estratégia original, o FII Hotel Maxinvest iniciou em agosto de 2011 um ciclo de desinvestimento em razão da valorização de suas unidades hoteleiras, resultado da melhora dos indicadores da hotelaria paulistana.

Cabe salientar que a estratégia do fundo é a aquisição de unidades hoteleiras de empreendimentos estruturados no modelo Condohotel ou *Flat*. O portfólio do Hotel Maxinvest

é composto de unidades em vários hotéis, todos localizados na cidade de São Paulo. Em 31/12/2019 o portfólio era composto por 402 unidades (quartos), distribuídos em 22 empreendimentos e seu patrimônio líquido era de R\$ 186 milhões. O valor patrimonial da cota em 31/12/2019 era de R\$ 148,35.

Devido ao delicado momento econômico registrado no País no período de 2014 a 2017, o FII Hotel Maxinvest observou uma nova oportunidade para aquisições. No ano de 2016 algumas unidades foram adquiridas e incorporados a carteira. O FII se mostra ativo nas transações e ao mesmo tempo vem mostrando capacidade de geração de renda pelas operações hoteleiras.

Em 31/12/2019 o número de cotas era de 1.257.022, resultado de 13 emissões. O número de cotistas era de 20.501, sendo 20.475 pessoas físicas. O FII tem como público alvo investidores em geral, é administrado pelo BTG Pactual, tendo como consultor do fundo a BTG Gestora de Recursos e como gestor de ativos a consultoria hoteleira a Hotelinvest. O FII Hotel Maxinvest foi o FII que mais se valorizou no ano de 2018, segundo relatório da consultoria Economatica.

Um dos últimos movimentos do FII, no sentido de reciclar sua carteira, foi a aquisição de 56 unidades no empreendimento Condomínio Complexo Berrini -Torre 1, onde funciona o Hotel Ibis São Paulo Morumbi.

#### 5.4.3 FII XP Hotéis (XPHT11 e XPHT12)

O FII XP Hotéis teve seu início de ano de 2016, porém o início da negociação de suas cotas no mercado de bolsa só ocorreu em abril de 2019. Do início em 2016 até a presente data, o FII se manteve bastante ativo, adquirindo empreendimentos. Diferente do FII Hotel Maxinvest, o XP Hotéis busca investir em empreendimentos hoteleiros buscando manter um controle maior na gestão dos hotéis, assim a aquisição de unidades isoladas em Condohoteis não é a prioridade deste FII. Até dezembro de 2019, o patrimônio do FII estava investido em 14 hotéis, localizados nos estados de São Paulo, Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná. É o FII com maior dispersão geográfica e maior portfólio hoteleiro listado na B3. Em 31/12/2019 o número de cotas emitidas era de 3.737.672 e o número de investidores de 1.604, sendo 1568, pessoas físicas. As cotas do XP Hotéis estão divididas em duas classes, cotas seniores XPHT11 e cotas ordinárias XPHT12. As cotas seniores, XPHT11, têm prazo determinado de 5 anos, contados a partir da colocação, e o recebimento de dividendos é prioritário, equivalentes a 100% do CDI.

A partir do segundo ano as cotas podem ser amortizadas. As cotas ordinárias, XPHT12, não são amortizáveis.

O XP Hotéis tem como seu público alvo os investidores qualificados e seu prazo é indeterminado. Segundo ANBIMA, é classificado como um FII de renda com gestão ativa e seu segmento de atuação é o de Hotéis. O FII tem como administrador a Genial Investimentos e atua como gestor a XP Vista Asset Management.

O patrimônio líquido do FII em 31/12/2019 era de R\$ 389 milhões, e seu portfólio era composto por participação nos seguintes hotéis:

- Pullman São Paulo Ibirapuera
- Ibis São Paulo Expo
- Ibis Budget São Paulo Paraiso
- Ibis Canoas
- Ibis Porto Alegre Assis Brasil
- Ibis Londrina
- Ibis *Styles* Porto Alegre
- Ibis Chapecó
- Novotel Porto Alegre Aeroporto
- Ibis Budget Curitiba Centro
- Ibis Budget Blumenau
- Ibis Budget Curitiba Aeroporto
- Ibis Budget Foz do Iguaçu
- Novotel Curitiba

Em 23 de janeiro de 2020 o FII divulgou ao mercado um prospecto preliminar para uma nova oferta pública de emissão de cotas no valor de R\$ 200 milhões, com o objetivo de adquirir participação em mais dois empreendimentos, o Ibis São Paulo Ibirapuera e o Ibis Rio de Janeiro Copacabana.

## 5.5 Panorama Internacional

Segundo Jackson (2011), o conceito de *Real Estate Investment Trust* nos Estados Unidos, data meados dos anos 1880 (apesar de muitos trabalhos literários indicarem o seu surgimento com a aprovação dos *REIT Act* em 1960) com o surgimento da *Massachusetts Trust Company*, formada por um grupo de empreendedores que deslumbravam lucrar com a então promissora indústria imobiliária. Naquele tempo, sob a Lei de Massachusetts, uma companhia somente poderia deter ativos imobiliários se estes ativos imobiliários fossem parte fundamental do negócio principal da companhia (Jackson apud Chan et al, 2011). Em um primeiro momento o *Massachusetts Trust Company* não estava disponível ao público em geral como um veículo de investimento, somente os grupos mais afluentes da comunidade de *New England* tiveram acesso ao novo *Trust*. Porém com seu crescimento foi dada abertura ao público, e sua expansão se deu para outras regiões como Chicago, Omaha e Denver.

Jackson (2011), destaca que o conceito de *Real Estate Investment Trust* permaneceu sem atividade até o ano de 1960, quando o Congresso Americano aprovou o *REIT Act*, marcando uma nova era e dando oportunidade a pequenos investidores em geral acessarem a indústria imobiliária. Essa regulação permitiu que os *Trust* emitissem ações ou cotas.

O modelo Americano se popularizou e influenciou outros Países no desenvolvimento de modelos similares. Uma pesquisa promovida pela EPRA (*European Public Real Estate Association*) em sua versão do ano de 2019, cobriu 40 Países. A indústria está franco crescimento na Europa por exemplo, onde no ano de 1999 registravam-se somente um País com legislação vigente estabelecendo o regime de REIT, e no ano de 2019, o levantamento da EPRA apontou 14 países Europeus com legislação específica. A mais recente adesão foi a de Portugal onde foi aprovado o regime das SIGI (Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária). O Quadro 5 lista os países com regime estabelecidos similares aos REIT Americanos. Observa-se que o modelo vem se ganhando espaço em diversas economias, das mais evoluídas as emergentes. Esta evolução ocorreu na maioria dos países a partir da metade dos anos 1990.

Quadro 4: Lista de Países com regime de REIT. Fonte: Routledge REIT Research handbook (2019)

<b>Região/País</b>	<b>Estrutura similar aos REIT</b>	<b>Início</b>
<b>Europa</b>		
Alemanha	G-REIT - German Real Estate Investment Trust	2007
Bélgica	SICAFI- BE REIT	2014
Bulgária	SPIC	2004
Espanha	SOCIMI -Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario	2009
Finlândia	FINNISH REIT	2010
França	SIIC - Sociétés d'investissements immobiliers cotées	2003
Grécia	REIC - Real Estate Investment Companies	1999
Holanda	FBI - Fiscal Investment Institution	1969
Hungria	HU-REIT	2011
Irlanda	Irish REIT	2013
Itália	SIQ/SIINQ - Società d'Investimento Immobiliare Quotate	2007
Lituânia	REIT	2013
Luxemburgo	RAIF - Reserved Alternative Investment Fund	2016
Portugal	SIGI - Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária	2019
Reino Unido	UK-REIT	2007
<b>América</b>		
Brasil	FII - Fundo de Investimento Imobiliário	1993
Canadá	MFT - Mutual Fund Trust	1994
Chile	FI (Fondo de Inversiones Público) e FIP (Fondo de Inversiones Privado)	2014
Costa Rica	REIF - Real Estate Investment Fund	2009
Estados Unidos	REIT	1960
México	FIBRAS - Fideicomiso de Inversion de Biens Raices	2004
Puerto Rico	REIT	1972
<b>Ásia - Pacífico</b>		
Austrália	UNIT Trust	1985
Cingapura	S-REIT	1999
Coreia do Sul	K-REIT/P-REIT/CR-REIT	2001
Filipinas	REIT	2009
Hong Kong	HK REIT	2003
Índia	REIT	2014
Indonésia	DIRE - Dana Investasi Real Estat	2007
Japão	J-REIT	2000
Malásia	UNIT Trust	2005
Nova Zelândia	UNIT Trust e PIE (Portfolio Investment Entity)	2007
Paquistão	Pakistan REIT	2007
Tailândia	PFPO - Property Fund for Public Offering	1992
Taiwan	REIT / REAT	2003
<b>África/ O. Médio</b>		
África do Sul	REIT	2013
Arábia Saudita	REITF - Real Estate Investment Fund	2016
Emirados Árabes	REIT	2006
Israel	REIT	2006
Turquia	REIC - Real Estate Investment Company	1995

Amato (2009), reitera que mesmo contando com Legislações específicas, os modelos instituídos em diversos Países têm utilizado como referência a estrutura dos REIT Americanos do ponto de vista Legal, promovendo a comunhão de recursos pulverizados a serem alocados

em EBI para geração de renda. Um outro ponto em comum encontrado nos diversos regimes de REIT ao redor do mundo é o benefício fiscal, onde cada País estabeleceu as suas regras.

Segundo Parker, Lee et al (2019), não existe um modelo uniforme nos diferentes regimes do mundo, e destaca a definição de REIT dada pela OCDE ou OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*):

(...)Empresa de Capital aberto fundo ou arranjo contratual fiduciário, que deriva sua receita principalmente de investimento de longo-prazo em empreendimentos de base imobiliária, distribuindo a maior parte de seus resultados anualmente e contando com isenção do imposto de renda referente a renda relacionada aos empreendimentos de base imobiliária geradores de tal renda.

A realidade dos REIT como veículos de investimento encontra diferentes estágios de maturidade e desenvolvimento nos diversos Países onde o regime vem sendo adotado. Parker, Lee et al (2019), agrupa os REIT por região e grau de maturidade de cada país em sua respectiva região como Desenvolvido, em Desenvolvimento e Emergente, colocando o Brasil como um mercado Desenvolvido em relação aos demais países da América Latina. A Tabela 8 mostra as regiões e grau de maturidade dos regimes de REIT ao redor do mundo.

Quadro 5: REIT- Mercados com regime de REIT. Fonte: Routledge REITs Research handbook

Região/País	Mercados - REIT	
	Desenvolvidos	Em Desenvolvimento
América do Norte	EUA	Canadá
América Latina	Brasil	Chile
Europa	Reino Unido	Espanha
Ásia Leste	Singapura	Malásia
Ásia Norte	Japão	Hong Kong
Oceania	Austrália	África do Sul

O veículo de investimento ganhou força e vindo sendo uma excelente alternativa para investir no segmento imobiliário. Nos Estados Unidos, país de origem do veículo e o mais evoluído, dados da NAREIT de 2019 registravam 184 REIT listados na Bolsa de Nova Iorque, com um valor de mercado estimado em USD 1.179 tri.

No mercado Americano a maioria dos REIT são listados e transacionados nas maiores bolsas de valores mobiliários daquele país, porém existem também REIT públicos, porém não listados e REIT privados. Os principais tipos de REIT encontrados no mercado Americano são os:

(i) *Equity* REIT: Sendo os de maior volume, investem em EBI com o objetivo de obtenção de renda (RMLP) com a exploração do seu portfólio de EBI. Os *Equity* REIT devem distribuir no mínimo 90% da renda gerada (RODi) dos empreendimentos aos seus cotistas. No fechamento do ano de 2019 dados da NAREIT indicam que os *Equity* REIT eram proprietários de mais de 200.000 imóveis, distribuídos em seus 12 setores de atuação, que são:

- a) *Office* REIT (Edifícios de Escritório)
- b) *Industrial* REIT (Edificações Industriais e Logística)
- c) *Retail* REIT (Shopping Center e Lojas de Varejo)
- d) *Lodging* REIT (Hotéis e *Resorts*)
- e) *Residential* REIT (Apartamentos e residências para locação)
- f) *Timberland* REIT (Florestal)
- g) *Healthcare* REIT (Hospitais e *Senior Living*)
- h) *Self-Store* REIT (Armazenagem)
- i) *Infra Structure* REIT (Infraestrutura)

(ii) *Mortgage* REIT (*mREIT*): Investem no financiamento EBI, adquirindo hipotecas (*mortgage backed securities-MBS*) ou estruturando a securitização da dívida, sendo sua renda originada do spread destas transações. Se aproximam dos Fundos de CRI encontrados no Brasil;

(iii) *Public Non-Listed* REIT (*PNLR*): São REIT registrados na SEC (*Securities Exchange Commission*), porém não listados e transacionados em ambiente de Bolsa de Valores. Podem investir em produtos como os *Equity* REIT ou *mREIT*, geralmente apresentam baixa liquidez e podem estabelecer prazos para saída do investimento.

(iv) *Private* REIT: Os REIT privados não são regulados pela SEC e nem podem ser transacionados no ambiente de bolsa de valores. Geralmente podem ser investidos somente por investidores institucionais.

Os REIT Americanos foram se aperfeiçoando ao longo do tempo o que contribuiu para que a indústria crescesse e ganhasse cada vez mais relevância.

Parker, Lee et al (2019), destacam as grandes mudanças ocorridas nos inícios dos anos 1990, que foram a introdução dos *Umbrella Partnership REIT (UPREIT)*, o *Revenue Reconciliation Act* de 1993 e o *REIT Modernization Act* de 1999. Com o advento dos UPREIT investidores passaram a poder participar dos REIT securitizando as suas propriedades (que são chamadas de *Operating Partnership Units ou OP Units*), sem a incidência de impostos nesta transação.

Segundo Gujar (2012), os UPREIT se tornaram populares na indústria dos REIT Americana, pois reduziram significativa os custos para abertura de capital para companhias de Real Estate, em função da eficiência tributária; mas podem criar conflitos de interesse, uma vez que os ingressantes nos REIT, com participação dos imóveis em troca das *OP Units*, podem ser tributados na saída, através de venda dos ativos pelo REIT, o que pode desencorajar os gestores a executar tais ações, que poderia ser de melhor interesse para todos os cotistas, principalmente aqueles que não são possuidores dos *OP Units*.

Segundo Parker, Lee et al (2019), até o ano de 1993 para ser qualificado como um REIT, 50% de suas ações não poderiam ser detidas por menos de cinco indivíduos. Os Fundos de Pensão eram, até então, considerados como uma entidade única, ficando inabilitados de investir em REIT. Com o *Act* de 1993 todos os pensionistas dos fundos passaram a serem considerados como investidores, habilitando assim os Fundos de Pensão a investirem em REIT.

Parker, Lee et al (2019), destaca que a outra grande mudança na indústria dos REIT foi o *REIT Modernization Act* de 1999, que reduziu a obrigatoriedade de distribuição dos rendimentos gerados pelo REIT de 95% para 90% e permitiu que os REIT passassem a deter até 100% das chamada *Taxable REIT Subsidiaries (TRS)*, que são subsidiárias provedoras de serviços, podendo ser consideradas como a OpCo dos REIT, e que não contam com os benefícios fiscais. Com a alteração de 1999, os REIT passaram a operar como companhias, e foram assim percebidos assim pelo mercado. Os REIT foram incluídos nos índices S&P a partir de 2001.

A alteração promovida em 1999 foi muito importante para os *Lodging REIT*, especializados em Hotelaria, que a partir de então podem assim contratar Operadores hoteleiros especializados através de suas TRS (OpCo).

## 5.6 Os *Lodging* REIT ou Hotel REIT – Dinâmica do mercado Americano

Após a introdução e um panorama geral dos REIT nos EUA, pretende-se neste subcapítulo analisar a realidade dos REIT Americanos existentes no segmento hoteleiro, os chamados *Lodging* REIT. O segmento hoteleiro tem uma participação importante no mercado dos REIT Americano. Conforme dados da NAREIT, o segmento correspondeu em 2019 a 5% do valor de mercado da indústria. O setor de maior valor de mercado, conforme apurado pela NAREIT, é o de varejo, que investe prioritariamente em Shopping Centers, e que corresponde a 15% do valor de mercado total da indústria dos REIT.

Tabela 5. Setores dos REITs Americanos. Fonte: NAREIT (2019)

Setor	Valor (USD \$ mi)	%
<i>Retail</i> (Varejo)	175	15%
<i>Residential</i> (Residencial)	168	15%
<i>Infrastructure</i> (Infra-estrutura)	166	15%
<i>Healthcare</i> (Hospitais e <i>Senior Living</i> )	111	10%
<i>Office</i> (Escritórios)	98	9%
<i>Industrial</i> (Indústrias)	92	8%
<i>Data Center</i> (Centro de dados)	74	7%
<i>Self-Storage</i> (Auto-armazenagem)	63	6%
<i>Diversified</i> (Híbridos)	56	5%
<i>Lodging</i> (Hotelaria)	54	5%
<i>Specialty</i> (Especializados)	48	4%
<i>Timberland</i> (Florestal)	27	1%

Segundo Jackson (2011), os *Lodging* REIT foram introduzidos no mercado em 1993, quando foram registrados somente dois REIT, e desde então o setor cresceu consideravelmente. No final de 2019 o número de *Lodging* REIT listados nas bolsas americanas era de 18.

Conforme apurado por Jackson (2011), o crescimento do setor de certa forma coincide com o crescimento das indústrias dos REIT em geral. Porém, o setor hoteleiro especificamente passou a crescer a partir de 1995 com a aquisição da *Hotel Investor's Trust* pela *Starwood Capital*, formando a partir daí a *Starwood Hotels & Resorts Trust*. O sucesso foi tamanho que o *Starwood Trust* registrou os maiores retornos entre os *Equity* REIT nos anos de 1995 e 1996 (Jackson apud Pablo, 1996). O movimento da *Starwood* incentivou outras companhias hoteleiras a criarem seus próprios REIT, que até então relutavam a formar estruturas como os

REIT a partir de seus portfólios imobiliários, uma vez que a partir do *Act de 1999* passaram a poder operar seus próprios hotéis.

O movimento foi seguido por grandes companhias hoteleiras, como a criação do Host Marriott em 1998, quando a companhia Marriott criou seu próprio REIT. O mesmo caminho foi tomado pela Hilton, porém somente em 2016, com a criação do REIT Park Hotels & Resorts.

Os *Lodging* REIT investem em hotéis de diversas categorias e contam com várias marcas em seus portfólios. Porém, alguns REIT procuram manter seus investimentos em uma determinada categoria.

Os 18 *Lodging* REIT listados nas bolsas Americanas representam um universo de 1592 hotéis e 363.268 quartos, conforme informações divulgadas pelos próprios REIT para o ano de 2018. A Tabela 10 a seguir mostra os 18 *Lodging* REIT listados na bolsa Americana, por ordem crescente em número de quartos.

Tabela 6. *Lodgings* REIT listados nas bolsas americanas. Fonte: NAREIT (2019)

REIT	Hotéis	Quartos	Ticker
Service Properties Trust	328	51086	SVC
Host Hotels & Resorts	80	47000	HST
CorePoint Lodging	313	40115	CPLG
Park Hotel & Resorts	62	34000	PK
Apple Hospitality REIT	232	29800	APLE
MGM Growth Properties	13	27400	MGP
Ashford Hospitality Trust	118	25038	AHT
RLJ Lodging Trust	108	23170	RLJ
Pebblebrook Hotel Trust	56	14013	PEB
Summit Hotel Properties	72	11288	INN
Xenia Hotels & Resorts	40	11167	XHR
Sunstone Hotel Investors	20	10609	SHO
Diamond Rock Hospitality	31	10091	DRH
Ryman Hospitality Properties	4	8114	RHP
Hersha Hospitality Trust	48	7644	HT
Chatam Lodging Trust	42	6238	CLDT
Bremas Hotels & Resorts	13	3484	BHR
Sotherly Hotels	12	3011	SOHO

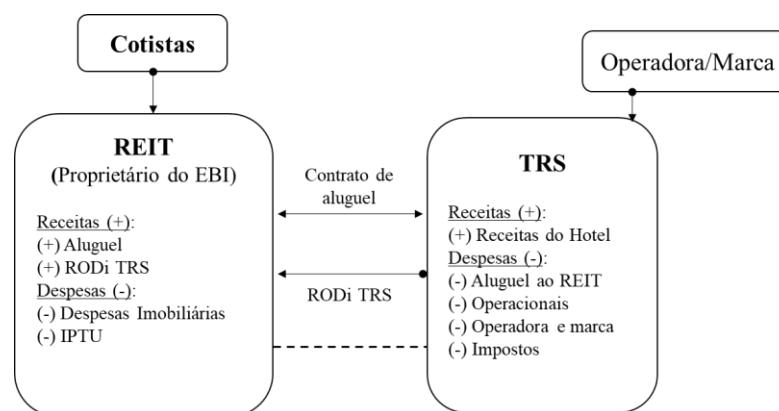
### 5.6.1 Estrutura e Características dos *Lodging* REIT Americanos

Segundo Gujar (2012), os REIT são investimentos passivos, ou seja, as receitas advindas de uma operação não são entendidas como uma receita qualificada para um REIT, e destaca que somente a receita gerada pelos ativos imobiliários são qualificáveis para tal. Entretanto, a atual legislação permite que os REIT estabeleçam subsidiárias, estas não sendo beneficiadas por nenhum tipo de alívio fiscal, ou seja, suas receitas sofrem incidência de tributação. Como descrito anteriormente estas subsidiárias são as TRS, que podem assumir o papel operacional e consequentemente receber receitas originadas da prestação de serviços, por exemplo.

Gujar (2012), destaca que instituição das TRS diminui significativamente o espaço entre os *Lodging* REIT e as companhias hoteleiras que mantem ativos hoteleiros em seu patrimônio.

Nos *Lodging* REIT a subsidiária (TRS) assume a figura operacional (OpCo), e consequentemente passa a estabelecer uma relação de aluguel com o REIT que detém os ativos hoteleiros (PropCo). As receitas e despesas operacionais são alocadas na TRS, assim como todo os membros da equipe operacional. De acordo com a Legislação as TRS estão proibidas de operarem os empreendimentos hoteleiros diretamente, ficando condicionadas a contratação de uma Operadora hoteleira, que promove a gestão efetiva de toda operação em nome da contratante, neste caso a TRS. A Figura 6 a seguir mostra a estrutura simplificada de um *Lodging* REIT com o advento da TRS.

Figura 5: Estrutura de um Lodging REIT com TRS. Fonte: Adaptado de Gujar (2012)



Com o advento do TRS algumas pesquisas foram promovidas com foco nos *Lodging REIT* Americanos, em sua maioria avaliando suas performances frente as companhias hoteleiras listadas ou *Hotel C-Corporations*.

Jackson (2011), analisou o desempenho dos *Lodging REIT* durante o período de janeiro de 1993 a dezembro 2005 comparando-os aos índices das Bolsas Americanas, como S&P 500, CRSP e NASDAQ, e concluiu que o desempenho dos *Lodging REIT* foi inferior aos indicadores comparados, o mesmo ocorrendo com os REIT de outros setores.

Gujar (2012), analisou comparativamente os *Lodging REIT* as companhias hoteleiras listadas em bolsa, ou *C-Corporation*, a fim de verificar se o benefício fiscal dos REIT traria benefícios que compensariam sua pouca flexibilidade (em função da Legislação) frente a uma companhia tradicional. A pesquisa foi pouco conclusiva, pois ao se analisar os retornos mensais dos *Lodging REIT* com os retornos obtidos pelas *Hotel C-Companies* no período de agosto de 1993 a dezembro de 2011, ambos segmentos desempenharam de maneira semelhante. Ao ponderar os retornos mensais os REIT desempenharam melhor, porém com maior volatilidade.

O mercado dos *Lodging REIT* nos Estados Unidos está consolidado. Os *Lodging REIT* continuam reciclando e aperfeiçoando seus portfólios, promovendo inúmeras transações, inclusive entre os próprios REIT. Segundo dados da NAREIT, em 2019 o total de dividendos pagos pelos *Lodging REIT* aos seus cotistas foi superior a USD \$ 3 bi.

Os *Lodging REIT* Americanos estão também presentes no Brasil. O Host Hotels & Resorts é proprietário de 3 empreendimentos hoteleiros no País, todos localizados no Rio de Janeiro. São

propriedades do Host o JW Marriott Rio de Janeiro na praia de Copacabana, com 245 quartos, o Ibis Rio de Janeiro Parque Olímpico, com 256 quartos, e o Novotel Rio de Janeiro Parque Olímpico, com 149 quartos. O Park Hotels & Resorts mantinha em seu portfólio, até o início 2020, o hotel Hilton São Paulo Morumbi, com 503 quartos. Este hotel foi transacionado, conforme informado ao mercado pelo REIT.

## 6 ESTRUTURAÇÃO DE FII HOTELEIROS

A estruturação de um FII com proposta de investimento em empreendimentos hoteleiros traz uma série de particularidades. Este capítulo tem como objetivo explorar as alternativas para estruturar um FII hoteleiro. Como visto nos capítulos anteriores, estruturar um empreendimento hoteleiro traz um distinto grau de complexidade quando comparados a outras tipologias de EBI. A robusta estrutura operacional e a eventual volatilidade da receita fazem com que os Hotéis tenham um tratamento especial na estruturação do FII.

Conforme preconiza a Instrução CVM 472/08, art.45, os FII podem investir em empreendimentos imobiliários de diversas naturezas e de diversas formas, incluindo empresas que tenham como atividade o setor imobiliário, e que cujas atividades preponderantes sejam as permitidas aos FII.

Em maio de 2018, a ANBIMA, através do ofício dir.010/2018, manifestou seu entendimento de que os FII poderiam participar de um empreendimento imobiliário por meio de SCP na qualidade de sócio participante, uma vez que o único propósito da SCP seja atividade enquadrada no rol das permitidas aos FII:

Dir.010/2018 (ANBIMA):

- (i) (.....) O artigo 45, III, da ICVM 472 faz menção ao termo “sociedade”, não especificando se esta deve ser uma sociedade limitada ou anônima.
- (ii) Não há restrição na legislação brasileira quanto aos sujeitos que podem vir a integrar uma SCP.
- (iii) O Código Civil classifica as SCP como uma modalidade de sociedade.
- (iv) A jurisprudência também já se manifestou no sentido de reconhecer as SCP como uma modalidade de sociedade.
- (v) As SCP podem ser organizadas sob a forma de cotas

Como exposto anteriormente, a estrutura de SCP é muito utilizada nos empreendimentos hoteleiros pulverizados em forma de condomínio, onde a figura do sócio ostensivo é geralmente representada pelo operador, sendo os sócios participantes os investidores. A ANBIMA destaca que os eventuais riscos apresentados no investimento em SCP seria os mesmos que os FII viriam a incorrer investindo em ações ou cotas de sociedades empresariais.

O entendimento sobre a participação de um FII numa SCP hoteleira, não é o objetivo principal do questionamento a CVM, assim não fica claro seu posicionamento.

O colegiado da CVM, em julho de 2018, deliberou sobre proibição da participação de FII em SCP, entendendo que esta não faz parte do rol de atividades permitidas aos FII. Desta forma, o FII hoteleiro deve buscar como principal fonte de receitas os aluguéis oriundos dos hotéis investidos, a serem recebidos diretamente de um Operador hoteleiro, no papel de locatário, conforme descrito em 4.4.3

### **6.1 Aluguel Fixo**

O modelo tradicional de locação, com valor do aluguel fixo, é pouco praticado no segmento hoteleiro. O desafio está no encontro de um ponto de equilíbrio. Em outras palavras, um valor que venha ser atrativo para o Proprietário, no caso o FII, e seguro para o Operador (locatário).

As características do negócio, com variação na geração de receitas e complexidade operacional, faz com que Operadores se sintam desencorajados a assumirem um valor fixo a título de aluguel. Nesta modalidade o Proprietário estaria, de certa forma, protegido do risco operacional. Porém, é importante avaliar a capacidade de pagamento do Operador (locatário) a fim de evitar inadimplências, o que pode impactar os rendimentos do FII.

Assim, o modelo de locação com pagamento de aluguel variável é o mais usual quando se trata de empreendimentos hoteleiros. Neste modelo o risco é compartilhado entre o Proprietário do imóvel (Hotel) e o Operador (locatário).

### **6.2 Aluguel variável em função da Receita Operacional**

Neste modelo o aluguel a ser pago ao proprietário, no caso o FII, representa um percentual da receita operacional registrada no determinado período, que varia todos os meses. Nesta modalidade o Proprietário está mais exposto ao risco setorial, uma vez que o aluguel está diretamente subordinado a TO empreendimento hoteleiro. Desta forma, a capacidade do Operador em gerar receita deve ser previamente questionada. A vinculação do empreendimento a uma marca reconhecida tende a ser um fator mitigador de risco, dando visibilidade e consequentemente potencializando as receitas.

Gregório (2019), destaca que o modelo de locação com o aluguel sendo um percentual sobre a receita total traz uma posição mais conservadora aos investidores, em linha com o perfil mais conservador do investidor regular no ambiente do Real Estate.

Da mesma forma que no modelo do aluguel fixo, o equilíbrio deve ser encontrado ao se estabelecer o percentual da receita que será pago a título de aluguel mensalmente, uma vez que o investidor está de certa forma vinculando seus retornos a capacidade de geração de receita pelo Operador (locatário), ficando este exposto ao risco operacional.

Este modelo tem influências de um contrato de administração hoteleiro regular, porém as discussões entre Operador (locatário) e Proprietário (podendo ser um FII) estão direcionadas para geração das receitas somente, e não na alocação das despesas operacionais. O retorno do Operador se dará pelo NOI, assim entende-se que este deve buscar a maior geração de receita e conseqüentemente equalização das despesas.

Gregório (2019), destaca as seguintes vantagens deste modelo:

- (i) Necessidade de auditorias somente sobre as receitas (fácil controle e menor custo);
- (ii) Gestão mais livre para Operadora, que gerenciam todas as despesas sem prestar contas, ficando as aprovações, por parte dos Proprietários, limitadas a projeção das receitas e ao uso do *Fra*.
- (iii) A gestão do *Fra* é feita pelos gestores do FII.
- (iv) Estímulo a obtenção maiores TO pelas operadoras, uma vez que seus retornos virão do NOI.

A discussão sobre o pagamento do imposto (IPTU) e seguro prediais é aberta. Os Operadores tendem a condicioná-las aos proprietários, argumentando que se trata de despesas imobiliárias, seguindo praticado em contratos de administração. Por outro lado, os Proprietários tendem a conduzir a negociação para terem o controle e gestão do *Fra*. Como este modelo propõe um contrato de locação atípico, o período do contrato será regido conforme estabelecido entre as partes.

Gregório (2019), através de um caso protótipo demonstrou que neste modelo as Operadoras recebem um prêmio frente ao modelo de administração, onde operam uma empresa (OpCo) em

nome do Proprietário do Hotel, quando alcançada uma TO de 50%. Ou seja, a partir de 50% de TO, as Operadoras receberiam mais no modelo de locação sobre a receita ao comparar a um contrato de administração regular. No mesmo estudo, Gregório (2019) identificou que os Proprietários recebem mais no modelo de arrendamento sobre a receita, se comparado a um modelo de administração, quando a TO atinge patamares menores que 50%. No modelo protótipo Gregório (2019) impõe um percentual da receita a título de aluguel em patamares, iniciando em 15% a para TO de 30% até 30.4% para um TO de 100%, buscando equilibrar a remuneração de ambas as partes. As margens Operacionais impostas no modelo protótipo de Gregório (2019) para o modelo de Administração foram as praticadas no mercado para um hotel de categoria *Upper-Upscale* (STR). Vale destacar que a maioria dos mercados operam com uma TO acima de 50%, assim, conforme demonstrado por Gregório (2019), o modelo pode ser atrativo para ambas as partes, Operadores e investidores.

Segundo Gregório (2019), o modelo de locação variável em função da receita total apresenta menor risco aos investidores e um maior alinhamento de interesses com as Operadoras, trazendo a uma maior eficiência operacional e gerando menos conflitos durante a operação, ideal para um mercado que necessita de transparência, governança e confiabilidade, como o de investimento no ambiente dos FII.

### **6.3 Aluguel variável em função do Resultado Operacional**

O modelo de locação variável em função do GOP é muito baseado nos contratos tradicionais de administração hoteleira, apresentado em 4.4.2.1. Porém, em vez de o Operador cobrar pela prestação de serviços, este promoverá o pagamento, a título de aluguel aos proprietários, de uma fração do GOP apurado no respectivo período. Este modelo segue a mesma dinâmica encontrada nos contratos de administração, ou seja, a definição das receitas e despesas para apuração do GOP seguem premissas do USALI. Como o modelo é de locação, e não prestação de serviços, o Operador faz o papel de locatários, abrindo sua filial operacional e contratando todos os funcionários nesta empresa. Neste modelo o investidor participa dos riscos da operação, uma vez que seus retornos estão vinculados ao GOP, assim, o Operador (locatário) tende a pagar um percentual de aluguel que poderá resultar em melhor retornos aos investidores, se comparado ao modelo de locação variável em função da receita por exemplo. Da mesma forma que ocorre nos contratos de administração, e seguindo as orientações do USALI, taxas referentes a marketing e básica, que incidem sobre a receita total e são cobradas pelas

Operadoras, também são deduzidas para o cálculo do GOP, e conseqüentemente impactam o valor do aluguel a ser pago. O *Fra* a ser acumulado será descontado do aluguel a ser pago aos Proprietários (investidores), e poderá ficar sob gestão do Operador ou, no caso onde o Proprietário do hotel ser um FII, ou do administrador do FII.

Como o aluguel a ser pago neste modelo é variável em função do GOP, a devida prestação de contas se faz necessária para apuração do GOP e conseqüente definição do valor a ser distribuído aos Proprietários, a título de aluguel. Nos casos onde o Proprietário do hotel seja um FII cabe ao administrador acompanhar e aprovar a prestação de contas, ou este papel poderá ser feito por um especialista em hotelaria assumindo um papel de gestor do FII. O orçamento anual da operação deve ser apresentado pelo Operador aos Proprietários, ou seus representantes, para análise e aprovação, assim como ocorre no modelo de administração.

As vantagens e limitações deste modelo podem ser as mesmas encontradas nos modelos de Locação e Administração apresentadas anteriormente nos Quadros 1 e 3. Mesmo abrindo uma filial, caracterizando um modelo de locação e assumindo eventuais necessidades de aportes no caixa da operação quando necessário, os Operadores buscam recuperar este eventual prejuízo operacional descontando estes valores aportados dos futuros aluguéis a serem pagos. Este é um ponto que deve ser acordado nas negociações contratuais. Outras características encontradas nos contratos no modelo de locação, cabe também para o modelo de locação variável em função da receita total, são o direito de preferência exigido pelos Operadores em caso de transação do ativo e um direito de aprovação solicitado pelos Operadores quando o ativo for dado em garantia pelos proprietários em alguma operação de crédito<sup>31</sup>.

O Quadro 6 a seguir mostra um plano de contas, com alocação das despesas e receitas, para apuração do aluguel variável em função do Resultado Operacional.

---

<sup>31</sup> É praxe estabelecer um patamar de LTV- *Loan to Value ratio*- onde a aprovação do Operador (locatário) é requerida, geralmente em torno de 60% do valor do ativo. Os Operadores buscam ter conhecimento e eventualmente direito de veto, com o objetivo de evitar impactos na operação. Cabe mencionar que esta condição é também solicitada por alguns Operadores nos contratos de administração, onde exercem o papel de prestadores de serviços.

Quadro 6: Apuração o Aluguel em função do Resultado Operacional. Fonte: Autor

<b><i>Receitas e Despesas Departamentos</i></b>
<i>Receita Operacional Total (+)</i>
<i>Total Despesas Departamentais (-)</i>
<b><i>Resultado Departamentos (+)</i></b>
<b><i>Despesas. não distribuídas</i></b>
<i>Administrativo (-)</i>
<i>Tecnologia da Informação (-)</i>
<i>Vendas e Marketing (-)</i>
<i>Manutenção de Utilidades (-)</i>
<b><i>Total Despesas não Distribuídas (-)</i></b>
<i>Resultado Departamentos (+)</i>
<i>Total Despesas não Distribuídas (-)</i>
<i>Taxa Básica Operador (-)</i>
<b><i>Gross Operating Profit (GOP)</i></b>
<i>Aluguel = % GOP</i>
<i>IPTU (-)</i>
<i>Seguro Predial (-)</i>
<i>Fra (-)</i>
<b><i>Resultado Operacional Disponível (RODi) (+)</i></b>

#### 6.4 Arbitragem de Valor de Hotéis (*Valuation*)

Conforme art. 45 da instrução CVM 472/08, os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelos FII devem ser objeto de prévia avaliação pelo administrador, pelo gestor ou por terceiro independente.

Segundo Rushmore et Baum (2001), o preço mais provável que um bem imobiliário pode alcançar é influenciado pelas características descritas a seguir:

- (i) as partes estejam agindo de maneira prudente e contenham informações consistentes;
- (ii) data da execução do negócio;
- (iii) existência de um mercado onde o ativo possa estar inserido;
- (iv) que o preço não tenha sido afetado por algo extraordinário;
- (v) as partes estejam motivadas;
- (vi) as partes estejam agindo pelos seus melhores interesses;

- (vii) o pagamento proposto siga as práticas do mercado;
- (viii) preço representa o valor do bem, não estando afetadas por condições especiais.

Segundo Rocha Lima (2016), a arbitragem de valor, ou *Valuation*, de um EBI deve se apoiar em rotinas conservadoras, cujas expectativas são:

(...) Obtenção de receitas em regime próximo da harmonia e lastro de valor não submetidos a oscilações bruscas, e reitera que valor não é atributo do bem de Real Estate, mas o resultado de como as partes de uma transação se posicionam para arbitrar ou julgar o valor de tal bem, o que resulta no preço a ser definido para execução de tal transação.

Investir no segmento de Real Estate requer planejamento, que só é possível com a obtenção de uma gama de informações que são necessárias para apoiar a decisão de investir ou não em um determinado projeto ou empreendimento. Tais informações são produzidas em função de dados históricos, olhando para trás, que contribuem para construção de cenários futuros, num horizonte de longo prazo.

Segundo Rocha Lima (2017), toda *Valuation*, de empreendimento que viverá um longo ciclo está suportada pela “arbitragem” da sua capacidade de geração de renda adiante, envolvendo o andamento da economia, quando afeta o empreendimento, e do mercado competitivo no qual o empreendimento está inserido.

Como já mencionado, Shopping Centers, EEL, Galpões Logísticos e Hotéis são exemplos de EBI capazes de gerar renda harmônica no longo prazo, e sendo assim tipologias que recorrentemente são avaliadas por investidores para posicionarem seus recursos.

Outro fator que demonstra a importância do tema são as garantias requeridas pelas instituições financeiras, que ao financiarem a produção ou aquisição de um EBI requerem uma contrapartida, que pode ser caracterizada como uma garantia real pré-existente. O agente financeiro relaciona o valor a ser liberado ao valor que será atribuído a garantia pré-existente, estabelecendo este valor como limitador ao volume de recursos a serem liberados. É possível

também a constituição de uma “garantia real evolutiva<sup>32</sup>”, onde o próprio EBI, durante sua implantação, vai se materializando como uma das garantias pré-existentes.

Por outro lado, é comum que os maiores empreendimentos sejam financiados com capital próprio dos empreendedores, nacionais ou estrangeiros, ou por formação de fundos de investimento que lançam mão de alternativas mais sofisticadas para estruturar a equação de fundos de um projeto.

Os FII não estão permitidos a tomarem financiamento para compra ou desenvolvimento de empreendimentos. Conforme preconiza a instrução CVM 472/08 a obtenção de recursos para novos empreendimentos se dá através de uma nova emissão e colocação de cotas, ou através de reciclagem do patrimônio, promovendo a venda dos ativos existentes. Neste contexto, a discussão do valor, e conseqüentemente o preço, a ser atribuído aos empreendimentos faz parte deste processo e torna-se frequente na indústria dos FII.

No ambiente do Real Estate cada EBI é único e carrega uma série de atributos e características que eventualmente não conseguem ser multiplicadas. A arbitragem de valor se distingue de uma avaliação, uma das razões é que o número de transações neste ambiente é muito limitado no Brasil, ficando assim difícil construir referências de preço e avaliar a capacidade do mercado de absorver um EBI. O custo de reprodução, ou seja, o custo para implantação de um empreendimento idêntico, também é uma referência fraca e não deve ser considerada para atribuir valor a um EBI, especialmente Hotéis.

Como visto no em 4.2.2, para projetos com características específicas e únicos é correto atribuir um VOI, que seria o valor do empreendimento que o investidor pagaria com o objetivo de adquirir renda, no conceito de taxa de retorno, num patamar que este investidor considere atrativo. Esta *Tat* demonstra o apetite do investidor a assumir riscos para alocar seus recursos.

---

<sup>32</sup> A garantia real evolutiva pode ser um complemento as garantias reais pré-existentes. Em geral, são solicitadas para financiamentos de longo prazo garantias hipotecárias correspondentes a 130% do valor financiado.

*Valuations* são fundamentadas através de um cenário referencial de comportamento num dado horizonte que traz expectativas de comportamento, que são projeções, quando fundamentadas solidamente em probabilidades de ocorrência, prognósticos, quando fundamentados em extensão de indicadores extraídos do passado com forte correlação e arbitragens, e arbitragens, quando não podem ser associadas a probabilidade de ocorrência, nem a extensão de indicadores.

Como exposto anteriormente, em um empreendimento hoteleiro a construção do cenário referencial se reflete na assunção dos principais indicadores de desempenho, que impactam diretamente o RODi, ou seja, um cenário composto pelas projeções futuras da TO, DM, Receita Operacional Total, Resultados Departamentais, GOP e NOI.

Segundo Rocha Lima (2016), o momento para saída “virtual” de um investimento em EBI circunda os 20 anos, que pode ser o período associado a conformação de que a qualidade, do ponto de vista do investimento, se exauriu, sendo este o horizonte a ser considerado em uma *Valuation*. Assim, a arbitragem do valor de desmobilização ou desinvestimento,  $VOI_{20}$ , está totalmente condicionada a condição de competitividade no empreendimento no final do ciclo operacional de 20 anos. Esta condição de competitividade é resultado da manutenção do empreendimento ao longo do tempo e das adequações funcionais que possam impactar a produtividade da operação. A disciplina no acúmulo do *Fra* contribui para a manutenção da competitividade do empreendimento. O *Fra* deve ser associado, em função do uso intensivo, a necessidade de atualização do mobiliário e equipamentos<sup>33</sup>. A manutenção regular do empreendimento deve fazer parte da rotina operacional, tendo seus custos devidamente provisionados durante o ciclo operacional.

Em empreendimentos hoteleiros a disciplina no acúmulo e manutenção do *Fra* é fundamental para se evitar distúrbios no cenário referencial definido no momento da análise e tomada de decisão de investir. Um consumidor, neste caso o hóspede, tem o poder de decisão para eleger sua hospedagem de uma maneira muito mais recorrente e dinâmica se compararmos a uma empresa que está avaliando a mudança de seu escritório para um EEL mais moderno. Assim, o impacto negativo da obsolescência em um produto hoteleiro é efetivo e imediato.

---

<sup>33</sup> As Operadoras costumam definir como Reserva FF&E (FF&E reserve) em seus contratos de Operação.

O *Fra* deve ser ajustado em função da receita operacional e não em função do RODi, uma vez que a receita operacional está diretamente relacionada ao uso do empreendimento, a intensidade do uso pode resultar numa necessidade mais acelerada de reciclagem funcional dos mobiliários e equipamentos.

A calibragem do *Fra*, ou o percentual da receita total que deve ser reservado, segue a lógica do acúmulo de capital com objetivo de recompor os equipamentos e atualizar a hotel em análise. Para calibrar o *Fra* se faz necessário assumir, em um cenário referencial, o momento da reciclagem do empreendimento afim de manter o seu grau de competitividade e o seu comportamento homogêneo durante os ciclos operacionais.

Rocha Lima (2000), indica um *Fra* de 4% da receita operacional com base nas ponderações sobre os custos de reposição, reciclagem dos equipamentos e edificação, e sua aplicação ao longo do ciclo operacional de 20 anos.

A indicação de Rocha Lima (2000) está totalmente em linha com as práticas do mercado, que geralmente calibra o *Fra* entre 3% a 5%. A manutenção do *Fra*, incluindo a reserva *FF&E*, é alvo de discussão e negociação por parte dos Operadores hoteleiros, e está prevista na maioria dos contratos de administração e locação, afim de evitar a depreciação de suas marcas, e que em função de qualquer distúrbio de cenário, que venha impactar o RODi, os investidores e Proprietários passem a não acumularem o *Fra*, com a expectativa de manterem seus retornos no respectivo período de baixa.

A doutrina do VOI vem colaborar para demonstrar a importância da disciplina e boa gestão do *Fra*, pois este tem impacto no valor futuro do empreendimento.

Assim,  $VOI_{20}$  seria o valor que o investidor estaria disposto a pagar pelo empreendimento hoteleiro associado aos recursos que seriam atribuídos a reciclagem do ativo, aqui a edificação propriamente dita, afim de manter o grau de competitividade para mais um ciclo operacional, onde o investidor buscará o retorno através do fluxo de renda projetado para o novo ciclo de 20 anos. A expressão 7 a seguir demonstra o exposto:

$$VOI_{20} + IR = \frac{VOI_{40}}{(1+tat)^{20}} + \sum_{21}^{40} \frac{RODi_k}{(1+tat)^{k-20}} \quad (7)$$

Segundo Rocha Lima (2016), estudos do NRE-Poli<sup>34</sup> USP indicam que é possível, com uma margem de desvio inexpressiva no *Valuation*, considerar uma simplificação no cálculo do  $VOI_{20}$ . A simplificação se dá em função da dificuldade em se arbitrar, no momento da análise, o investimento a ser aplicado em reciclagem no futuro. Assim, a arbitragem do valor  $VOI_{20}$  se resume na expressão 8.

$$VOI_{20} = \alpha \cdot \sum_{21}^{40} \frac{RODi_k}{(1+tat)^{k-20}} \quad (8)$$

Sendo  $\alpha \geq 75\%$ .

Segundo Rocha Lima (2016), na posição de *Valuation* conservadora, impor um  $\alpha$  igual a 75% é recomendável, pois estudos do NRE-Poli mostram que o fator  $\alpha$  em 75% suportaria um nível de reciclagem correspondente a 60% do empreendimento. Os mesmos testes do NRE-Poli indicam que para um fator  $\alpha$  igual a 40% a reciclagem estaria em torno de 85% do empreendimento, e para  $\alpha$  igual a 20%, a reciclagem seria da ordem de 100%.

A *Valuation* para um hotel está condicionada a assunção do que pode ser atrativo para cada perfil de investidor, o que se reflete na imposição de uma *Tat*. Como apresentado anteriormente, a composição da *Valuation* de um EBI se dá através do fluxo de  $RODi$  no ciclo operacional e o  $VOI_{20}$ , que representa a saída do investimento no ano 20, ambos trazidos a valor presente descontados pela *Tat* imposta, ou como também chamado no mercado, a um *Cap rate*<sup>35</sup>. O  $VOI_{20}$  é relevante para composição do  $VOI_0$  (momento da análise), assim recomenda-se a adoção da doutrina do  $VOI$  para sua determinação.

Devido à baixa ocorrência de transações de empreendimentos hoteleiros no Brasil não existem publicações ou divulgação histórica das *Tat*, ou *Cap rate*, praticadas nas transações ocorridas. Em mercados evoluídos, como o Americano, onde as transações são recorrentes, muitas vezes motivadas pelos *Lodging REIT*, estas informações são coletadas e divulgadas por consultorias especializadas. A consultoria imobiliária CBRE divulga regularmente o “*CBRE North América*

---

<sup>34</sup> Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

<sup>35</sup> O termo *Capitalization rate* ou simplesmente *Cap rate* é largamente utilizado no mercado do Real Estate.

*Cap Rate Survey*”, e em sua edição do segundo semestre de 2019 o *Cap rate* apurado para as transações no segmento hoteleiro foi de 8.27%, tanto para os hotéis localizados em áreas centrais, ou *CBD*<sup>36</sup>, como para os localizados em áreas suburbanas. O mesmo relatório indicou um *Cap rate* de 6.65% para os EEL, o que reflete, de certa forma, a complexidade dos empreendimentos hoteleiros frente aos EEL e conseqüentemente a busca por um retorno maior por parte dos investidores quando consideram essa tipologia de EBI. O valor a ser imposto como *Tat*, ou *Cap rate*, refletem as condições de mercado em um ambiente sem pressões, equilibrado, assim o *Valuation* resultará num *fair value* ou valor justo arbitrado para o EBI.

#### 6.4.1 Doutrina da Perenidade para arbitrar VOI

Segundo Rocha Lima (2016), a doutrina da perenidade ou perpetuidade, largamente utilizada na *Valuation* de EBI, pode levar a decisões de investimento equivocadas, pois se sustenta na premissa de que o EBI é capaz de gerar resultados, expressos através da renda estável, não dependendo de intervenções em atualização e reciclagem para a manutenção de sua capacidade competitiva.

A doutrina propõe um horizonte de 10 anos, assumindo que o momento da saída do investimento acontecerá no ano 10 do ciclo operacional, e considera o valor de saída como a razão entre o resultado disponível no momento de saída pela *Tat* ou *Cap rate* imposto. A expressão 9 demonstra o exposto.

$$VOI_{10per} = \frac{RODI_{10}}{Tat} \quad (9)$$

Segundo Rocha Lima (2016), usar perenidade está incorreto, uma vez que infere uma condição de comportamento que nenhum empreendimento terá. A doutrina da perenidade propõe que o empreendimento terá uma capacidade de geração de renda estável indefinitivamente, sem qualquer intervenção de revitalização para manutenção de sua competitividade.

A adoção da doutrina da perenidade na *Valuation* de empreendimento hoteleiros traz risco, , uma vez que os hotéis são produtos que em função do seu uso intensivo requerem um rigoroso

---

<sup>36</sup> *CBD* - *Central Business districts*.

planejamento para mantê-lo atualizado e capaz de manter sua competitividade, assim, assumir que o cenário se manterá estável e perene em um risco.

#### 6.4.2 Arbitragem de Valor de um Hotel Protótipo

Para ilustrar a doutrina de *Valuation* de EBI apresentada anteriormente, propõe-se um protótipo de um Hotel pronto e operando na cidade de São Paulo, que será avaliada para aquisição, por um FII por exemplo.

- Contextualização e mercado do Hotel Protótipo

A cidade de São Paulo, maior cidade e principal polo econômico do Brasil, possui o maior parque hoteleiro do País, contando com a aproximadamente 45.000 quartos de hotel (Secretaria Municipal de Turismo, 2019), divididos em praticamente todas as categorias. É uma das poucas cidades na América Latina a contar com as principais marcas hoteleiras mundiais. A cidade tem vocação para o turismo de negócios, incluindo eventos e convenções, mas o segmento de lazer, em função de sua ampla oferta de atividades culturais e gastronomia, tem mostrado crescimento nos últimos anos.

Dados da SPTuris indicam que 15,7 milhões de turistas visitaram a cidade de São Paulo ao longo de 2018, sendo aproximadamente 2,9 milhões de origem estrangeira. A principal motivação das visitas foi a realização de negócios. Dos visitantes que pernoveram na cidade os de origem Nacional permaneceram em média 3 dias e os de origem internacional permaneceram 4 dias. (SPTuris - São Paulo: Cidade do Mundo – Ed.2019).

São Paulo possui pelo menos 3 polos hoteleiros consolidados. São regiões que contam com desenvolvimento comercial e residencial, onde concentram-se as principais companhias presentes na cidade, oferta cultural e gastronômica, além de acesso facilitado aos aeroportos e centros de convenções.

- Avenida Paulista e Bela Vista: Principal polo empresarial e financeiro da cidade até meados dos anos 1990. Ampla oferta hoteleira, destacando grandes empreendimentos como o Maksoud Plaza Hotel e o futuro Rosewood, empreendimento de luxo em construção com abertura anunciada para o ano de 2021, localizado nas antigas instalações do Hospital Matarazzo.

- Jardins: Polo gastronômico, varejista e cultural, contando com empreendimentos voltados para classe A. Principais Hotéis são o Renaissance e o Intercontinental. Anunciado pela rede Hilton e em fase de implantação, o Canopy by Hilton tem sua inauguração prevista para o ano de 2020.
- Itaim, Vila Olimpia e Berrini: Novo eixo de desenvolvimento da cidade compreendendo a ligação entre as regiões das avenidas Brigadeiro Faria Lima, Eng. Luís Carlos Berrini e Chucri Zaidan, que são paralelas a Marginal do Rio Pinheiros. Nesta região estão localizados os Hotéis Hilton, Grand Hyatt, Pullman, Sheraton e Four Seasons. Na região da Vila Olimpia foi anunciada a implantação de um hotel da marca W, com inauguração prevista para o ano de 2023.

Todas as regiões contam com hotéis de categorias inferiores aos mencionados e que atendem a demanda algumas vezes gerada pelos Hotéis que contam com bons espaços para realização de eventos.

O ambiente da cidade de São Paulo servirá de cenário para formatação de um hotel protótipo pronto e operando que terá seu *fair value* arbitrado. A construção do modelo protótipo seguiu a doutrina de *Valuation* (arbitragem de valor) apresentada anteriormente e que tem como referência os estudos realizados pelo Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, amplamente divulgado em textos e artigos.

As características do Hotel Protótipo estão apresentadas no Quadro 7 a seguir.

Quadro 7: Hotel Protótipo, características.

<b>Hotel Protótipo</b>	
<i>Características</i>	
Categoria (STR):	<i>Upper Upscale</i>
Quartos:	450
Restaurantes:	2
Bar & Café:	2
Salas de reuniões/ Eventos:	1200 m <sup>2</sup>
Academia de Ginastica:	400 m <sup>2</sup>
Spa:	100 m <sup>2</sup>
Vagas de Estacionamento:	180

O Hotel Protótipo está hipoteticamente localizado em dos principais eixos de negócios da cidade e tem a condição de mercado já consolidada. Encontra-se em bom estado de conservação e atualização. Seus 3 concorrentes diretos também já estão com posição consolidada no

mercado. O IPM do Hotel Protótipo está demonstrado no Tabela 7 a seguir.

Tabela 7: Índice de Penetração de Mercado – Hotel Protótipo

<b>Penetração de Mercado - Ocupação/2019</b>									
	<i>UH</i>	<i>Disponível</i>	<i>% Oferta</i>	<i>TO</i>	<i>Vendidas</i>	<i>% Demanda</i>	<i>Fair Share (UH)</i>	<i>Fair Share (TO)</i>	<i>IPM</i>
Hotel Protótipo	450	164250	0,27	70%	114975	0,29	109142	66%	1,05
Hotel 1	380	138700	0,23	65%	90155	0,23	92164	66%	0,98
Hotel 2	420	153300	0,25	72%	110376	0,28	101866	66%	1,08
Hotel 3	400	146000	0,24	58%	84680	0,21	97015	66%	0,87
Mercado competidor	1650	602250	1,00	66%	400186	1,00	400186	66%	1,00

O nível de TO histórico é da ordem de 70% e a DM para o momento da análise é de R\$ 680, sendo composta conforme indicado no Quadro 8.

Quadro 8: Composição da Diária por segmento

<b>Diária Média (DM) por Segmento / Geral</b>	
<i>Valores BRL</i>	
<i>Transient</i>	950
<i>Conventions</i>	650
Contratos	350
<b>DM</b>	<b>680</b>

O Hotel está estruturado por um modelo de locação variável sendo o locatário e Operador uma companhia Hoteleira de renome internacional e com boa reputação. O aluguel variável, pago mensalmente, representa um percentual do GOP. O Operador desconta um valor referente a sua taxa básica, como acontece nos contratos de administração, e a gestão do *Fra* é feita pelo Operador. O Quadro 9 indica as condições do contrato existente.

Quadro 9: Hotel Protótipo - Condições do contrato de locação

<b>Hotel Protótipo</b>	
<i>Valuation</i>	
Abertura	2.008
Contrato Aluguel	20 anos
Aluguel (% GOP)	84%
Taxa Básica (% Rec. Total)	4%
<i>Fra</i>	5%

A Tabela 8 a seguir mostra o plano de contas da operação, conforme USALI, até a apuração do RODi que é distribuído aos proprietários. O *Valuation* será aplicado considerando este RODi.

O Hotel no momento da análise já se encontra com a penetração de mercado estabilizada, assim a partir do ano 5 considerou-se a operação em regime.

Tabela 8: Hotel Protótipo -Plano de Contas (USALI).

	Ano 1		Ano 2		Ano 3		Ano 4		Ano 5	
Dias	365		365		365		365		365	
Quartos disponíveis	164.250		164.250		164.250		164.250		164.250	
Quartos Vendidos	114.975		118.260		121.545		113.333		111.690	
Taxa de Ocupação (TO)	70%		72%		74%		69%		68%	
Diária Média (DM) \$	680		734		793		817		841	
RevPAR \$	476,00		528,77		586,93		563,69		572,19	
<b>Receitas (x 1000)</b>										
	%		%		%		%		%	
Hospedagem	78.183	64,5%	86.850	65,8%	96.404	67,1%	92.587	65,6%	93.982	66,1%
Alimentos e Bebidas	27.364	22,6%	28.732	21,8%	29.594	20,6%	30.482	21,6%	31.092	21,9%
Outras (Spa, Estacionamento etc.)	15.637	12,9%	16.418	12,4%	17.568	12,2%	18.095	12,8%	17.190	12,1%
<b>Receita Operacional Total</b>	<b>121.184</b>	<b>100,0%</b>	<b>132.001</b>	<b>100,0%</b>	<b>143.566</b>	<b>100,0%</b>	<b>141.163</b>	<b>100,0%</b>	<b>142.264</b>	<b>100,0%</b>
<b>Despesas Departamentais (x 1000)</b>										
	%		%		%		%		%	
Despesas Hospedagem	13.291	17%	14.765	17%	15.425	16%	16.666	18%	16.917	18%
Despesas Alimentos e Bebidas	17.787	65%	18.389	64%	18.940	64%	20.728	68%	21.142	68%
Despesas Outros	5.473	35%	5.746	35%	6.324	36%	6.514	36%	6.532	38%
<b>Despesas Departamentais -Total</b>	<b>36.551</b>	<b>30%</b>	<b>38.900</b>	<b>29%</b>	<b>40.689</b>	<b>28%</b>	<b>43.907</b>	<b>31%</b>	<b>44.591</b>	<b>31%</b>
<b>Resultados - Departamentos (x1000)</b>										
Resultado - Hospedagem	64.892	83%	72.086	83%	80.979	84%	75.921	82%	77.065	82%
Resultado - Alimentos e Bebidas	9.577	35%	10.344	36%	10.654	36%	9.754	32%	9.949	32%
Resultado - Outros	10.164	65%	10.672	65%	11.243	64%	11.581	64%	10.658	62%
<b>Resultado Departamentos -Total</b>	<b>84.633</b>	<b>70%</b>	<b>93.101</b>	<b>71%</b>	<b>102.876</b>	<b>72%</b>	<b>97.256</b>	<b>69%</b>	<b>97.672</b>	<b>69%</b>
<b>Despesas Não Distribuídas (x1000)</b>										
Administrativo	9.089	7,5%	9.089	7%	9.089	6,3%	9.089	6,4%	9.089	6,4%
Tecnologia	2.181	1,8%	2.181	1,7%	2.181	1,5%	2.181	1,5%	2.181	1,5%
Vendas e Marketing	7.271	6,0%	7.920	6,0%	8.614	6,0%	8.470	6,0%	8.536	6,0%
Taxa Básica (Operador)	4.847	4,0%	5.280	4,0%	5.743	4,0%	5.647	4,0%	5.691	4,0%
Utilidades (Água, energia e gás)	7.271	6,0%	7.920	6,0%	8.614	6,0%	8.470	6,0%	8.536	6,0%
Manutenção Predial	5.453	4,5%	5.453	4,1%	5.453	3,8%	5.453	3,9%	5.453	3,8%
<b>Despesas Não Distribuídas - Total</b>	<b>36.113</b>	<b>29,8%</b>	<b>37.843</b>	<b>28,7%</b>	<b>39.693</b>	<b>27,6%</b>	<b>39.309</b>	<b>27,8%</b>	<b>39.485</b>	<b>27,8%</b>
<b>Gross Operating Profit (GOP)</b>										
<b>Aluguel</b>	<b>40.757</b>	<b>34%</b>	<b>46.417</b>	<b>35%</b>	<b>53.074</b>	<b>37%</b>	<b>48.675</b>	<b>34%</b>	<b>48.877</b>	<b>34%</b>
<b>Desp. Não Operacionais (x1000)</b>										
<i>IPTU</i>	1.818	1,5%	1.980	1,5%	2.153	1,5%	2.117	1,5%	2.181	1,5%
<i>Seguro Predial</i>	1.212	1,0%	1.320	1,0%	1.436	1,0%	1.436	1,0%	1.436	1,0%
<b>D. Não Operacionais - Total</b>	<b>3.030</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.300</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.589</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.553</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.617</b>	<b>2,5%</b>
<b>NOI (x 1000)</b>	<b>37.728</b>	<b>31%</b>	<b>43.117</b>	<b>33%</b>	<b>49.484</b>	<b>34%</b>	<b>45.122</b>	<b>32%</b>	<b>45.260</b>	<b>32%</b>
<i>Fra</i>	6059	5%	6600	5%	7178	5%	7058	5%	7113	5%
<b>RODi (x 1000)</b>	<b>31.668</b>	<b>26%</b>	<b>36.517</b>	<b>28%</b>	<b>42.306</b>	<b>29%</b>	<b>38.064</b>	<b>27%</b>	<b>38.147</b>	<b>27%</b>

As margens operacionais adotadas estão em linhas com as práticas do mercado e foram baseadas nas informações históricas da operação, assim como as referências de valores para o IPTU e o Seguro Predial, que neste caso são descontados do valor do aluguel pago, conforme ajustado no contrato de locação e totalmente influenciado pela orientação do USALI. Os valores são apresentados na base 0, efetivos.

Ao aplicar a rotina do *Valuation*, utilizando as fórmulas apresentadas nos capítulos anteriores e considerando um momento de saída virtual do investimento no ano 20 a uma *Tat* de 8%, chegou-se ao valor  $VOI_0$  e  $VOI_{20}$  apresentados na Quadro 10 a seguir.

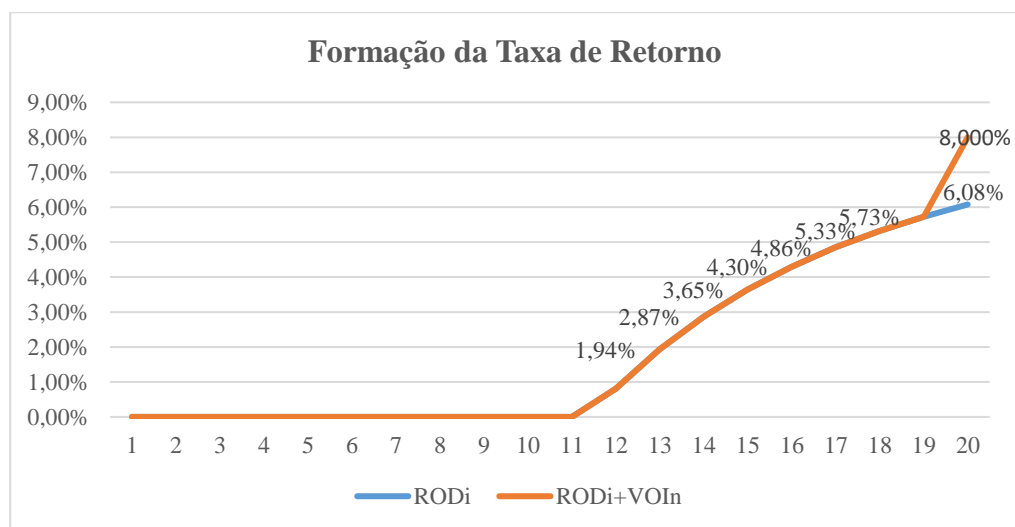
Quadro 10: Hotel Protótipo -  $VOI_0$  e  $VOI_{20}$

<b>Hotel Protótipo</b>	
<i>Valuation - Indicadores</i>	
Ano Saída	20
<i>Tat</i>	8%
$VOI_{20}$ (x1000)	R\$280.900
$VOI_0$ (x1000)	R\$430.643

Importante destacar que a *Tat* ou *Cap Rate* imposta está em linha com as práticas do mercado para investimentos no segmento hoteleiro, conforme demonstrado no relatório CBRE *Cap rate Survey* para o mercado Norte Americano. Como não existem publicações análogas para o mercado Brasileiro, e o comportamento da taxa de juros no Brasil é descendente, assumiu-se que a *Tat* de 8% é adequada.

A *Valuation* aplicada no Hotel protótipo resultou no  $VOI_0$  equivalente a R\$ 430.063 mil, que seria o *fair value* do EBI nas condições arbitradas. O Gráfico 1 mostra a formação e evolução da taxa de retorno para um cenário que considera somente os  $ROD_i$  gerados pela operação no horizonte de 20 anos, e a taxa de retorno para o cenário onde o  $VOI_{20}$ , ou a saída virtual do investimento, é adicionado aos  $ROD_i$  da operação. No cenário arbitrado e considerando uma aquisição pelo preço  $VOI_0$  na data 0, um investidor teria o início dos retornos a partir do ano 11, conforme mostra o gráfico.

Gráfico 2: Hotel Protótipo - Formação da TIR. Fonte: Autor



Outro ponto a destacar é que o RODi apresentado representa a distribuição de retornos do EBI para os proprietários, sem considerar o veículo de investimento. O veículo de investimento pode gerar custos, como por exemplo a taxa de administração do FII que impactará o RODi do investimento e consequentemente o valor justo<sup>37</sup> de suas cotas.

Ao promover a arbitragem de valores de EBI é fundamental impor distúrbios ao cenário considerado como referencial afim de produzir informação mais ampla e de melhor qualidade para uma análise e tomada de decisão. Para um Hotel os indicadores que podem ser considerados para um cenário “estressado” são a TO a DM e o GOP. No exercício apresentado o objetivo foi demonstrar a doutrina de *Valuation* recomendada pelo NRE da Poli-USP, chegando a um *fair value* para um Hotel Protótipo, sem abordar minuciosamente a AQI.

## 6.5 O desafio da Implantação de empreendimentos hoteleiros por meio de FII

Encontrar uma solução de financiamento para o desenvolvimento e implantação de um empreendimento hoteleiro no Brasil pode ser uma jornada com muitos desafios e dificuldades, uma vez que a prática do *Project Finance* para empreendimentos dessa tipologia ainda não é largamente utilizada e os empreendedores podem se sentirem desencorajados (em razão da

---

<sup>37</sup> Os FII devem divulgar o “valor patrimonial” das cotas, conforme estabelecido pela CVM.

complexidade da operação e a influência de outros participantes, como os Operadores). Desta forma, o segmento se desenvolveu através de estruturas de financiamento alternativas, muitas vezes considerando a poupança de pequenos investidores como o *funding*, como observado no modelo Condohotel.

Os FII são também uma alternativa de *funding* tanto para empreendimentos imobiliários quanto para EBI incluindo empreendimentos em fase de implantação, ou a serem implantados. Tipicamente o investidor em FII busca obtenção de renda, gerada pelos empreendimentos investidos pelo FII, e a valorização de suas cotas (ganho de capital), porém observa-se que muitos pequenos investidores buscam no FII uma RMLP, assim a tendência é investir e passar a receber os rendimentos do FII.

Estabelecer um paralelo entre os perfis de investidores em FII e investidores em Condohotéis, requer uma pesquisa mais aprofundada, porém o que é de fácil percepção é que em ambos ambientes o investidor pessoa física é predominante.

Segundo Amato (2009), a dificuldade maior de captar recursos por meio de FII para empreendimentos em fase de implantação se dá em função de receios que ainda são majorados, no que tange a possibilidade de inadimplência das obrigações assumidas para implantação do empreendimento no momento da oferta de venda.

No Brasil, alguns poucos empreendimentos hoteleiros foram implantados a partir de recursos levantados através de securitização, ou oferta pública de cotas de FII para implantação e depois operação do Hotel.

Segundo Amato (2009), no ano de 2001 o primeiro empreendimento em fase de implantação ofertado ao mercado utilizando o FII como veículo de investimento foi o Continental Square Faria Lima, através da oferta das cotas do FII Continental Square Faria Lima (FLMA11), e como vimos anteriormente este fundo tem investimento no o Hotel Pullman São Paulo que faz parte do complexo Continental Square Faria Lima ( na época da oferta a bandeira do hotel era Cesar Park). Amato (2009), destaca que foram levantados R\$ 74.000 mil, em valores da época, em duas ofertas de distribuição secundárias. O Continental Square Faria Lima é um caso de sucesso de EBI que foi implantado através de um FII no Brasil.

Outros FII “hoteleiros” foram concebidos no Brasil com o objetivo de captar recursos para implantação e posterior operação, porém não obtiveram sucesso. Não possível afirmar que a razão do insucesso tenha sido o veículo elegido pelos empreendedores somente, as condições mercadológicas entre outros fatores contribuíram para que os projetos não decolassem. Exemplo de FII que foi ofertado ao público durante a fase de implantação é o fundo FII Hotel Belvedere.

O FII Hotel Belvedere foi estruturado no ano de 2011 com objetivo de captar R\$ 203.000 mil, em valores da época, através de uma oferta pública para implantação de um empreendimento hoteleiro na cidade de Belo Horizonte, no bairro do Belvedere. O empreendimento era composto por dois hotéis de categorias distintas, um de alto padrão, *Upper Upscale* (STR) carregando a bandeira Pullman, com 280 quartos, e outro do segmento *Economy* (STR), da bandeira Ibis, com 216 quartos. Ambos seriam operados pela companhia Accor, que era a locatária previamente definida. A estruturação do FII era combinada com um Fundo de Renda Fixa, o Belvedere Fundo de Investimento Referenciado DI, onde os recursos ficariam alocados durante a fase de implantação do empreendimento. Os recursos financeiros necessários durante a construção seriam levantados conforme chamadas de capital e seriam retirados do fundo DI onde estariam aplicados durante esta fase. As cotas ofertadas do FII tinham valor de R\$ 1,00, e o plano seria colocar 203.000 mil cotas que foram ofertadas em lotes mínimos de 1.000 cotas, ou R\$ 1.000,00 em valores da época.

Este Fundo não obteve sucesso e após algumas suspensões pela CVM a decisão foi encerrá-lo. Até o final do ano de 2019 os empreendimentos estavam com suas obras paralisadas e não foram encontradas informações sobre a eventual retomada. É prudente destacar que as condições mercadológicas para na cidade de Belo Horizonte apresentavam risco para novos empreendimentos hoteleiros, em função do número de empreendimentos previstos para entrarem em operação entre os anos de 2014 a 2016, o que apontava para uma superoferta. Esta tendência se confirmou e a TO e DM na cidade caiu consideravelmente e ainda se encontra em recuperação.

Os FII que investem em projetos em desenvolvimento ou implantação, ou FII de Desenvolvimento, hoje listados na B3, em sua maioria, buscam investir em empreendimentos imobiliários, sendo o retorno dos investidores o resultado obtido pelas vendas das unidades dos empreendimentos em que estão investidos. Alguns estão abertos somente para investidores

qualificados, e são um negócio com um risco específico, que podem trazer retornos superiores aos obtidos em EBI por exemplo. Porém esta comparação não deve ser considerada se o objetivo do investidor é a RMLP.

Assume-se que devem existir outros FII para implantação estruturados no Brasil, porém não listados na B3, assim sem obrigatoriedade de divulgação de informações ao público em geral. Com a evolução do mercado e o crescimento dos FII espera-se que este veículo venha a ser mais considerado como *funding* para implantação de FII hoteleiros. Como alternativa um FII de Desenvolvimento hoteleiro, a ser estruturado e captado de maneira fechada, poderia dar saída do investimento, e consequente apuração do retorno, através de uma oferta pública, objetivando captar os pequenos e médios investidores que buscam RMLP.

## **6.6 Breve Análise comparativa entre os veículos FII e Condohotel**

A oferta hoteleira Brasileira está ancorada em estruturas condominiais, especialmente os hotéis urbanos, os Condohoteis. Esta estrutura foi uma alternativa encontrada pelos empreendedores e Operadores hoteleiros, uma vez que as linhas de crédito para financiamento destes empreendimentos no sempre foram escassas no Brasil. Por outro lado, a existência de um público afeito a investir em imóveis tornavam essa estrutura viável, e de certa forma atrativa para esses potenciais investidores, tanto é que o modelo ainda é replicado.

Segundo Spolon (2006), o início da disseminação dos condomínios edifícios para fins de hospedagem no Brasil remete ao ano de 1983, a partir do conceito de *Flat* desenvolvido no Brasil pela companhia Francesa Accor. A partir dos *Flats* o mercado evoluiu até chegarem os Condohoteis, produtos integralmente para investimento.

Segundo Rocha Lima (2016), o modelo de Condohotel está ancorado em um raciocínio primitivo que o investidor no ambiente do Real Estate, portanto conservador, não estaria disposto a investir no segmento caso o produto não represente a propriedade do imóvel, representada pela escritura e matrícula imobiliária.

Os FII são uma alternativa mais sofisticada de veículo de investimento, e podem trazer vantagens aos investidores. O Quadro 12 a seguir estabelece uma análise comparativa entre o veículo FII e os tradicionais Condohoteis, tão disseminados no Brasil.

Quadro 11: FII e Condohoteis. Fonte: Adaptado de Rocha Lima (2016).

Investimento Estruturado em Condohotel	Investimento Estruturado em FII
<ul style="list-style-type: none"> <li>Investimento pulverizado. Unidade hoteleira representada por muitos investidores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A unidade do Hotel é formal, o FII é o único proprietário. O administrador do FII é fiduciário dos investidores (cotistas).</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco Operacional: Integral dos Investidores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco Operacional: Integral dos Investidores</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>As assembleias de investidores seguem o regimento da convenção dos condomínios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Assembleias de cotistas seguem as orientações da CVM.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Desligar o Mandatário, é complexo e segue o regimento da convenção do condomínio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Desligar o administrador é ato de assembleia, garantido no regimento, conforme orientação da CVM.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>A renda distribuída advém do empreendimento específico, sujeita sazonalidade.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A renda distribuída advém de um ou mais empreendimentos. Risco que pode ser mitigado com a formação de um portfólio.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>O fluxo de renda recorrente é a base para arbitragem de valor da unidade, ressalvadas as pressões de falta de liquidez na eventual venda da unidade.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O fluxo de renda recorrente é a base para arbitragem de valor da cota, comercializada no ambiente da B3.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Inexistência de mecanismos de liquidez. Oferta via corretores imobiliários.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sofisticado mecanismo de liquidez. O ambiente de bolsa, a B3.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Liquidez não fracionável. A unidade é o produto de compra e venda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liquidez por meio de cotas. Facilidade de venda de parte do investimento em ambiente de bolsa.</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alto volume de poupança necessário para ingressar no investimento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baixo volume de poupança para ingresso no investimento, representado através de cotas.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Limitação a alguns segmentos da hotelaria.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acesso a Hotéis mais sofisticados, uma vez que o compartilhamento através de cotas tornam o investimento acessível a mais os investidores.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inexistência de mitigadores de risco de inserção de mercado do Hotel, representados pelo aumento da concorrência por exemplo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inexistência de mitigadores de risco de inserção de mercado de um Hotel, representados pelo aumento da concorrência por exemplo. Porém a possibilidade de formação de portfólio é um mitigador de risco do FII.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investidor pessoa física é tributado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A renda do investidor pessoa física não é tributada (ressalvadas as condições impostas pela CVM).</li> </ul>

Os FII se mostram veículos mais sofisticados que o investimento direto em EBI, especialmente no segmento hoteleiro. Destacam-se a facilidade ao acesso, o valor da cota é muito inferior que o valor de uma unidade imobiliária, a liquidez e a possibilidade de formação de portfólios, por parte do FII ou por parte do investidor que adquire cotas em diversos FII.

Rocha Lima (2016), destaca que os FII contribuem na mitigação dos riscos de investimento, pois facilita e estimula a formação de portfólios de inserção de mercados diferenciadas. Impacto de riscos de comportamento de determinado empreendimento, seja por características particulares ou competitividade, podem ser amortecidos quando o FII é proprietário de um portfólio de hotéis. Como referência, todos os *Lodging REIT* Americanos contam com um portfólio com inúmeros hotéis em operação.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O comportamento da economia Brasileira nos últimos anos, iniciando um movimento que vem se mostrando consistente de queda das taxas de juros, trouxe uma especial atenção dos investidores em geral ao mercado imobiliário, especialmente aos EBI. Neste contexto os FII tornaram-se veículos de investimento atrativos até mesmo para aquele investidor, ou poupador, que não enxergava o Real Estate como uma alternativa de investimento. O mercado dos FII no Brasil registra um consistente crescimento e uma interessante evolução.

O presente trabalho analisou os EBI como alternativa de investimento e identificou os veículos que tradicionalmente são utilizados no Brasil. A análise foi direcionada para segmento hoteleiro que historicamente sempre atraiu pequenos e médios investidores que se utilizaram de outros veículos de investimento para acessarem este mercado.

Os hotéis são uma tipologia específica de EBI, pois carregam particularidades operacionais e estruturados (do ponto de vista da estruturação do negócio). Assim, foi importante detalhar neste trabalho as principais nuances deste ambiente de negócios, seus principais agentes e como estes influenciam os resultados e a produção de renda neste tipo de EBI.

No mercado Brasileiro dos FII os hotéis ainda ocupam um espaço pequeno deste universo, diferente do que acontece em mercados mais evoluídos, como o Americano, onde os *Lodging REIT* alcançaram um espaço relevante na indústria.

O objetivo da pesquisa foi analisar a estruturação e regulação dos FII, e avaliar como este veículo pode ser utilizado para investimento no segmento hoteleiro. Neste contexto, foram apresentadas alternativas de como estes empreendimentos podem ser estruturados para serem investidos por FII.

Ao abordar o mercado Americano pretendeu-se apresentar as características, o tamanho e as particularidades dos *Lodging REIT* que, mesmo num mercado evoluído, trazem características específicas nas suas estruturações.

Os FII se mostram uma alternativa mais inteligente e evoluída de se investir em EBI, especialmente para aqueles pequenos e médios investidores que buscam no mercado imobiliário uma RMLP.

Conclui-se que os maiores desafios para uma maior utilização dos Hotéis como produto de investimento para os FII referem-se à estruturação, a volatilidade da renda (não garantida) e a participação de diferentes agentes (Operadores e Franqueadores)

Em função de imposição legal, regida pela CVM, os FII não podem investir em outro ambiente que não seja imobiliário, ou seja, os FII não podem carregar uma estrutura operacional, ou uma OpCo, como os *Lodging REIT* Americanos, que podem manter subsidiárias com propósitos operacionais entre outros. Assim o modelo de negócio a ser praticado por um FII, proprietário de um hotel, e a Operadora hoteleira deve ser um modelo baseado na relação de aluguel. Este modelo não é a primeira opção para as Operadoras, especialmente as internacionais, que preferem uma relação de prestação de serviços.

O *funding* para novos empreendimentos é outro desafio para indústria hoteleira Brasileira, e a alternativa dos FII de desenvolvimento ainda não é um nicho de mercado muito específico, não só para o segmento hoteleiro, e voltado para investidores com maior capacidade e dispostos aos riscos do processo de implantação. Em geral, o pequeno e médio investidor pode não estar estimulado a aguardar todo o ciclo de implantação para receber seus rendimentos.

Independentemente dos desafios, os FII se mostram uma opção eficiente para o segmento hoteleiro no Brasil. Com a evolução do mercado, e a manutenção da taxa de juros em patamares baixos, espera-se que os gestores dos FII busquem alternativas para diversificarem seus portfólios, dando espaço para o que o segmento hoteleiro cresça. Este movimento “puxado” pelo lado do investidor tenderia a estimular a flexibilidade dos Operadores, até mesmo em função de necessidade, na avaliação dos modelos de negócio permitidos aos FII, no caso o Aluguel.

A implantação de Hotéis por meio de FII, tomando como referência o proposto por Amato (2009) e uma análise mais detalhada de portfólios hoteleiros investidos por meio de FII são sugestões de futuros trabalhos que venham complementar as limitações desta pesquisa.

## **ANEXO A – ANÁLISE DE QUALIDADE DE INVESTIMENTO (AQI) DE EBI**

Neste anexo serão apresentados de maneira sucinta alguns conceitos que auxiliarão na AQI dos EBI e que não foram abordados de maneira teórica, ou não foram apresentados, durante a evolução do trabalho

Estes indicadores mais avançados contribuem na avaliação, e mesmo comparação, da qualidade e atratividade de um projeto no momento do planejamento, para implantação ou aquisição, e devem ser considerados no momento de decisão. Assim, recomenda-se que mesmo os investidores médios e pequenos promovam uma AQI utilizando as ferramentas apresentadas toda vez que se depararem com uma oportunidade de investimento em EBI, tomando suas decisões de maneira consciente.

O sentimento de segurança e a expectativa de valorização perene do investimento em EBI muitas vezes resultam em decisões de investimento pouco fundamentadas, sem a devida AQI. A hipótese de que o investimento em Real Estate traz segurança e proteção de capital pode ser falsa, causando frustrações aos investidores que não fizeram as devidas ponderações no momento de decisão.

Segundo Rocha Lima et al (2011),

“A capacidade do empreendimento de apresentar uma condição econômica aceitável, segundo os padrões do investidor, está associada a que os retornos oferecidos pelo empreendimento conttenham, em relação aos Investimentos que o empreendimento exigiu para sua implantação ou ao montante exigido para sua aquisição pronto e operando, um agregado de riqueza indicado por um ganho de poder de compra desses retornos frente àqueles investimentos no ambiente econômico em que o empreendedor está imerso “

A seguir serão apresentados conceitos e indicadores mais avançados para uma AQI, incluindo o investimento na fase de implantação ou aquisição do empreendimento pronto para operar. Os indicadores VOI e TIR não serão abordados neste anexo uma vez que já foram apresentados anteriormente neste trabalho.

### Fase de implantação:

○ Nível de Exposição do Investidor ( $EXP_0$ ): Corresponde ao valor do investimento feito por um empreendedor durante o ciclo de implantação, ou os recursos alocados durante esta fase, remunerados a uma taxa de atratividade setorial, podendo ser uma taxa conservadora, próxima ao custo de oportunidade e considerando que todo fluxo de recursos para implantação será coberto com investimentos. Ao se tratar de um empreendimento pronto para operar o investimento é representado pelo preço (PRE). O nível de exposição pode ser expresso pela expressão 10:

$$EXP_0 = \sum_{k=0}^{p_i} Ik(1 + Tat_{imp})^{p_i-k} \quad (10)$$

Onde:

$EXP_0$  é o nível de exposição do empreendedor no início do ciclo operacional.

$Ik$  representa cada posição de investimento medida no modelo da análise.

$Tat_{imp}$  é a taxa de atratividade arbitrada pelo empreendedor, analisando o ciclo de implantação.

$p_i$  é o prazo para implantação.

$k$  é um contador de tempo.

○ Lastro para exposição ( $LAS_0$ ): É o valor arbitrado para o empreendimento em relação ao nível  $EXP_0$  do empreendedor ou em relação ao PRE pago pelo empreendimento. Representado pela expressão 11.

$$LAS_0 = \frac{VOI_0}{EXP_0} \quad (11)$$

### Ciclo Operacional:

○ *Playback* (PRI): É prazo para recuperação da capacidade de investimento (INV) que mostra a possibilidade de retomada de capacidade de investimento através do recebimento dos retornos do empreendimento ( $RODi$ ), podendo ser considerado de maneira primária ou alavancada (o mais recomendado), quando se impõe uma  $Tat$  a este fluxo. A expressão 12.

$$INV = \sum_{k=1}^{PRI} \frac{RODI_k}{(1+Tat_{set})^k} \quad (12)$$

○ *Duration* (D): Mostra o prazo equivalente dentro do qual o investimento realizado no empreendimento é integralmente remunerado à TIR medida considerando todo ciclo operacional do empreendimento. Em outras palavras, este indicador avalia a uniformidade da geração de RODi no ciclo operacional. O prazo *Duration* (D) pode ser calculado pela expressão 13 a seguir:

$$D = \frac{\sum_{k=1}^{Op} \frac{RODi}{(1+TIR)^k}}{INV} \quad (13)$$

Onde:

*Op* é o ciclo operacional.

## **ANEXO B – Regulamentação dos Condohotéis**

A evolução do modelo dos empreendimentos hoteleiros pulverizados, resultando nos Condohotéis, onde o proprietário renuncia ao uso de sua unidade, formalizou o objetivo puramente de investimento destes produtos.

O volume de ofertas se intensificou de uma maneira exponencial no último ciclo de desenvolvimento registrado entre os anos de 2011 a 2014, quando o setor sofreu interessante exposição em função dos grandes eventos e do breve aquecimento da econômica Brasileira.

Uma vez que os empreendimentos eram concebidos e levados ao mercado como meros produtos de incorporação imobiliária a informação disponibilizada aos futuros investidores muitas vezes era percebida de maneira superficial e os eventuais riscos de se investir nestes empreendimentos eram pouco expostos, ou simplesmente ignorados nos pontos de venda. Até então o modelo não era regulado e esta classe de ativo era caracterizada como um valor imobiliário. Não se sabe ao certo quantos empreendimentos foram concebidos e ofertados ao mercado no período. Um número considerável de lançamentos foi registrado em todas as regiões do Brasil.

Este cenário levou a CVM à acompanhar o segmento, passando a regular as ofertas, com o argumento que se tratavam de ofertas de investimento coletivo, denominando-as de Contrato de Investimento Coletivo ou CIC Hoteleiro, pois o investidor entrega sua unidade que passar a ser gerida por um terceiro, caracterizado pelo Operador hoteleiro.

No ano de 2015 a CVM divulgou a Deliberação CVM n.734/15, que foi alterada no ano seguinte pela Deliberação n.752/2016, ambas regulando a matéria. Cabe ressaltar que a discussão da matéria foi intensa, motivada por Incorporadoras e pelo FOHB (Fórum de operadores Hoteleiros do Brasil), que representou as Operadoras hoteleiras.

Após inúmeras discussões, finalmente a CVM divulgou em agosto de 2018 a Instrução CVM n.602, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo, CIC hoteleiros. Conforme a Instrução CVM n.602, são caracterizados como ofertantes os incorporadores ou qualquer outra entidade que venha realizar atos de distribuição pública de CIC hoteleiro. O material de oferta, ou prospecto, a partir da ICVM 602, deve seguir os padrões indicados pela CVM, contendo informações sobre os riscos de se investir no determinado, um

estudo de inserção de mercado elaborado por profissional capacitado, e o detalhamento da estruturação do negócio.

As principais características e regras aplicáveis à oferta de CIC e regulados pela ICVM 602 são descritas a seguir:

- (i) Ofertante - A sociedade Incorporadora ou qualquer pessoal que venha promover atos de distribuição pública dos CIC Hoteleiro;
- (ii) CIC – Conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente, que contenha promessa de remuneração vinculada à participação em resultado de empreendimento hoteleiro por meio de condomínio edilício;
- (iii) Registo de Oferta – Necessário registo na CVM, com possibilidade de dispensa automática em alguns casos, conforme descrito no Art.28 da Instrução.
- (iv) Instituição da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, relativa ao registo de emissão. A taxa de fiscalização será calculada sobre o valor da oferta, sendo 0,64% do Valor Geral de Vendas (VGV) limitada a ao valor de R\$ 317.000,00 (dezembro 2018).
- (v) Investidores Qualificados: Não há esta previsão, uma vez que se trata de CIC Hoteleiro estruturados sob a forma de condomínio edilício, com unidades autônomas individualizadas.
- (vi) Demonstrações Financeiras: Devem ser divulgadas nos 3 primeiros anos de operação. Após este período, podem ser dispensadas se assim for definido pelos condôminos através de assembleia. O prazo para divulgação das demonstrações financeiras é de 90 dias após o encerramento do exercício.
- (vii) Declarações da Administradora Hoteleira e Incorporador: Atualização anual, a ser disponibilizada ao público.
- (viii) Prazo da Oferta: 36 meses contados a partir da data de divulgação do anúncio de início, prorrogável uma única vez por igual período.
- (ix) Material Publicitário: Não é necessária a aprovação pela CVM, porém é facultado ao ofertante submeter à CVM para aprovação uma única vez, concomitante ao pedido de registo de oferta.
- (x) Conteúdo do Prospecto e Estudo de Viabilidade econômica: Delibera sobre informações mínimas que devem ser disponibilizadas na oferta.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALON, I.; NI, L.; YAOUCHENG, W. *Examining determinants of chain expansion through international franchise*. 2011. *International Journal of Hospitality Management*.

AMATO, F. **Implantação de Empreendimentos de Base Imobiliária por meio de Fundos de Investimento Imobiliário: Critérios de Governança dos Recursos Financeiros para Mitigação de Riscos Capaz de Potencializar a captação de Investimentos privados com características de Poupança**. 2009. Tese (Doutorado), Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ASMUSSEN, W.A.; ROCHA, M.R.; MELO JUNIOR, Y.P. **O setor hoteleiro em São Paulo: Origem, Panorama Atual e Perspectivas de Comportamento**. 2002. Trabalho apresentado em seminário no curso de Pós-Graduação em Engenharia de Construção Civil. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ASSMUSSEN, M. W. **Ciclos de Oferta de Hospedagem Comercial Transeunte – Impacto na Rentabilidade dos Investimentos em Empreendimentos Hoteleiros**. 2004. Dissertação (Mestrado), Escola Politécnica – Universidade de São Paulo, São Paulo.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS, AMBIMA. **Deliberação n.62** – Conselho de Regulação de Melhores Práticas de Fundos de Investimento, de 22 de junho de 2015. Dispõe sobre as diretrizes AMBIMA para classificação de Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”). Rio de Janeiro. Disponível em: [http://www.ambima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN\\_2062\\_ClassificacaoFII\\_1\\_.pdf](http://www.ambima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf). Acesso em 08/01/2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS, AMBIMA. **Ofício O. 010/2018 – Assunto: Investimento de FII em SCP**. Disponível em: [https://www.ambima.com.br/pt\\_br/institucional/comunicadosoficiais/](https://www.ambima.com.br/pt_br/institucional/comunicadosoficiais/). Acesso em 10/03/2019.

**B3. Boletim do Mercado Imobiliário, dezembro de 2018, n.74 de 28 de dezembro de 2018.** 2018. São Paulo. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento/fii/boletim-mensal/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento/fii/boletim-mensal/) Acesso em 04/01/2019.

BRASIL. Presidência da República. **Lei n.8668/93**, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a criação dos FII, sua constituição e regime tributário. Disponível em <http://www.planalto.gov.br>, acesso em 10 de set 2018.

\_\_\_\_\_. **Lei n.9779/99**, de 19 de janeiro de 1999. Altera a regulamentação do imposto de renda, relativo aos FII. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Lei n.11.003/04**, de 21 de dezembro de 2004. Altera tributação do mercado financeiro e de capitais. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Lei n.11.196/05**, de 21 de novembro de 2005. Isenta tributação dos rendimentos de cotistas pessoas físicas, mediante atendimento de requisitos específicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Lei n.11.771/08**, de 17 de setembro de 2008. Dispõe sobre a política Nacional do Turismo. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Lei n.12.024/09**, de 27 de agosto de 2009. Altera as Leis 11.196/05 e a Lei 8668/93. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

BRITO, S.G.N.; **Identificação de um conjunto de informações mínimas requeridas para fundamentar as decisões de investimento em Fundos de Investimento Imobiliário com foco em Edifícios de Escritório para locação.** 2018. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIO, CVM. **Guia CVM do Investidor, Fundos de Investimento Imobiliário, 2ª Edição.** 2015. Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. **Deliberação n.734**, de 17 de março de 2015. Delega competência à CVM para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição em contratos de investimento coletivo hotelheiros. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Deliberação n.752**, de 15 de abril de 2016. Altera a Deliberação CVM 734/15. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 205**, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, funcionamento e a administração dos FII. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.206**, de 14 de janeiro de 1994. Dispões sobre Normas contábeis aplicáveis aos FII. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.389**, de 29 de dezembro de 2003. Altera instrução n.205 e dispões sobre a simplificação do processo de listagem no mercado de balcão organizado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispões sobre ofertas públicas nos mercados primário e secundário, e revoga as Instruções 13/80 e 88/88. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.409**, de 18 de agosto de 2004. Dispões sobre constituição, administração e divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.472**, de 31 de outubro de 2008. Dispões sobre constituição, administração e distribuição de cotas dos FII. Revoga as instruções 205/94, 389/03/418/05 e acrescenta o Anexo III-B à instrução 400/03. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.478**, de 11 de setembro de 2009. Dispões sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.482**, de 05 de abril de 2010. Altera a instrução 476/09. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.498**, de 13 de junho de 2011. Dispões sobre negociação de cotas de FII em mercados regulamentados. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.516**, de 29 de dezembro de 2011. Dispões sobre elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos FII. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.517**, de 29 de dezembro de 2011. Altera dispositivos da instrução n. 472/08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.528**, de 23 de outubro de 2012. Altera a instrução n. 472/08 e o anexo III-B da instrução n.400. /03. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.554**, de 17 de dezembro de 2014. Altera dispositivos da instrução n.472/08 entre outros. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.571**, de 25 de novembro de 2015. Altera dispositivos da instrução n.472/08 e da 400/03. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.580**, de 15 de setembro de 2016. Altera dispositivos da instrução n.472/08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.602**, de 27 de agosto de 2018. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 set 2018.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n.604**, de 13 de dezembro de 2018. Altera e acrescenta dispositivos a instrução n.472/08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 04 jan 2019.

BTG PACTUAL. **Fundo de Investimento Imobiliário FII Hotel Maxinvest (HTMX11)**. 2019. Informativo Mensal, janeiro 2020.

CADASTUR. **Cartilha de Orientação Básica – Sistema de Brasileiro de Classificação de Meios de Hospedagem**. 2010. Brasília.

COLLIS, S., PERRRET, S. *Decisions, decisions. Which Hotel Operating model is Right for you?* 2015. HVS

CYPRIANO, S.P.; *Desarrollo hoteleiro em Brasil: Panorama de mercados y perspectivas*. Investigaciones turísticas. 2013. Universidad de Alicante, Alicante - Espanha.

de-ROSS, J.; *Alternative means of Operating Hotels: A Critical Look at Single Tenants Leases versus Management Contract*. 2002. Cornell University, School of Hospitality Administration.

DIAZ-BERNARDO, R.; *Franchise and The Society: The Case of Franchising in the Hotel Industry*. 2009. Journal of Business Case Study.

EVANOFF, M. *The International Hotel Management Agreement: Origins, Evolution, and Status*. 2016. Center for Hospitality Research Report. Cornell University School of Hotel Administration.

EPRA, *EPRA Global REIT Survey 2019*. 2019. European Public Real Estate Association.

FERREIRA, M.F.; **Fundos de Investimento Imobiliário – Governança Corporativa**. 2011. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

FOHB. **Perspectivas de Desempenho da Hotelaria. Ed.6 Nov. 2018**. 2018. Disponível em: <http://www.fohb.com.br/pesquisas-estudos/>. Acesso em 10 dez 2018.

FOHB. **InFOHB n.137, dezembro 2018**. 2018. Disponível em: <http://www.fohb.com.br>. Acesso em 10 de dez 2018.

GREGORIO, C.A. **Segregação do Real Estate Operacional de Companhias em SPE-LP e FII: Análise de Geração de Valor**. 2017. Carta NRE-Poli. Escola Politécnica – USP. São Paulo

GREGORIO, C.A **Análise e Discussões sobre o Modelo de Contratação de Operadoras Hoteleiras**. 2019. Carta NRE-POLI 56-19. Escola Politécnica -USP. São Paulo.

GUJAR, P. *Organizational Structure in the Hospitality Industry: A Comparative Analysis of Hotel Real Estate Investment Trusts (REITs) and Hotel C-Corporations*. 2012. Msc Real Estate. MIT. Massachussets, EUA.

HOTELINVEST, FOHB– **Panorama da Hotelaria – Perspectiva de Desempenho e Nova Oferta**. Setembro 2019.

JACKSON, L.; *US Lodging REITs, History, Structure & Performance – US Lodging Real Estate Investment Trusts*, 2011. VDM Verlag Dr. Muller

JLL. **Hotelaria em Números – Brasil 2019**, São Paulo, 2018. Disponível em: <http://www.jll.com.br/brazil/pt-br/relatorios/207/hotelaria-em-numeros-2018>. Acesso em 15 dez 2019.

MATTOS, A.C. **Diretrizes para dimensionamento do número de unidades habitacionais de hotéis resort**. 2004. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MORAES, A. **Diversificação dos Fundos de Investimento Imobiliário Brasileiros**. 2016. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Administração, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. São Paulo.

MOTA, P.A.; **Hotel em Condomínio: Stakeholders e a atuação do Hotel Asset Manager, Estudo de Casos Múltiplos**. 2014. Dissertação (Mestrado). Universidade Anhembi Morumbi, São Paulo.

NAREIT, *The investor's guide to Real Estate Investment Trusts (REIT)*. 2011. Disponível em: <http://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/updatedinvestorsGuideToREITs.pdf>. Acesso em: 10 Jan. 2019.

OKAZUKA, M.; **A utilização de Fundos de Investimento Imobiliário como Veículos na Gestão de Ativos nas Empresas**. 2015. Dissertação (Mestrado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo.

PARKER, D.; *Routledge REITs Research HandBook*. 2019. Routledge International Handbooks.

PETRECHEM, L. **O Patrimônio de Afetação e a Sociedade de Propósito Específico nas Incorporações Imobiliária**. 2016. Monografia (MBA). Escola Politécnica-USP. São Paulo

ROCHA LIMA JR, J. **Fundos Imobiliários – Valor do Portfolio**. 199. Boletim Técnico. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ROCHA LIMA JR. J. **Fundos Imobiliários têm futuro no Brasil?** 2011. Carta do NRE-POLI abril-junho 2011. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ROCHA LIMA JR. J. **Investir no Mercado Hoteleiro no Brasil**. 2016. Carta do NRE-POLI julho-setembro 2016. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ROCHA LIMA JR. J.; **Fundos de Investimento Imobiliários saindo da infância – A onda de 2015-2018**. 2018. Carta do NRE-POLI julho-setembro 2018. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ROCHA LIMA JR., J. **Arbitragem de Valor de Hotéis**. 2000. Boletim Técnico BT/PCC267, Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ROCHA LIMA JR., J. **Uma Rotina mais segura para Valuation de Empreendimentos de Base Imobiliária**. 1994. Boletim Técnico, Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ROCHA LIMA JR., J. **Uma Rotina mais Segura para Valuation de Empreendimentos de Base Imobiliária**. 2013. Congresso LARES, 2013. São Paulo.

ROCHA LIMA JR., **Valuation de Ativos de Real Estate, Distorções Geradas pela “Doutrina” da Perenidade.** 2016. Artigo LARES 2016, São Paulo

ROCHA LIMA JR., J.; MONETTI, E.; TAVARES DE ALENCAR, C. **Real Estate: Fundamentos para Análise de Investimentos,** 2010. Editora Elsevier, Rio de Janeiro.

ROMMNEY, C.; **What Happens on the Expiry of Hotel Lease?** 2007. Journal of Retail and Leisure Properties.

RUSHMORE, S., MAI, BAUM, E.; *Hotels and Motels: Valuations and Market Studies.* Appraisal Institute, 2001. Chicago, EUA.

SECOVI. **Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados.** 2012. Publicação Secovi. São Paulo.

SPOLON, G.A.; **Chão de Estrelas, Hotelaria e Produção Imobiliária em São Paulo, 1995-2005.** 2006. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo.

STERTZ E. **Análise de Desempenho entre Fundos de Investimentos Imobiliários e o Investimento Direto em Imóveis.** 2016. Dissertação (Mestrado) Centro de Tecnologia, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSM. Santa Maria.

STR. *A guide to our Terminology.* Disponível em: <http://strglobal.com/resources/glossary>. Acesso em 10 ago. 2018.

STR. *Brazil Outlook, Medellín, 2018.* SAHIC 2018. Participação em 25 set 18.

TAKAOKA, M. **Ativos para geração de renda mensal de longo prazo: Fatores preponderantes para decisão de investimento, expectativa dos investidores e ferramentas de avaliação.** 2009. Tese (Doutorado), Escola Politécnica – Universidade de São Paulo. São Paulo

UQBAR; **Anuário 2018, Fundos de Investimento Imobiliário – 11ª. Edição.** 2018. Rio de Janeiro.

UQBAR; **Anuário 2019, Fundos de Investimento Imobiliário – 12ª. Edição.** 2019. Rio de Janeiro.

USALI – *Uniform System of Accounts for the Lodging Industry* – Eleventh Revised Edition.2014

VEDROSSI, A. **A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil.** 2002.Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica – USP. São Paulo

WANDERLEY, H. **A percepção dos hóspedes quanto aos atributos oferecidos pelos hotéis voltados para o turismo de negócios na cidade de São Paulo.** 2004. Dissertação (Mestrado). Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo.

**Fontes de Consultas:**

[www.fiis.com.br](http://www.fiis.com.br)

[www.reit.com](http://www.reit.com)

[www.epra.com](http://www.epra.com)

[www.b3.com](http://www.b3.com)