

19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
25 a 27 de Setembro de 2019



Valor de ativos hoteleiros: Análise de valor e preço de unidades habitacionais em Condo-hotel.

Odair Leonardo Lido¹, Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.²

¹ Mestrando, Escola Politécnica - USP, Av. Prof. Almeida Prado, Trav.2 n.83Brasil, Cidade Universitária, 05508-900, São Paulo-SP, Brasil. leonardo_lido@yahoo.com.br

² Doutor em Engenharia, Universidade de São Paulo, Brasil, Núcleo de Real Estate, rocha.lima@usp.br

RESUMO

O financiamento de Empreendimentos de Base Imobiliária no Brasil é um desafio, fazendo que os empreendedores se utilizem de mecanismos criativos e alternativos para implantarem seus projetos. Financiar a construção de um empreendimento para fins comerciais é tarefa difícil uma vez que poucas linhas de crédito para este fim estão disponíveis no Brasil, as taxas de juros tornam os projetos pouco atrativos e, principalmente, as garantias reais solicitadas pelos agentes financeiros para liberação do crédito na maioria das vezes inviabilizam totalmente a empreitada.

No segmento Hoteleiro, o modelo de *funding* encontrado para estruturar a maioria de projetos de Hotéis urbanos voltados ao turismo de negócios foi o de captação de poupança de pequenos investidores através da venda de unidades hoteleiras, representando o compartilhamento do empreendimento por matrícula imobiliária, os chamados Condo-hotéis. Neste modelo o empreendedor ou incorporador tem uma visão pura e simples do projeto com o viés de Empreendimento Imobiliário, ou em outras palavras, realizar seus retornos num horizonte que contempla o planejamento, lançamento/vendas e implantação, muito próximo ao ciclo de uma incorporação imobiliária regular. Por outro lado, o público alvo do incorporador é aquele investidor que busca renda regular e homogênea de longo prazo. Tipicamente este perfil de investidor conta com poucas ferramentas e nenhuma sofisticação para avaliar a qualidade do investimento e ponderar os riscos em posicionar sua poupança neste tipo de ativo. A regulação do segmento estabelecida pela CVM através Instrução 602 de 27 de agosto de 2018 impõe aos incorporadores que ao fazerem suas ofertas públicas divulguem uma série de informações incluindo uma análise de riscos e um estudo econômico, que deve considerar um cenário referencial, e a arbitragem do valor de saída para o cálculo da Taxa de Retorno. O objetivo do presente artigo é avaliar o valor de unidades hoteleiras anunciadas utilizando o conceito Valor de Oportunidade de Investimento (VOI) e confrontá-lo a doutrina da perenidade, largamente adotada como referência para precificação de unidades hoteleiras ofertadas ao mercado.

Palavras-chave: Valor, Empreendimentos Hoteleiros, Condo-Hotel, Financiamento, Investidores.

19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
25 a 27 de Setembro de 2019



Hotels: Valuation and price analysis for Condo-hotel units

ABSTRACT

The financing of commercial real estate in Brazil is a challenge. Entrepreneurs have to use creative and alternative mechanisms to develop their projects. Obtaining a loan to build a commercial property is a difficult task, since few credit lines for this purpose are available in Brazil, interest rates make the projects unattractive, and collaterals requested by the financial agents to release the credit, most of the times, make the projects unfeasible. In the hospitality sector, the funding model found to structure most of the urban hotel focused on business tourism, was the capture of savings of small investors through the sale of hotel units, so-called Condo-hotels. In this model, the entrepreneur's or developer's goal is to sell the units, not keeping it in order to obtain long-term returns. On the other hand, the customer target of the developer is that investor who seeks regular and homogeneous long-term income. Typically, this investor profile has few tools to assess the quality of the investment and to weigh the risks in positioning its savings in this type of asset. The regulation of the segment established by the CVM through Instruction 602 of August 27th, 2018, requires Developers to release a series of information about the projects and a risk analysis when making their public offerings. The objective of this article is to discuss the valuation process of hotel units commonly used for Developers and compare the value to the unit prices offered in the latest public offerings.

Key words: Valuation, Commercial Real Estate, Condo-hotel, Financing, Investors.

1. INTRODUÇÃO

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 determinado projeto ou empreendimento. Tais informações são obtidas de maneira histórica, olhando para trás, e de projeções sobre o futuro, olhando para frente, num horizonte de longo prazo. Pelo grau de rigidez característico do segmento, a pouca e em alguns casos a nenhuma capacidade de alteração dos empreendimentos, uma análise criteriosa das informações disponíveis ou o estabelecimento de uma rotina de obtenção de informações são fundamentais no processo decisório para desenvolver ou adquirir um empreendimento imobiliário ou de base imobiliária.

Empreendedores e investidores profissionais, representados por fundos ou companhias de real estate, dispõem ou estabelecem rotinas de avaliação da qualidade do investimento, e muitas vezes o processo decisório é pauta de comitês de discussão e aprovação dos projetos e das oportunidades de investimento. Nestes comitês, são discutidos riscos, custos, prazos, atratividade, cenários alternativos, preços de venda e preço de compra. Equipes são dedicadas exclusivamente a tais análises e ponderações, com o objetivo de produzir informações para tomada de decisão. Empreender e investir em real estate requer uma grande capacidade de investimento, e conseqüentemente obrigações resultantes de financiamentos ou parcerias. Assim, o sucesso do empreendimento é chave para honrar tais obrigações e conseqüentemente obter os retornos esperados, calibrados em função dos riscos assumidos.

Todo esse processo de planejamento e decisão, processos que podem ser muito sofisticados ou puramente intuitivos, remetem a uma situação que é bem objetiva, valor e conseqüentemente preço.

Por outro lado, pela grandeza territorial e diversidade cultural existente no Brasil, não é possível descartar que ainda decisões são tomadas de maneira totalmente intuitiva, principalmente por aqueles que dispõem de capital para empreender. O sentimento de que investir em real estate é sinônimo de segurança ainda é muito presente.

A arbitragem de valor (*valuation*) de empreendimentos de base imobiliária, que geram renda, 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. Importante mencionar 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.

Shopping Centers, Torres Comerciais, Galpões Logísticos e Hotéis, são exemplos de empreendimentos que historicamente se mostram capazes de gerar renda harmônica no longo prazo, e sendo assim, são as tipologias que recorrentemente são avaliados por investidores para posicionarem seus recursos. Pela magnitude dos empreendimentos e o volume de capital exigido, o financiamento de empreendimentos de base imobiliária nas tipologias indicadas é um desafio no Brasil.

Usualmente, o sistema bancário brasileiro ao financiar a produção de um empreendimento de base imobiliária requer uma contrapartida que pode ser caracterizada como uma garantia real pré-existente. O agente financeiro relaciona o valor a ser liberado ao pleiteante ao valor que será atribuído a garantia pré-existente, referenciando este valor como limitador ao volume de recursos a ser liberado. É

possível também a constituição de garantia evolutiva, onde o próprio empreendimento durante sua implantação vai se materializando como uma das garantias pré-existentes.

A apresentação das garantias reais compatíveis com os volumes de capital necessários para implantar os EBI, é um dos principais fatores que tornam o financiamento de tais empreendimentos no Brasil um desafio. Desta forma, 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.

Neste contexto, a discussão do valor a ser atribuído ao empreendimento, a ser implantado ou pronto e operando, faz parte também deste processo.

No Brasil, mas também presente em outros países com uma formatação um pouco distinta, uma solução encontrada para se desenvolver projetos hoteleiros foi o *funding* através da poupança de investidores médios ou pequenos. Os empreendimentos são estruturados através de incorporação imobiliária, onde as unidades (quartos) representam uma fração ideal do empreendimento total, os Condo-hotéis, e são ofertadas ao mercado, tendo como público alvo investidores que buscam renda de longo prazo e uma potencial valorização do ativo imobiliário. Neste processo, os empreendedores conseguem levantar capital para implantar o projeto através de fluxo de pagamentos a ser acordado com os adquirentes. Todo o processo é muito similar ao de uma incorporação imobiliária de um produto residencial. Os retornos dos investidores se darão através do rateio do resultado operacional disponível (RODi) da operação no respectivo exercício. A gestão da distribuição dos resultados fica a cargo da operadora hoteleira ou de um *Asset Manager* (que representa os proprietários). Este modelo chamou a atenção da CVM, que no ano de 2013 passou a acompanhar de perto os lançamentos com o objetivo de estabelecer uma organização nas informações que fazem parte da oferta ao público. Por fim, em 2018, a CVM publicou a instrução CVM 602, que estabelece uma nova regulamentação para as ofertas públicas de distribuição de Contratos de Investimento Coletivo – CIC Hoteleiros, como foram caracterizados os Condo-hotéis. Assim, as ofertas dos CIC-Hoteleiros, a partir da ICVM 602 devem conter uma série de informações para que os potenciais adquirentes possam ter maior clareza para decisão de investir no segmento e adquirir uma unidade hoteleira.

A regulação da CVM claramente é uma evolução, uma vez que a apresentação de um estudo de mercado é necessária. Porém os empreendedores continuam com toda liberdade para definir o preço e a estratégia de oferta de seu produto.

O modelo Condo-hotel, vem gerando decepções aos investidores que adquiriram unidades nos lançamentos registrados no último ciclo de desenvolvimento hoteleiro registrado no Brasil, que foi bastante intenso em diversas cidades Brasileiras. Esta decepção se dá muito em função do preço de aquisição, que após o início das operações se mostra, em muitos casos, muito acima do valor justo ou *fair value*, uma vez que a capacidade de geração de renda dos empreendimentos está muito abaixo do considerado adequado para este tipo de empreendimento, que é uma tipologia das mais complexas, do ponto de vista operacional, ao se comparar com outras tipologias de EBI.

Independente de alguma frustração por parte dos investidores, o modelo condo-hotel ainda persiste como uma das poucas alternativas para financiar empreendimentos hoteleiros no Brasil.

As analisar ofertas públicas de CIC-Hoteleiros, observa-se que nos estudos de mercado, que por definição da ICVM 602 se fazem obrigatórios, a doutrina para calibração e

defesa dos preços ofertados pelas unidades se dá através de perenidade, a uma taxa de atratividade arbitrada em função de premissas pouco fundamentadas.

Este artigo tem por objetivo avaliar a doutrina da perenidade para arbitragem de valor de empreendimentos hoteleiros, e propor a doutrina do Valor da Oportunidade de Investimento (VOI) que vem sendo divulgada pelo NRE-Poli (Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica – USP). Faremos a análise através de um protótipo, onde será considerado um preço de oferta e as margens operacionais assumidas através de consultas a ofertas lançadas nos últimos anos. Em função de preservação das partes, não serão divulgadas as referências para construção do protótipo, porém as margens operacionais consideradas estão em linha com a tipologia de hotel proposto e as referências de mercado.

2. CONTEXTUALIZAÇÃO

Condo-Hotel: Embasamento Teórico

Como comentado anteriormente, a complexidade e conseqüente 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 empreender na nova oferta de empreendimentos hoteleiros, especialmente nas regiões sudeste, centro-oeste e sul do Brasil.

O desenvolvimento do produto Hoteleiro pulverizado, originalmente concebido como empreendimentos de origem residencial, porém com serviços de hotelaria, teve como principal motivador os empreendedores de empreendimentos imobiliários. Segundo Spolon (2006), supostamente impulsionados pela estabilidade econômica trazida pelo plano Real, a demanda crescente (especialmente a advinda dos segmentos de eventos corporativos e empresariais), o “atraso” ou desatualização da estrutura hoteleira existente a época, e as novas formas de negócio desenhadas pelas empresas hoteleiras e incorporadores (graças à internacionalização da econômica, permitidas pelos movimentos de globalização e pela entrada de capital estrangeiro), novos investidores começaram envolver-se com o que viria ser o maior boom da história da hotelaria até então, principalmente na cidade de São Paulo, este movimento se concentrou mais notadamente entre os anos 2000 e 2003. 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 seus projetos no período compreendido entre 1995 e 2005.

O movimento na cidade de São Paulo, como maior e mais importante centro financeiro do País, influenciou movimentos do setor em diversos mercados, em outras palavras, o desenvolvimento de empreendimentos similares ocorreu em diversas capitais e até mesmo em cidades de menor porte, no mesmo período.

Esta realidade pouco ou nada mudou atualmente, ou seja, a nova oferta hoteleira desenvolvida no Brasil nos últimos anos, em sua grande maioria, foi estruturada e financiada através de pequenos investidores que adquiriram suas unidades em lançamentos de produtos imobiliários hoteleiros.

Com o objetivo de informar, tanto o investidor que tenha interesse nestes produtos e, quanto aos incorporadores que viram uma oportunidade no segmento, o Sindicato da Habitação de São Paulo, SECOVI-SP (2013), prevendo uma nova onda de empreendimentos hoteleiros a serem desenvolvidos no Brasil a partir de 2012, promoveu a publicação do “Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados”.

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

- **Condo-Hotel:** 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, sendo obrigatória sua participação no pool, ou seja, a unidade autônoma automaticamente faz parte do pool de locação que é explorado pela operação hoteleira.

O modelo Hotel estruturado através de uma estrutura condominial, tradicionalmente, 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.

O modelo de estabelecimento dos condomínios 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, o pool hoteleiro ou de locação, perde espaço para figura da Sociedade em Contas de Participação – SCP.

Os empreendimentos hoteleiros pulverizados, estruturados em bases condominiais (Condohotel), são geralmente estruturados de duas formas principais, conforme verificados nos recentes empreendimentos lançados, que são as estruturas em Sociedade em Contas de Participação-SCP, combinadas com a estrutura condominial, e os estruturados em forma de arrendamento com mandato civil.

Sociedade em Contas de Participação-SCP

Conforme definição do código civil Brasileiro, a Sociedade em Contas de Participação – SCP, é aquela onde os seus participantes se unem com um objetivo específico, sendo que os acordos entre as partes envolvidas são de interesse único das partes, para sociedade em geral, o exercício desta empresa ocorre pela pessoa jurídica do sócio ostensivo, sendo os demais denominados sócios participantes.

Trazendo para a realidade dos Empreendimentos hoteleiros, geralmente a figura do sócio ostensivo é exercida pela administradora hoteleira do empreendimento, a qual se organiza juridicamente para exploração hoteleira do empreendimento, tendo como patrimônio o direito de uso das unidades hoteleiras dos sócios participantes da SCP, através das quais realiza a exploração do negócio, ajustando a obtenção de receitas e

apurando as despesas correntes resultantes de tal exploração. Não é incomum também encontrar no papel de sócio ostensivo um representante dos investidores, ou proprietários das unidades, denominado como *Property ou Asset Manager*, que deve ser um especialista em hotelaria, e que também assume o papel de representar os proprietários na fiscalização e deliberações junto ao administrador hoteleiro. A Receita Federal, enquadra as SCPs para fins de exploração hoteleira como similar a qualquer pessoa jurídica oficialmente estabelecida, cabendo obedecer a todos os ditames regulatórios e legislativos. Neste contexto, numa linguagem simplista, o sócio ostensivo é o responsável civil e criminalmente por quaisquer situações legais e fiscais da operação do empreendimento, isentando os sócios participantes de tais obrigações.

Segundo Mota (2014), os hotéis em 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 resultado operacional disponível (RODi) a ser distribuídos aos sócios participantes acontece através da distribuição de dividendos, os quais refletem o resultado operacional do empreendimento apurado no período específico. Como sócios participantes da SCP, cabem aos proprietários das unidades participarem dos eventuais prejuízos, aportando capital no caixa do empreendimento, com o objetivo de custear despesas operacionais, se assim se fizer necessário.

No modelo de SCP, os proprietários investidores das unidades disponibilizam suas unidades de maneira isolada, através de um contrato de locação ou comodato, a administradora hoteleira, que neste modelo representa a Sócia Ostensiva da SCP. Geralmente, nos hotéis estruturados neste modelo o valor dos aluguéis previstos 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 e ocupado, única e exclusivamente, para este fim. A real obtenção da renda, caracterizada pelo Resultado Operacional Disponível (RODi), a ser auferida pelos proprietários investidores, se dará através da distribuição de dividendos da SCP. Tradicionalmente a administradora hoteleira assume o papel também da administração condominial. A negociação de um contrato de administração hoteleira pode variar de negócio para negócio, porém de uma forma padrão, estabelecida pela indústria hoteleira que segue referências globais, a administradora geralmente cobra uma taxa sobre a receita total gerada pelo empreendimento, denominada *taxa básica* e uma taxa que incide sobre o Resultado Operacional ou GOP – Gross Operating Profit, conforme definido no *Uniform Systems of Accounts for Lodging Industry*, que mede a eficiência operacional da administradora, e geralmente denominada como *taxa de incentivo*. Como algumas despesas operacionais não sofrem qualquer ingerência pela administradora, como exemplo o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) e o seguro predial, estas não são consideradas despesas operacionais para fins de apuração da *taxa de incentivo* da administradora. A administradora também poderá cobrar da SCP algum valor referente a administração condominial, porém como no modelo Condohotel, todas as unidades habitacionais estarão dedicadas a exploração hoteleira, as despesas condominiais que eventualmente acarretarão custos aos proprietários investidores, tendem a serem

anuladas uma vez que se caracterizam como despesas operacionais da atividade hoteleira.

Arrendamento com Mandato Civil

Neste modelo de estruturação de empreendimentos hoteleiros, de uma maneira mais direcionada e de certa forma menos complexa do ponto de vista jurídico, se estabelece uma relação imobiliária entre o administrador hoteleiro e os proprietários investidores, sendo o administrador o locatário e o proprietários os locadores.

Os proprietários geralmente adquirem suas unidades já locadas pelo administrador hoteleiro em contratos de locação, ou arrendamento, negociados e definidos anteriormente pelo incorporador responsável pela concepção, lançamento e entrega do empreendimento pronto e operando. O administrador hoteleiro, com a posse do imóvel promove a exploração hoteleira, através de uma filial. Da mesma forma, os empreendimentos formatados no modelo de SCP, as condições gerais dos contratos são previamente negociadas e acordadas entre os incorporadores e os administradores, cabendo aos adquirentes aceitar tais condições pré-estabelecidas. No modelo de arrendamento com mandato civil, os proprietários investidores não estão diretamente relacionados com a empresa prestadora de serviços hoteleiros, como acontece na SCP. Neste caso a figura do proprietário se caracteriza única e exclusivamente pela titularidade da propriedade, representada através de matrícula imobiliária.

Neste modelo a administradora hoteleira, ao invés de cobrar uma taxa de administração dos proprietários, promoverá o pagamento de aluguel. Aluguel este que conforme apurado nos recentes lançamentos hoteleiros, e em breve consulta as consultorias hoteleiras JLL e Hotelinvest, tende a ser variável em função do resultado operacional do empreendimento, seguindo de uma certa forma a dinâmica da indústria hoteleira. Neste modelo, a administradora considera como despesa operacional um percentual da receita total, a título de *taxa de marketing* ou *taxa básica*, e paga um aluguel variável em função do resultado operacional aos proprietários, que tende a seguir as premissas estabelecidas pelo *Uniform Systems of Accountants*, deduzindo as taxas de promoção e marketing e básica. Da mesma forma as despesas com o imposto predial e territorial urbano (IPTU) o seguro do prédio, cabem aos proprietários e são retidas dos montantes distribuídos aos proprietários.

No modelo de arrendamento com mandato civil, está implícito a participação de um mandatário, que terá poderes para deliberar, e auferir a prestação de contas da administradora hoteleira, uma vez que o pagamento dos aluguéis é variável em função do resultado operacional do empreendimento. Este mandatário, é um especialista em hotelaria, e geralmente é caracterizado também através do *Hotel Asset Manager*. 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 muitos sócios ou proprietários, na maioria das vezes passivos.

O modelo de arrendamento foi uma evolução do modelo Apart-Hotel e Sociedade em Contas de Participação (SCP), em função da busca de um modelo mais objetivo aos investidores que não necessitam ingressar numa sociedade em contas de participação, aos incorporadores que promovem suas ofertas sem a complexidade jurídica do modelo SCP, ou seja promovem a venda de uma unidade previamente alugada simplesmente, e aos administradores, mesmo assumindo um risco maior em função da abertura da filial e contratação direta de todos os funcionários, que encontram uma situação operacional

mais confortável uma vez que a posse do imóvel tende a ser garantida por um período previsível, e a prestação de contas se estabelece diretamente com o Mandatário, um especialista que representa os proprietários.

Cabe destacar que nem todos os administradores hoteleiros estão abertos a estruturar os empreendimentos desta forma. Ainda muitos projetos de Condohotel no Brasil seguem o modelo de SCP

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 nas principais cidades brasileiras, conforme verificado em consulta as duas maiores consultorias hoteleiras que atuam como Mandatários ou Asset Managers em empreendimentos hoteleiros que são JLL e Hotelinvest.

3. VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO (VOI) – HOTÉIS

Em geral, a rotina para arbitrar valor de empreendimentos hoteleiros, segue a mesma lógica da praticada para os demais Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI), que produzem renda. No ambiente do real estate, cada empreendimento de base imobiliária é único e carrega uma série de atributos e características que eventualmente não conseguem ser multiplicadas, como exemplo, sua localização. Desta forma, a arbitragem de valor se distingue de uma avaliação, uma vez que dependendo da magnitude do empreendimento, o número de transações neste ambiente é muito limitado, principalmente no Brasil, ficando assim difícil construir uma referência com o objetivo de auferir a motivação e capacidade do mercado de absorver um empreendimento de base imobiliária referenciando o preço pedido a um volume de transações com empreendimentos com características similares. O custo de reprodução, ou seja, o custo para implantação de um empreendimento idêntico, também é uma referência fraca para atribuir valor a um empreendimento de base imobiliária.

Trazendo esta realidade aos empreendimentos hoteleiros, se faz necessário admitir ainda mais variáveis, uma vez que se trata de um segmento de EBI com características específicas e uma dinâmica distinta dos Edifícios de Escritório da Locação por exemplo. Como exemplo, uma correlação de custo de reposição com valor de um empreendimento hoteleiro não deve ser aplicada, uma vez que não é possível afirmar que o custo para implantação do empreendimento vai gerar valor, como exemplo podemos citar o tamanho dos quartos, para um hospede é pouco sensível a variação de 3m² no tamanho do quarto por exemplo, não seria este o fator decisivo para um incremento na diária, por outro lado, se considerarmos um hotel com 200 quartos, estes 3 m² acarretariam um custo adicional na implantação do empreendimento.

Para projetos com características específicas e únicos, é correto atribuir um valor de oportunidade de investimento-VOI. O VOI 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 taxa de atratividade sim pode ser referenciada ao apetite do investidor a assumir riscos para alocar seus recursos.

Para se chegar ao VOI, é necessário arbitrar cenários de desempenho e comportamento no futuro, como o objetivo de projetar o resultado operacional disponível (RODi), ou em outras palavras, os valores resultantes da operação que serão retornados ao investidor com o objetivo de remunerar seu investimento.

Num empreendimento hoteleiro, os principais indicadores de desempenho que impactam diretamente o RODi são: (i) Taxa de Ocupação, (ii) Diária Média, (iii) Receitas advindas de serviços de alimentação, locação de espaços etc. (iv) Margem de GOP, diretamente atribuída a capacidade de gestão do operador.

A taxa de ocupação e a diária média estão diretamente relacionadas ao comportamento do mercado e tem uma sensibilidade muito grande ao comportamento da economia, cabendo ao investidor ou profissional qualificado projetar os cenários de comportamento futuro.

Os indicadores de taxa de ocupação e diária, também são impactados em função do momento de inserção do empreendimento no mercado. É prudente, senão fundamental, observar o ciclo de desenvolvimento e os atributos do hotel em análise frente aos seus concorrentes a fim de calibrar sua capacidade de penetração no mercado competidor.

O Valor da Oportunidade do Investimento deve ser atribuído ao momento da avaliação, ou seja, a base 0, sendo assim denominado **VOI₀**.

Para cálculo do **VOI₀**, tomando como referência a expressão 1 abaixo, temos:

$$VOI_0 = \frac{VOI_n}{(1+tat)^n} + \sum_1^n \frac{RODi_k}{(1+tat)^k} \quad (1)$$

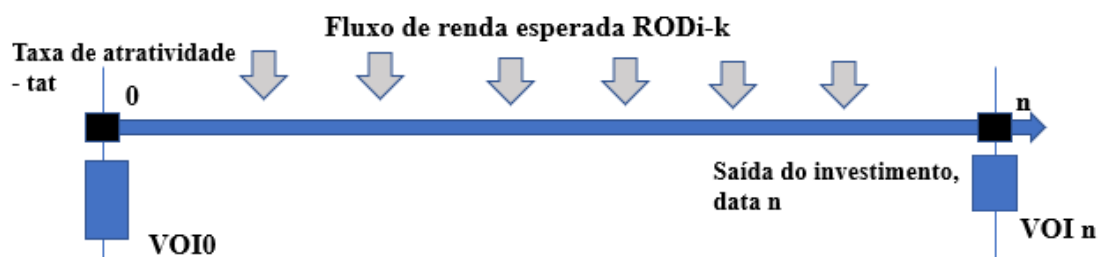
VOI – Valor da Oportunidade de Investimento na data da análise

RODi – Resultado Operacional Disponível

tat – Taxa de Atratividade

A figura 1 a seguir ilustra o momento do investimento e o fluxo de retornos, assim como o momento da saída, no momento n, **VOI_n**

Figura 1: Fluxo de investimento e retornos pelo VOI



De maneira simplista, o **VOI₀** se calcula deflacionando (descontando) o fluxo de retornos projetados que o empreendimento é capaz de produzir (RODi), dentro do ciclo operacional, a uma taxa de atratividade imposta. O valor **VOI₀** é arbitrado a partir da arbitragem do valor **VOI_n**. O valor **VOI_n** representa uma arbitragem do valor atribuído ao empreendimento no final do ciclo operacional, um valor de saída ou venda do ativo

no momento n . Referências indicam que o momento limite para n circunda os 20 anos. Como exemplo podemos citar que as grandes operadoras hoteleiras, com presença global, condicionam seus contratos de gestão a um termo de 20 anos, apoiando-se na tese que este prazo é o recomendado para um ciclo que compõe o início da operação ou *ramp-up* a estabilização (ou regime), que considera a manutenção dos equipamentos, para o início de um novo ciclo de igual período. Assim, considerando um ciclo operacional de 20 anos, o valor atribuído ao momento de desinvestimento ou desmobilização é o VOI_{20}

Fundo de Reposição de Ativos (FRA) e VOI_{20}

A arbitragem do valor de desmobilização ou saída, VOI_{20} , está totalmente condicionada a condição de competitividade no empreendimento no final do ciclo operacional. Esta condição de competitividade é resultado da manutenção do empreendimento ao longo do tempo, no que diz respeito aos equipamentos e mobiliário, e eventuais adequações funcionais que podem impactar a produtividade da operação. A disciplina no acúmulo do Fundo de Reposição de Ativo, ou FRA associada a correta manutenção operacional contribuem para a manutenção da competitividade do empreendimento. O FRA deve ser associado, principalmente, a necessidade de atualização do mobiliário e equipamentos em função do uso intensivo. A manutenção regular do empreendimento faz 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, que assumimos ser a base referencial para tomada de decisão de se investir, e manutenção da competitividade do hotel, uma vez que o consumidor, neste caso o hóspede, tem o poder de decisão para eleger sua hospedagem de uma maneira muito mais dinâmica se compararmos a uma empresa que está avaliando a mudança de seu escritório para um Edifício mais moderno. Assim, o impacto da obsolescência em empreendimentos hoteleiros é efetivo e imediato.

O FRA deve ser ajustado em função da receita operacional e não do resultado operacional disponível (RODi), uma vez que a receita operacional está diretamente relacionada ao uso do empreendimento, e a intensidade do uso pode resultar numa necessidade mais acelerada de reciclagem funcional dos mobiliários e equipamentos. A segurança também é um fator para acumular o FRA em função da receita operacional e não do resultado, uma vez que o resultado é função de outras variáveis e desempenho de sistemas estabelecidos. Desta forma, o RODi, considera o resultado da operação e o desconto do FRA, que é um percentual da receita operacional, conforme indica a equação 2.

$$RODi = ROP_k - ROB_k \times fra \quad (2)$$

RODi = Resultado Operacional Disponível

ROP_k = Receita Operacional registrada no período k

ROB_k = Resultado Operacional no período k

fra = Fator de calibragem do fundo de reposição de ativo

A calibragem do FRA, em geral, segue a lógica do acúmulo de capital com objetivo de recompor os equipamentos e edificação do hotel em análise. Para calibrar FRA, se faz necessário assumir, em um cenário referencial, o momento da reciclagem e os itens que ser fazem necessários para manter o grau de competitividade do hotel. Nesta relação, o custo de reposição é referenciado para definição do índice a ser aplicado para acúmulo de FRA. Rocha Lima (2000), indica um FRA de 4%, com base nas ponderações sobre os custos de reposição, atribuição à 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 em torno de 5% na estabilidade, sendo comumente adotado um escalonamento, iniciando em 1% até atingir os 5%. A calibragem do FRA é alvo de discussão e negociação por parte dos investidores e dos operadores, desde a concepção dos contratos de operação até a sua operacionalização, uma vez que qualquer distúrbio de cenário que venha impactar o RODi, os investidores se sentem ávidos a não acumular o FRA com a expectativa de manterem seus retornos no respectivo período. A doutrina do Valor da Oportunidade de Investimento, vem colaborar para demonstrar a importância da disciplina da boa gestão do FRA no valor futuro do empreendimento. Mesmo considerando uma disciplina na manutenção do FRA, o que deverá assegurar um adequado investimento em reciclagem, o hotel deverá ao longo do tempo perder algum grau de competitividade.

O valor da oportunidade de investimento no final do ciclo operacional (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 a seguir demonstra o exposto:

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

Estudos do NRE-Poli USP indicam que é possível uma simplificação, com uma margem de desvio inexpressiva, no cálculo do VOI_{20} , baseando-se que a arbitragem do valor IR (índice de reciclagem) na data base da arbitragem de valor, é frágil. Assim, a arbitragem do valor VOI_{20} se resumiria a:

$$VOI_{20} = \alpha \cdot \sum_{21}^{40} \frac{RODi_k}{(1+fat)^{k-20}} \quad (4)$$

Sendo Alfa $\geq 75\%$.

Segundo testes no NRE-Poli mostram que o fator alfa em 75% corresponde a um nível de reciclagem correspondente a 60% do empreendimento.

Esta abordagem traz uma arbitragem do valor de oportunidade de investimento no momento da desmobilização ou desinvestimento, que como visto anteriormente é fator determinante na arbitragem da oportunidade de investimento na data da análise, ou data da execução do negócio.

A arbitragem de valor para um hotel, está condicionada a correta e prudente assunção de indicadores, que podem ser assumidos diretamente pelo investidor, como a taxa de atratividade, e em função de projeções dos indicadores de desempenho e mercadológicos. A capacidade do operador hoteleiro é chave para uma margem operacional alinhada com as referências da indústria, e a correta arbitragem do índice de penetração de mercado é fundamental na arbitragem da receita projetada. Na montagem do cenário referencial da análise, é recomendado que estes indicadores sejam estressados, ou seja, como se trata de projeções e não certezas, a consideração de cenários inferiores e até mesmo superiores do referencial trará mais informações ao decisor, sobre seguir ou não com o investimento.

4. APRESENTAÇÃO DO CASO PARA SUPORTE - ARBITRAGEM DE VALOR DA OPORTUNIDADE DE INVESTIMENTO (VOI) EM HOTÉIS

O emprego de um caso contribuirá com as discussões exemplificando o emprego da doutrina do VOI na arbitragem de valor para empreendimentos hoteleiros. O modelo protótipo proposto está baseado em breves consultas a ofertas públicas de empreendimentos Condo-hoteleiros. Como mencionado anteriormente, a partir da publicação da ICVM 602, os ofertantes de CIC-Hoteleiros, ou Condo-hotéis, passam a ter a obrigatoriedade da publicação de um conjunto de informações, conforme previsto no art.6 II, e entre tais informações, um estudo econômico e financeiro do empreendimento hoteleiro que contenha as informações previstas no anexo 6-II. Das informações requeridas pela CVM, destacamos:

- Análise do mercado hoteleiro e sua evolução em termos de perspectivas de oferta e demanda futuras.
- Análise de penetração do empreendimento no mercado
- Projeção de receitas e despesas e resultados, por um período mínimo de 5 anos.
- Cálculo de Valor Presente Líquido (VPL) e Taxa Interna de Retorno (TIR) do investimento. Considerando para cálculo da TIR e VPL um horizonte de 10 anos, seguindo do cálculo de uma perpetuidade. A taxa de desconto a ser adotada para cálculo da VPL e TIR deverá ser compatível com o risco do investimento no empreendimento.

Assim, foi possível extrair dos materiais publicados nas recentes ofertas as rotinas para projeção da Taxa de Retorno dos empreendimentos em função da projeção dos resultados disponibilizados aos potenciais investidores. Como previsto na instrução da CVM 602 todas as ofertas consultadas utilizaram a doutrina da perpetuidade para arbitrar valor e propor preço as unidades hoteleiras ofertadas ao público em geral.

Não faz parte deste artigo avaliar e criticar a doutrina utilizada na projeção das receitas, que resultam de uma análise de penetração de mercado, nem das margens operacionais propostas para os empreendimentos alvos das ofertas públicas. Tal comentário é cabido, uma vez que o protótipo foi elaborado considerando indicadores referenciados nas ofertas, com o objetivo de propor uma nova rotina para arbitragem do valor da oportunidade de investimento (VOI). O protótipo não é uma cópia fiel de um

empreendimento com oferta pública presente, assim, algumas informações foram ajustadas. O quadro a seguir demonstra as premissas propostas no modelo protótipo, inclusive um Preço, que deve pago na data 0, com o empreendimento pronto para início da operação. O quadro 1 ilustra o empreendimento protótipo, com seus principais indicadores, nos cinco primeiros anos de operação

Quadro 1: Cenário referencial do Empreendimento protótipo

Cenário Referencial (em RS da base ZERO)					
Numero de quartos	180				
Margens Operacionais					
GOP (%)	40,3%	44,3%	44,9%	47,2%	47,7%
Despesas Não-Operacionais	12%	12%	12%	12%	12%
FRA%	1%	2%	3%	4%	5%
Momento da Analise					
Preço Unidade+Custos de Transferencia	575450				

Reiterando o exposto anteriormente, o modelo protótipo baseia-se em margens operacionais resultados de breve consultas as ofertas públicas recentes de CIC-Hoteleiros. As margens estão todas referenciadas a receita operacional total do empreendimento. Num empreendimento hoteleiro, as receitas se compõem recorrentemente de três grupos principais: (i) Receitas de Hospedagem, (ii) Receitas oriundas de Alimentos e Bebidas e (iii) Receitas diversas ou acessórias. O item Receitas de Alimentos, Bebidas e Acessórias pode variar significativamente em função do perfil do empreendimento, por exemplo hotéis com espaço de eventos, onde se registra renda oriunda da locação das salas e do eventual serviço de alimentação que regularmente faz parte do pacote proposto pelos promotores de eventos. O empreendimento protótipo reflete um hotel localizado em um grande centro, porém sem espaço destinado a eventos e com um entorno bem estabelecido, com oferta de serviços de alimentação considerável. Assim as receitas oriundas dos serviços de alimentos, bebidas e acessórias foi considerado como 13% da receita de hospedagem.

O protótipo considera um crescimento na tarifa média de 1% aa efetivo até o décimo ano de operação, a partir do ano 10 a tarifa se comporta de maneira estável. A taxa de ocupação indica uma evolução nos cinco primeiros anos, até atingir um patamar de estabilização, o mesmo ocorrendo na margem de GOP. As despesas denominadas como Despesas Não-Operacionais foram consideradas em 12% da receita total por todo período analisado. O FRA (Fundo para reposição de ativos) foi escalonado, iniciando em 1% até sua estabilização em 5% a partir do quinto ano da operação. Por fim, o preço pedido por uma unidade hoteleira, incluindo às custas de ITBI e registro, foi proposto em R\$ 575.450,00. Os equipamentos, mobiliários e capital de giro para início da operação hoteleiras estão incluídos no preço, e serão arcados diretamente pela incorporadora. O quadro a seguir ilustra as receitas e resultados operacionais disponíveis num horizonte de 20 anos de ciclo operacional, seguindo a doutrina de VOI adequada:

Quadro 2: Cenário referencial do Empreendimento – Receitas e RODi

indicadores Operacionais (valor em R\$ da Base ZERO)								
Ano	Tx.Oc (%)	D.Média (\$)	R. Total (x1000)	Res.Op (GOP) (x 1000)	Adm. + D. Não Op (x 1000)	fra(%) (x 1000)	RODi (x 1000)	RODi-UH
1	58%	509	21917	8833	2630	219	5983	33241
2	65%	514	24686	10936	2962	494	7480	41555
3	66%	519	25430	11418	3052	763	7604	42242
4	71%	524	27655	13053	3319	1106	8628	47935
5	72%	530	28490	13590	3419	1424	8746	48590
6	72%	535	28774	13725	3453	1439	8834	49076
7	72%	540	29062	13863	3487	1453	8922	49567
8	72%	546	29353	14001	3522	1468	9011	50063
9	72%	551	29646	14141	3558	1482	9101	50563
10	72%	557	29943	14283	3593	1497	9192	51069
Em regime								
20	72%	557	29943	14283	3593	1497	9192	51069

No conceito do Valor da Oportunidade do Investimento, arbitrou-se o valor do empreendimento no final do ciclo de operações de 20 anos. Para tal arbitrou-se o cenário de um novo ciclo operacional de 20 anos. Para apuração do valor correspondente ao VOI_{20} considerou-se uma taxa de atratividade de 6% aa, conforme referência encontrada nas ofertas de CIC-Hoteleiros recentes, e um α igual a 75%, que corresponde a uma reciclagem equivalente a 60% do empreendimento, numa posição conservadora. Como o alvo da discussão é o valor da unidade hoteleira, a ser confrontada com o preço, estabeleceu-se o $RODi_{UH}$, que resulta da razão entre o $RODi$ do hotel pelo número de unidades disponíveis. É comum encontrar em material informativo de ofertas de CIC-Hoteleiro, a razão em função da fração ideal, uma vez que o empreendimento é incorporado em forma de condomínio edilício, não é o caso deste protótipo. Definidos os Resultados Disponíveis por unidade, e o preço oferta, se faz possível calcular o Taxa de Retorno (TR) do projeto no cenário referencial. O quadro a seguir ilustra os Retornos por Unidade Hoteleira ($RODi_{UH}$), o VOI_{20} e a TIR do projeto:

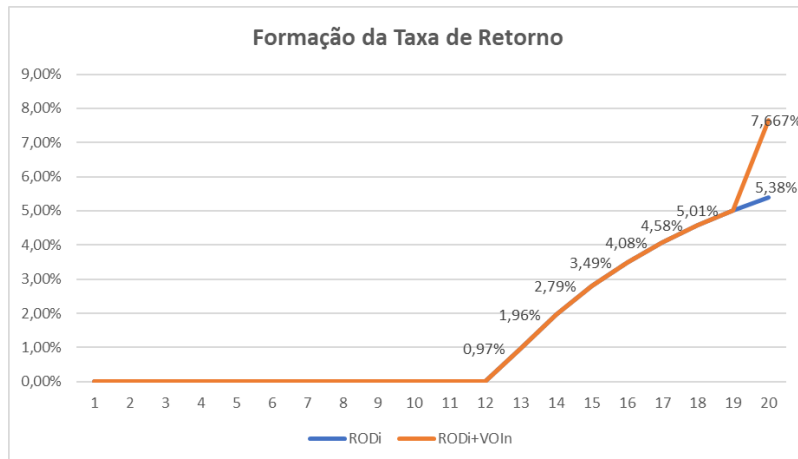
Quadro 3: Cenário referencial do Empreendimento – RODi e TR

indicadores Operacionais (valor em R\$ da Base ZERO)							
Ano	RODi (x1000)	RODi-UH	VOIn	ROD+VOIn	Invest	I/R	TR
0					575450	-575450	7,67%
1	5983	33241		33241		33241	
2	7480	41555		41555		41555	
3	7604	42242		42242		42242	
4	8628	47935		47935		47935	
5	8746	48590		48590		48590	
6	8834	49076		49076		49076	
7	8922	49567		49567		49567	
8	9011	50063		50063		50063	
9	9101	50563		50563		50563	
10	9192	51069		51069		51069	
Em regime							
20	9192	51069	439319	490388		490388	

O empreendimento nas condições consideradas é capaz de produzir uma taxa de retorno projetada de 7,67% aa efetivo, utilizando um horizonte de 20 anos de ciclo operacional,

e um valor de saída que segue a doutrina recomendada pelo Núcleo de Real Estate - Poli/USP (NRE-Poli/USP). A contribuição do VOI_{20} na formação da Taxa de Retorno é demonstrada no gráfico a seguir:

Gráfico 1: Formação da Taxa de Retorno



Considerando somente o fluxo de resultados disponíveis (RODi) o empreendimento é capaz de produzir uma taxa de retorno de 5,38% aa, ou seja, adicionando o valor de saída VOI_{20} atinge-se uma Taxa de Retorno aproximadamente 30% superior.

Para atingir uma taxa de retorno equivalente a taxa de atratividade, imposta em 6% aa, o VOI_0 , ou valor da oportunidade do investimento no momento zero da análise, seria de R\$ 682.373,00.

Doutrina da Perenidade

Segundo Rocha Lima (2016) a doutrina da Perenidade ou perpetuidade, largamente utilizada na arbitragem de valor para empreendimentos de base imobiliária, se sustenta na premissa de que o empreendimento é capaz de gerar resultados, expressos através da renda estável uma vez atingido o estágio de regime ou estabilização, não dependendo de intervenções em atualização de revitalização para a manutenção de sua capacidade competitiva. A doutrina também propõe um horizonte de 10 anos, assumindo que o momento da saída, ou desinvestimento, acontecerá no decimo ano. Ao consultar ofertas de CIC-Hoteleiros, e como preconizado pela CVM, a utilização da doutrina da perenidade vem sendo utilizada nas ofertas, e considera o valor de saída como a razão entre o resultado disponível no momento de saída no decimo ano, pela taxa de atratividade imposta. A equação 5 demonstra o exposto:

$$VOI_{10per} = \frac{RODI_{10}}{tat} \quad (5)$$

VOI_{10per} – Valor da Oportunidade de Investimento no ano 10, assumindo a doutrina da perenidade

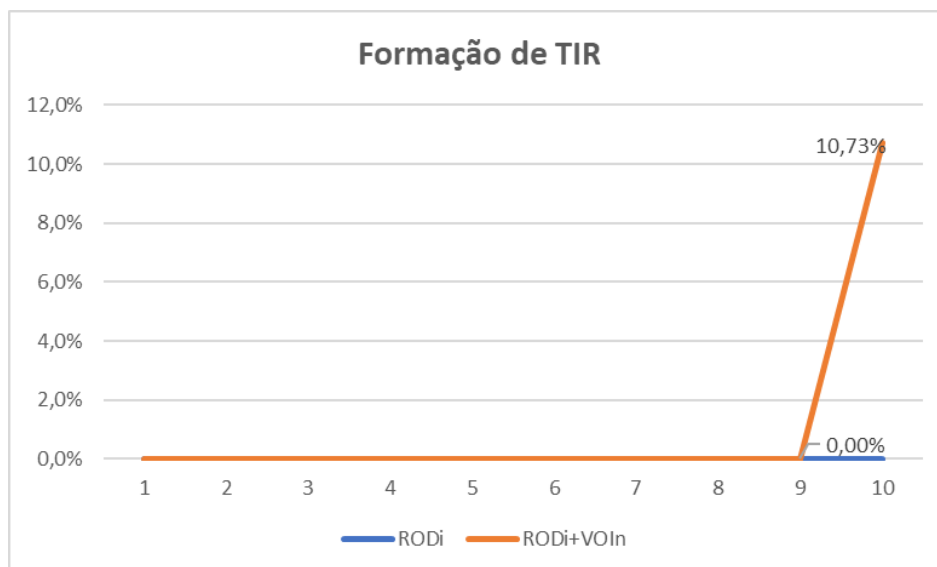
Considerando o exemplo protótipo, porém utilizando a doutrina da perenidade, como estabelecida nos documentos das ofertas referenciadas, temos o seguinte cenário, indicado no quadro 4 a seguir:

Quadro 4: Cenário referencial do Empreendimento – RODi e TR (Perenidade)

indicadores Operacionais (valor em R\$ da Base ZERO)							
Ano	RODi	RODi-UH	VOIn	ROD+VOIn	Invest	I/R	TR
0					575450	-575450	10,72%
1	5983	33241		33241		33241	
2	7480	41555		41555		41555	
3	7604	42242		42242		42242	
4	8628	47935		47935		47935	
5	8746	48590		48590		48590	
6	8834	49076		49076		49076	
7	8922	49567		49567		49567	
8	9011	50063		50063		50063	
9	9101	50563		50563		50563	
10	9192	51069	851152	902221		902221	

Utilizando esta doutrina, o empreendimento projeta uma taxa de retorno de 10,72% aa, tomando como referência o cenário referencial, e uma saída no ano 10. Observa-se que o principal retorno na composição da Taxa de Retorno, é o valor arbitrado no ano 10, ou VOI_{10} . Os retornos até o ano 10, não são suficientes para remunerar o investimento, que só é atingido quando se considera o valor da saída, como ilustrado no gráfico a seguir:

Gráfico 2: Formação da Taxa de Retorno (Perenidade)



5. CONCLUSÃO

A assunção da perenidade na arbitragem de valor de empreendimentos de base imobiliária induz a distorções, uma vez que assumir que o empreendimento manterá suas condições de competitividade no longo prazo é de certa forma pouco razoável. Considerando que a arbitragem de valor orienta a precificação dos ativos, a adequada doutrina é ainda mais recomendada a fim de evitar decisões pouco fundamentadas e futuros desapontamentos em função do não atingimento das expectativas quanto aos retornos e remuneração dos investimentos. Adiciona-se o fator da liquidez do segmento de real estate ser baixa, levando em consideração a transação de empreendimentos ou unidades, se comparada a outros veículos de investimento (ações ou cotas de Fundos por exemplo).

O presente artigo expõe a doutrina da perenidade como orientação na precificação de unidades hoteleiras estruturadas em forma de Condo-hotel. Analisando os resultados obtidos a partir de uma análise simples de um protótipo que foi construindo tomando como referência as ofertas públicas recentes, notou-se que a perenidade produziu um resultado 28,45% superior ao se comparar ao valor produzido pela doutrina recomendada em função de pesquisas do NRE-POLI/USP.

Para o preço da unidade proposto de R\$ 575.450,00 por unidade, a Taxa de Retorno calculada utilizando a doutrina do Valor de Oportunidade de Investimento recomendada pelo NRE-POLI, chegou a um patamar de 7,67% aa, para um ciclo operacional de 20 anos, e um valor de saída calculado em função de um novo ciclo de 20 anos, porém ajustando o valor de saída no ano 20, em 75%, assumindo que para manutenção da competitividade do Hotel, recursos em atualização do ativo imobiliário se farão necessários.

Considerando a doutrina da perenidade, utilizada largamente nas ofertas de CIC-Hoteleiros, o horizonte ajustado foi de 10 anos, e o valor de saída considerou o resultado operacional no ano 10 como perpetuo, a uma razão da taxa de atratividade imposta como 6%. A taxa de retorno resultante para este cenário foi de 10,72% aa.

Conclui-se que a utilização da perenidade resultou num ajuste do preço proposto para cima. Utilizando a doutrina mais adequada, para atingir uma taxa de retorno de 10,72% aa, o valor a ser desembolsado pelos potenciais adquirentes seria de R\$ 437.530,00.

É prudente a utilização de doutrinas mais adequadas e a busca na obtenção de informações por parte dos potenciais investidores no segmento hoteleiro, com objetivo de avaliar a atratividade e conseqüentemente tomada de decisão. O segmento hoteleiro tem características e complexidades particulares, em função das variáveis que impactam diretamente os resultados disponíveis e o retorno do investimento, tomando como exemplos a sensibilidade em função da conjuntura macroeconômica, a capacidade dos operadores, a disciplina na manutenção do FRA para manutenção da competitividade do hotel frente aos concorrentes e oferta futura entre outros.

Estabelecer a taxa de atratividade para investir num empreendimento hoteleiro referenciando está a outros produtos financeiros ou mesmo ao o mercado de locações residencial, também é pouco razoável, por se tratar de produtos completamente distintos.

Conforme evidenciado ao longo do artigo, o uso da perenidade na arbitragem de valor de Empreendimentos Hoteleiros leva a distorções e conseqüentemente impacto na orientação dos preços das unidades ofertadas. Outros pontos que devem ser observados, porém não abordados neste artigo, são a correta imposição da taxa de atratividade, e uma análise de cenários estressados, que como sugestão, poderiam ser adotados nos estudos econômicos, que obrigatoriamente compõe o pacote de informações exigidos pela CVM nas ofertas públicas de CIC-Hoteleiros.

6. REFERENCIAS

COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIO, CVM. **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.

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

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

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

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